

FACOLTA' DI ECONOMIA

Cattedra di Politiche di Welfare e Organizzazione industriale

*“Le operazioni di M&A e il controllo antitrust
delle concentrazioni; il caso T-Mobile/Orange”*



Relatore

Chiari.mo Prof. Davide Quaglione

Correlatore

Chiari.mo Prof. Andrea Renda

Candidato

Marco Tonino Ferraresi

Matr.622811

INDICE

“Le operazioni di M&A e il controllo antitrust delle concentrazioni; i caso T-Mobile /Orange”

CAPITOLO 1 LE OPERAZIONI DI M&A: TRA STRATEGIE AZIENDALI E ASPETTI FINANZIARI ED ECONOMICI *Errore. Il segnalibro non è definito.*

1. LA CRESCITA COME VANTAGGIO DI COMPETIVITÀ: UN PRIMO APPROCCIO VALUTATIVO **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2. GLI ASPETTI STRUTTURALI E VALUTATIVI DI UN'OPERAZIONE *MERGER AND ACQUISITION* (M&A) **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3. UN ESAME DELLE SCELTE ECONOMICHE AZIENDALI COSTITUTIVE DI UN'ESTENSIONE VERTICALE ED ORIZZONTALE. LE STRATEGIE DI PORTAFOGLIO **Errore. Il segnalibro non è definito.**
4. LA GESTIONE DELLA CONOSCENZA QUALE ELEMENTO FONDAMENTALE PER L'ATTUAZIONE DI UNA M&A **Errore. Il segnalibro non è definito.**
5. LA DIVERSIFICAZIONE COME STRATEGIA D'IMPRESA E LE ECONOMIE DI RAGGIO D'AZIONE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 5.1 BREVI CENNI SUGLI ALTRI TIPI DI SCELTE STRATEGICHE DELLE IMPRESE: L'INTERNALIZZAZIONE, L'ESTERNALIZZAZIONE E LE ECONOMIE DI TRANSAZIONE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
6. LA VALUTAZIONE ECONOMICA DELLE AZIENDE DA ACQUISIRE. IL CASO DI UNA M&A SU UN'AZIENDA IN PERDITA **Errore. Il segnalibro non è definito.**
7. L'ASPETTO FISCALE NELLE DIVERSE OPERAZIONI SOCIETARIE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
8. CENNI INTRODUTTIVI SUGLI EFFETTI DELLE OPERAZIONI DI M&A SUL MERCATO **Errore. Il segnalibro non è definito.**

CAPITOLO 2: LA DISCIPLINA SOCIETARIA E FINANZIARIA DELLE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE *Errore. Il segnalibro non è definito.*

1. LE FUSIONI E LE ACQUISIZIONI: I SOGGETTI PARTECIPANTI ED IL LORO AMBITO D'AZIONE NELLE RISPETTIVE FASI ESECUTIVE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2. LA DISCIPLINA CODICISTICA DELLE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE DOPO LA RIFORMA DEL 2003 **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.1 NOZIONE E TIPI DI FUSIONE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.2 LE DIVERSE FASI DEL PROCEDIMENTO ED I LORO EFFETTI GIURIDICO-FINANZIARI **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.3 ALCUNI PROCEDIMENTI SEMPLIFICATI: LA FUSIONE DI SOCIETÀ INTERAMENTE POSSEDUTE EX ART. 2505 C.C. **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.3.1 LA FUSIONE MEDIANTE INDEBITAMENTO EX ART. 2501 BIS C.C. **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.3.2 CENNI SULLE ACQUISIZIONI TRANSFRONTALIERE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.3.4 CENNI SULLE ACQUISIZIONI SVOLTE CON UN'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO (OPA) **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.4 LA NORMATIVA CODICISTICA SULLE GARANZIE DEI TERZI: CENNI SULLA

DISCIPLINA DELLE CAUSE DI INVALIDITÀ DELLE M&A **Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.5 LE CLAUSOLE DI GARANZIA NELL' AMBITO CONTRATTUALE **Errore. Il segnalibro non è definito.**

CAPITOLO 3 POLITICA E DISCIPLINA DELLA CONCORRENZA **Errore. Il segnalibro non è definito.**

1 L' ANTITRUST IN LAW & ECONOMICS ... **Errore. Il segnalibro non è definito.**

2. UNA BREVE ANALISI DELLE FUSIONI SECONDO LE VALUTAZIONI ECONOMICHE DELL' ANTITRUST **Errore. Il segnalibro non è definito.**

3. IL FONDAMENTO COSTITUZIONALE DELLA LEGISLAZIONE ANTITRUST IN ITALIA **Errore. Il segnalibro non è definito.**

4. L' AUTORITY GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO (AGCM): AUTORITY GIURISDIZIONALE O AMMINISTRATIVA? **Errore. Il segnalibro non è definito.**

4.1 *Segue* L' AGCM ED IL PROCEDIMENTO PREVISTO IN MATERIA DI CONCENTRAZIONI SOCIETARIE **Errore. Il segnalibro non è definito.**

5. LA DISCIPLINA DELLE CONCENTRAZIONI SECONDO LA LEGGE N. 287 DEL 1990 **Errore. Il segnalibro non è definito.**

6. LA DISCIPLINA GIURIDICO - FINANZIARIA ANTITRUST SULLE CONCENTRAZIONI TRA IMPRESE: DAL REGOLAMENTO 4064/89 AL REGOLAMENTO 139/2004 **Errore. Il segnalibro non è definito.**

7. CENNI SULLE CLAUSOLE DI REGOLAMENTAZIONE DEL RISCHIO ANTITRUST NELLA PRASSI CONTRATTUALE **Errore. Il segnalibro non è definito.**

BIBLIOGRAFIA DEGLI AUTORI **Errore. Il segnalibro non è definito.**

GIURISPRUDENZA **Errore. Il segnalibro non è definito.**

CASE STUDY: T-MOBILE /ORANGE MERGER

INDICE

CAPITOLO 1 LE OPERAZIONI DI M&A: TRA STRATEGIE AZIENDALI E ASPETTI FINANZIARI ED ECONOMICI 3

1. LA CRESCITA COME VANTAGGIO DI COMPETIVITÀ: UN PRIMO APPROCCIO VALUTATIVO	3
2. GLI ASPETTI STRUTTURALI E VALUTATIVI DI UN'OPERAZIONE <i>MERGER AND ACQUISITION</i> (M&A).....	8
3. UN ESAME DELLE SCELTE ECONOMICHE AZIENDALI COSTITUTIVE DI UN'ESTENSIONE VERTICALE ED ORIZZONTALE. LE STRATEGIE DI PORTAFOGLIO	15
4. LA GESTIONE DELLA CONOSCENZA QUALE ELEMENTO FONDAMENTALE PER L'ATTUAZIONE DI UNA M&A.....	27
5. LA DIVERSIFICAZIONE COME STRATEGIA D'IMPRESA E LE ECONOMIE DI RAGGIO D'AZIONE.....	37
5.1 BREVI CENNI SUGLI ALTRI TIPI DI SCELTE STRATEGICHE DELLE IMPRESE: L'INTERNALIZZAZIONE, L'ESTERNALIZZAZIONE E LE ECONOMIE DI TRANSAZIONE	42
6. LA VALUTAZIONE ECONOMICA DELLE AZIENDE DA ACQUISIRE. IL CASO DI UNA M&A SU UN'AZIENDA IN PERDITA	45
7. L'ASPETTO FISCALE NELLE DIVERSE OPERAZIONI SOCIETARIE.....	61
8. CENNI INTRODUTTIVI SUGLI EFFETTI DELLE OPERAZIONI DI M&A SUL MERCATO	72

CAPITOLO 2: LA DISCIPLINA SOCIETARIA E FINANZIARIA DELLE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE 78

1. LE FUSIONI E LE ACQUISIZIONI: I SOGGETTI PARTECIPANTI ED IL LORO AMBITO D'AZIONE NELLE RISPETTIVE FASI ESECUTIVE.....	78
2. LA DISCIPLINA CODICISTICA DELLE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE DOPO LA RIFORMA DEL 2003.....	94
2.1 NOZIONE E TIPI DI FUSIONE.....	94
2.2 LE DIVERSE FASI DEL PROCEDIMENTO ED I LORO EFFETTI GIURIDICO-FINANZIARI	102
2.3 ALCUNI PROCEDIMENTI SEMPLIFICATI: LA FUSIONE DI SOCIETÀ INTERAMENTE POSSEDUTE EX ART. 2505 C.C.	148
2.3.1 LA FUSIONE MEDIANTE INDEBITAMENTO EX ART. 2501 BIS C.C... ..	181
2.3.2 CENNI SULLE ACQUISIZIONI TRANSFRONTALIERE.....	187
2.3.4 CENNI SULLE ACQUISIZIONI SVOLTE CON UN'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO (OPA)	189
2.4 LA NORMATIVA CODICISTICA SULLE GARANZIE DEI TERZI: CENNI SULLA DISCIPLINA DELLE CAUSE DI INVALIDITÀ DELLE M&A.....	224
2.5 LE CLAUSOLE DI GARANZIA NELL'AMBITO CONTRATTUALE	235

CAPITOLO 3 POLITICA E DISCIPLINA DELLA CONCORRENZA 255

1 L'ANTITRUST IN LAW & ECONOMICS	255
2. UNA BREVE ANALISI DELLE FUSIONI SECONDO LE VALUTAZIONI ECONOMICHE DELL'ANTITRUST	265
3. IL FONDAMENTO COSTITUZIONALE DELLA LEGISLAZIONE ANTITRUST IN ITALIA	280
4. L'AUTORITÁ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO (AGCM): AUTORITÁ GIURISDIZIONALE O AMMINISTRATIVA?.....	289
4.1 <i>Segue</i> L'AGCM ED IL PROCEDIMENTO PREVISTO IN MATERIA DI CONCENTRAZIONI SOCIETARIE	301
5. LA DISCIPLINA DELLE CONCENTRAZIONI SECONDO LA LEGGE N. 287 DEL 1990.....	317
6. LA DISCIPLINA GIURIDICO - FINANZIARIA ANTITRUST SULLE CONCENTRAZIONI TRA IMPRESE: DAL REGOLAMENTO 4064/89 AL REGOLAMENTO 139/2004.....	345
7. CENNI SULLE CLAUSOLE DI REGOLAMENTAZIONE DEL RISCHIO ANTITRUST NELLA PRASSI CONTRATTUALE	416
BIBLIOGRAFIA DEGLI AUTORI.....	422
GIURISPRUDENZA.....	479

CASE STUDY: T-MOBILE /ORANGE MERGER

CAPITOLO 1 LE OPERAZIONI DI M&A: TRA STRATEGIE AZIENDALI E ASPETTI FINANZIARI ED ECONOMICI

1. LA CRESCITA COME VANTAGGIO DI COMPETITIVITÀ: UN PRIMO APPROCCIO VALUTATIVO

Le imprese sono sempre più alla ricerca di un “vantaggio competitivo” rispetto ai concorrenti: ciò si traduce in un bisogno di una strategia attraverso la quale l'impresa definisce come intende competere in modo più efficace. Il vantaggio competitivo in particolare permette alle organizzazioni di governare attivamente le contingenze del *task environment* ossia l'ambiente con il quale l'organizzazione interagisce direttamente¹.

Il conseguire tale vantaggio non significa però avere la capacità di conservarlo a lungo, sia perché i comportamenti dei clienti cambiano molto velocemente, sia per i cambiamenti dei concorrenti, sia infine perché si deve tenere conto dei mutamenti dell'ambiente competitivo, soprattutto rappresentati dall'evoluzione dei processi produttivi e della tecnologia.

La strategia competitiva, per definizione, è l'insieme delle decisioni assunte e delle azioni attuate dall'impresa per rispondere alle minacce ed opportunità esterne, compatibilmente con le proprie forze e debolezze, al fine di conseguire e mantenere il vantaggio competitivo eventualmente conquistato.

In generale l'impresa, per riuscire a reagire in un ambiente competitivamente

¹ Cfr. in dottrina il contributo di Thompson J. D., *Organizzazione aziendale*, Milano, 1988, p. 66 ss.

globale, deve da un lato disporre di un complesso di risorse e competenze distintive tecnologico produttive, di *marketing*, finanziarie, e così via; dall'altro deve essere capace di impiegare sistematicamente tali competenze allo scopo di assumere, nei propri campi di attività, posizioni competitive di forza rispetto ai concorrenti. E' proprio questo il compito del *management* strategico che attraverso l'impresa riesce a chiarire le sue missioni, organizzare le sue risorse, misurare e stimare il suo ambiente competitivo, e alla fine valutare le *performances*, nel tentativo di realizzare i suoi obiettivi.

L'impresa, attraverso l'aiuto del suo *management* strategico, deve riuscire a sviluppare i propri prodotti/mercati e a cogliere le opportunità o di affrontare le minacce che provengono dal mercato e di impiegare le proprie risorse e competenze nelle combinazioni prodotto-mercato-tecnologia.

La crescita è una modalità attraverso cui le imprese possono acquisire, mantenere, sviluppare e consolidare il vantaggio competitivo; tuttavia appare evidente che le imprese non possono crescere, se non adottano strategie che le consentano di arrivare a quel vantaggio. Il tema della strategia occupa un ruolo rilevante nella scelta delle modalità di crescita delle imprese, dalla più tradizionale, ad esempio l'aumento della capacità produttiva, alle più complesse, che non solo comportano un aumento delle attività, ma cercano di aggiungere ulteriori aree strategiche d'affari, penetrando sui nuovi mercati, o acquistando partecipazioni con altre imprese².

E' importante distinguere fra due tipologie di crescita, la prima mosca dall'interno

² Si vedano per i dovuti approfondimenti: Di Bernardo B., Gandolfi V., Tunisini A., *Economia & Management delle imprese*, Milano, 2009, *passim*; Thompson A., Strickland A. J., *Il problema della valutazione della strategia*, in *Economia e Management*, 12, 1990., Gamble J. E., *Strategia aziendale. Formulazione ed esecuzione*, McGraw-Hill, 2009, *passim*; Coda V., *Il problema della valutazione della strategia*, in *Economia e Management*, p. 12, 1990; Decastri M., *Visione strategica e innovazione organizzativa*, in *Sviluppo & Organizzazione*, n. 168, Luglio-Agosto, 1998.

consiste nello sviluppo di nuove attività facendo perno su capacità, competenze e risorse finanziarie, tecnologiche, manageriali già possedute; la seconda modalità di crescita è quella esterna, invece può essere rappresentata in tante tipologie tra le quali: 1) Alleanze strategiche, relazioni fra due o più aziende che adottando una prospettiva di condivisione delle linee strategiche; 2) *Joint venture*, alleanze formalizzate in assetti d'impresa autonomi sotto il profilo giuridico o almeno gestionale e organizzativo; 3) Fusioni e acquisizioni, modalità di crescita per via esterna assumendo il governo e la direzione piena delle combinazioni economiche acquisite³.

Ciascun tipo di queste forme ha la sua strategia, che deve assicurare la maggiore “creazione di valore” per l'impresa. Per qualsiasi opzione strategica sopra menzionata occorre un'assunzione di strategia chiara attraverso un *management* strategico, che riesca a realizzare i fini descritti e desiderati.

La conoscenza delle variabili di mercato ed i mutamenti dal lato della domanda e dell'offerta sono elementi essenziali di questo processo, ed è compito del *knowledge management* (KM) di trasformare in valore la conoscenza che ha l'organizzazione al suo interno⁴.

Più in dettaglio, si può dire che la conoscenza permette alle imprese di sviluppare

³ Sul punto si vedano tra gli altri Stunton W. J., Varaldo Varaldo R., *Marketing*, Bologna, 2000, p. 65 ss.

⁴ Una parte della dottrina economica ha sottolineato la relativa tardività dell'interesse delle aziende a conoscere l'organizzazione manageriale più produttiva. Secondo tale orientamento, la causa di questo ritardo sarebbe ascrivibile all'operato di tre fattori quali: 1) la velocità con cui gli scenari competitivi cambiano, infatti i cicli ridotti con cui questi mutano hanno reso sempre più costosa la reinvenzione, anche se parziale, di soluzioni e modelli decisionali; 2) la progressiva erosione delle altre fonti di vantaggio competitivo, ha reso il KM più critico rispetto ad altre leve di azione manageriale riguardo all'obiettivo di creare un vantaggio competitivo sostenibile; 3) Una progressiva dispersione spaziale dei fattori di conoscenza nelle imprese, dovuta a fenomeni di dispersione geografica delle attività, che ha fatto nascere la necessità di architetture di KM esplicite. Cfr. sul punto Ruta D., Turati C., *Organizzare il Knowledge Management*, Milano, 2002, p. 30 ss; Nonaka I., *The concept of Ba: Building a foundation for knowledge creation*, in *Californian Management review*, vol. 40, n. 3, 1998.

delle “competenze distintive cruciali”, cioè un insieme di capacità, frutto del processo di apprendimento collettivo dell'azienda, che si identificano come *core competencies*. Tali competenze distintive cruciali sono inoltre tra i fattori che, oltre alle risorse, distinguono le imprese dai propri concorrenti e consentono loro di esprimere una strategia innovativa vincente. La conoscenza, come ogni forma di vantaggio competitivo, ha però bisogno di essere continuamente consolidata e sviluppata affinché tale vantaggio non sia eroso dai *competitors*.

La gestione della conoscenza è pertanto un argomento di profondo interesse soprattutto delle aziende, dove sviluppare conoscenza in modo più efficiente dei propri concorrenti significa migliorare il processo decisionale con obiettivi assai importanti per l'economia aziendale⁵. Non sempre però le organizzazioni riescono a sviluppare al loro interno quelle conoscenze di cui hanno bisogno per competere; spesso infatti l'acquisizione diventa un metodo più veloce, economico e meno rischioso. Capita così che le aziende siano frequentemente acquisite unicamente per le conoscenze che possiedono; le società acquirenti sono disposte a pagare prezzi molto superiori, per il valore aggiunto che prevedono di ottenere aggiungendo questa nuova conoscenza allo *stock* della propria. Le stesse borse riconoscono infatti a molte società un valore delle risorse intellettuali molto superiore al valore del capitale fisso.

La gestione della conoscenza è importante inoltre anche nel processo di fusione che segue l'acquisizione, qui nascono delle problematiche nel combinare e integrare culture e conoscenze diverse. Un valore aggiunto quindi si ottiene solo se si è in grado di inserire all'interno della propria organizzazione la conoscenza acquisita.

Un'altra strategia di miglioramento per l'azienda, come si è già detto, può essere

⁵ Cfr. sul punto Silver C. A., *Where technology and knowledge meet*, in *Journal of Business Strategy*, 2000, *passim*; Gherardi S., *La pratica quale concetto fondante di un rinnovamento nello studio dell'apprendimento organizzativo*, in *Studi Organizzativi*, n. 1, p. 55-71, 2000.

data da una crescita interna; a tal fine si ricorda l'importante contributo dell'economista Igor Ansoff, il quale propose al riguardo una matrice attraverso la quale le alternative strategiche di crescita venivano individuate in base a due dimensioni: il prodotto e il mercato⁶. Nella matrice di Ansoff tali variabili "prodotto" e "mercato" possono essere considerate come fattori legati rispettivamente all'ambiente interno ed esterno. In particolare la dimensione interna del prodotto lega la crescita allo sviluppo delle *core competente*, mentre quella esterna alla soddisfazione dei bisogni espressi dal mercato. Essi, quindi, influenzano lo sviluppo dell'impresa, per cui l'impostazione di un corretto ed efficace processo di formulazione e di scelta della strategia di crescita dipende dalla capacità dell'impresa di comprendere i segnali che provengono dal mercato, di interpretarli, e di saperli trasformare in opportunità da cogliere.

L'analisi delle minacce/opportunità alla crescita, esistenti nell'ambiente-mercato, a fronte delle risorse disponibili (tecnologia, *marketing*, logistica) e delle competenze, consente di formulare nell'analisi di Ansoff quattro alternative di crescita: penetrazione del mercato, sviluppo del prodotto, sviluppo del mercato, diversificazione. Le alternative di crescita possono essere descritte come segue: a) Penetrazione di mercato: la scelta dell'impresa è di restare nella sua attuale attività, con l'obiettivo di rafforzare la propria quota di mercato rispetto ai concorrenti attuali; b) Sviluppo del prodotto: l'impresa persegue una strategia di sviluppo del prodotto quando si pone come obiettivo l'allargamento della propria gamma, con lo sviluppo di nuovi prodotti che si sostituiscono (o sono complementari) ai prodotti già esistenti in portafoglio; c) Sviluppo del mercato: con questa strategia l'impresa si propone di

⁶ Cfr. H. I. Ansoff, *Strategia aziendale*, Milano, 1968, *passim*.

allargare, in senso geografico o di gruppi sociali, le dimensioni del mercato cui offrire i propri prodotti; *d*) Diversificazione: l'impresa ritiene che l'attuale gamma di prodotti e il relativo mercato non siano più adeguati a mantenere la sua capacità competitiva, così si spinge a sviluppare nuove tipologie di prodotto per mercati potenziali.

Lo stesso Ansoff riconduce tali alternative di crescita a due fondamentali "direzioni" dello sviluppo: *a*) l'espansione pura e semplice, e *b*) la diversificazione.

La prima opzione dello sviluppo, definita anche sviluppo del *core business* comprende la strategia di penetrazione del mercato, la strategia di sviluppo del prodotto e la strategia di sviluppo del mercato; La seconda opzione dello sviluppo, invece, comprende le molteplici alternative di diversificazione: diversificazione orizzontale, integrazione verticale, diversificazione concentrica e diversificazione conglomerata; che si distinguono a seconda dei vari livelli di correlazione tra tecnologia e *marketing*.

2. GLI ASPETTI STRUTTURALI E VALUTATIVI DI UN'OPERAZIONE *MERGER AND ACQUISITION* (M&A)

Come accennato⁷, una delle possibili strade che un'impresa può percorrere al fine di crescere è costituita dalla fusione con una o più altre imprese.

Con l'espressione inglese *Merger and Acquisitions* (M&A) si intende far riferimento al fenomeno conosciuto in Italia con il termine "*Fusioni e Acquisizioni*".

⁷ Vedi sopra, p. 3, 1° capoverso.

Nella definizione anglosassone, però, ci si sofferma principalmente sugli aspetti organizzativi delle operazioni in esame, prescindendo dalle forme giuridiche con cui esse si realizzano⁸. Una fusione (*merger*) è una transazione in cui due o più società si fondono e tutti gli *assets* e le passività confluiscono in un unico soggetto giuridico. Dopo un *merger*, la società acquirente (*bidder*) sopravvive e incorpora la società *target*, che cessa di esistere.

Un'acquisizione (*acquisition*) è una transazione tramite cui le azioni o gli *assets* di una società vengono acquisiti da un *bidder*. Anche se concettualmente distinte, nella pratica fusioni e acquisizioni (M&A) vengono spesso assimilate⁹. Per le imprese acquisire un'altra impresa rappresenta un modo per crescere, ottenere un vantaggio competitivo, incrementare la propria profittabilità e creare valore per i propri azionisti. In linea generale, le fusioni-acquisizioni sono operazioni che consentono di realizzare la crescita esterna di una società, attraverso un'espansione dei volumi di vendita, il rinnovo e il potenziamento della gamma di prodotti, l'allargamento del proprio raggio d'azione, l'acquisizione di *know-how*, risorse e competenze ulteriori; questi elementi consentono insieme l'attuazione di programmi di diversificazione che, come si è prima detto, possono essere di vario tipo (correlata, conglomerata,

⁸ Appare opportuno sottolineare che, se si analizza il fenomeno delle fusioni-acquisizioni relativamente al panorama italiano, si osserva come lo sviluppo di queste operazioni si è affermato con un notevole ritardo e con caratteristiche e con modalità diverse e particolari se confrontate con le altre economie capitalistiche. Mentre negli altri Paesi il livello di esperienza raggiunto in questo campo era già notevole, fino agli anni '70, in Italia, il fenomeno M&A tardava ad affermarsi e a diffondersi nella sua totalità, se è vero come è vero che i processi di crescita esterna in questi anni furono caratterizzati soprattutto da operazioni orizzontali e per lo più a livello nazionale. Solamente in una fase successiva, e quindi intorno agli anni '80, le fusioni-acquisizioni assumono peculiarità ed importanza della stessa intensità, o simile, di quelle caratterizzanti le altre economie occidentali. Il ritardo ha fatto in modo che si accumulasse un gap che è riscontrabile sia con riferimento al ritardo nell'introduzione di una normativa anti-trust che nella presenza di un numero ristretto e limitato di studi empirici sulla materia. Per un approfondimento si veda per tutti Giannetti R., Vasta M., (a cura di), *L'impresa italiana nel novecento*, Bologna, 2003, p. 7 ss.

⁹ Si ricordi fin da subito che il termine fusioni ed acquisizioni (M & A) si riferisce a l'aspetto giuridico, fiscale, economico, strategico, di finanza d'impresa e di gestione che trattano la fusione, l'acquisto, la vendita e la combinazione di imprese; tali operazioni sono usate spesso permettere la crescita delle imprese evitando la creazione di una nuova entità commerciale.

verticale)¹⁰.

Un'operazione di M&A si definisce correlata quando coinvolge due aziende che operano nelle stesse aree di *business*; si definisce invece verticale se, a seguito dell'operazione, l'attività si estende verso stadi precedenti o successivi di quella già svolta; infine si definisce conglomerata quella operazione che vede protagoniste due aziende che operano in differenti linee d'affari.

Da un punto di vista prettamente pratico, le operazioni oggetto di analisi si sostanziano nel passaggio del controllo di un'impresa ad un'altra impresa realizzando così una singola entità giuridica¹¹. Tale operazione viene perseguita nell'ottica di conservare, conquistare o potenziare un vantaggio competitivo. La crescita esterna consente, d'altro canto, di centrare gli obiettivi di carattere strategico in tempi più rapidi rispetto ai programmi di investimento pluriennali interni, destinati ad essere circondati da un'alea di incertezza riguardo il loro esito e a dare i loro frutti in tempi più estesi. Altro aspetto da considerare è la possibilità di garantire una gestione combinata più efficiente delle risorse, dedicando tempo e competenze a

¹⁰ Per un approfondimento in materia vi sono numerose fonti tra le quali si ricordano: Lantino S., *Acquisizioni di aziende e partecipazioni*, Milano, 2002, p. 23 ss; Bonelli F., De Andrè F., (a cura di), *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari e di riferimento*, Milano, 1990, *passim*; Pettarin G., *Acquisizione, fusione e scissione di società*, Milano, 1992, *passim*; Angeligi C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2 ed., Padova, 2006; Armbruster C., *Diritto societario, in Europa regole più vicine*: pagina norme e tributi rubrica diritto e impresa, in *Il sole 24 ore*, 20 gennaio 2008; Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Il manuale delle operazioni straordinarie*, Ipsoa, 2004; Bruni G., *Fusioni e scissioni*, Torino, 1997; Campobasso G. F. *Manuale di diritto commerciale*, Milano, 2006; Coda V., *Orientamento strategico d'impresa*, Milano, 1998; Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione, delle società. Aspetti civilistici, contabili e fiscali delle operazioni straordinarie*, in *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2004; AA.VV. Abbadessa P., Portale G. B. (diretto da) *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Milano, 2004; Cortesi A., *La gestione del processo di integrazione nella fusione e acquisizione*, Pearson Business, 2008; Perrotta R., Garegnani G. M., *Le operazioni di gestione straordinaria d'impresa*, Milano, 2001; Sicca L., *La gestione strategica dell'impresa*, Padova, 2001; Tesauro F., *Istituzioni di diritto tributario*, Torino, Vol. I e II, 2008; Dreatta U., *La fase negoziale nei contratti internazionali di Mergers e Acquisitions: rassegna della prassi internazionale*, in Scognamiglio G., *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Milano, 2001; Manzini A., *Strumenti giuridici e metodologie nell'acquisizione di società*, in Motta A. (a cura di), *Manuale delle acquisizioni d'impresa*, Il Sole 24 Ore, 2003.

¹¹ Cfr. sul punto Marcello R., Ivone M., Loia A. M., *I gruppi e il consolidamento dei bilanci*, Napoli, 2007, *passim*.

quelle attività che costituiscono il *core business* e nelle quali si è già raggiunto un notevole margine di esperienza e realizzando al tempo stesso il proprio processo di crescita mediante l'acquisizione di personale, processi produttivi, *know-how* già disponibile nell'azienda acquisita; in tal modo è possibile eliminare quei rischi connessi allo sviluppo di attività che si decide di intraprendere per la prima volta.

Infine l'acquisizione di un'azienda talvolta può rappresentare l'unica via per realizzare un processo di crescita, soprattutto in relazione a quei settori caratterizzati da barriere all'entrata o dal rilascio di autorizzazioni o concessioni per lo svolgimento dell'attività, difficili da ottenere se non al costo di sacrifici particolarmente onerosi. Lo stesso discorso può interessare anche l'ambito dei mercati esteri, per i quali spesso solo le imprese locali sono in possesso dei requisiti necessari per ottenere il successo competitivo. A tal fine, è necessario sottolineare come, le unificazioni di mercati territoriali inizialmente separati, possono spingere le imprese ad una crescita dimensionale che può essere diversa secondo l'obiettivo che ciascuna di essa si propone. Così ad esempio alcune imprese puntano esclusivamente ad un mercato locale e vogliono restare piccole, come avviene ad esempio con l'impresa individuale di distribuzione al dettaglio. Altre operano in mercati di nicchia e possono dunque restare medio piccole, come ad esempio la maggior parte di quelle che producono arredi di *design* oppure prodotti gastronomici tipici. Altre ancora possono e vogliono contare su mercati mondiali e su numeri elevatissimi di consumatori e debbono perciò avere dimensioni necessariamente maggiori, come avviene ad esempio con le imprese multinazionali bancarie o assicurative¹².

L'impresa acquirente deve necessariamente comprendere, analizzare e studiare

¹² Sulle diverse crescite dimensionali delle imprese si vedano tra gli altri: Cortesi A., *La crescita della piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Torino, 2004, p. 11 ss.; Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, 2006, p. 11 ss.

l'impresa *target* e il suo mercato, i rischi associati alla transazione oltre che l'impatto finanziario e strategico dell'operazione sul proprio *business*. Il primo passo da intraprendere, lungo il cammino che porta alla giusta decisione, è valutare se l'azienda che si vuole acquisire sia effettivamente meritevole dell'operazione; a tal fine sarà necessario estrapolare dai vari studi, ricerche, analisi e documenti contabili, il *fair value* dell'impresa per determinare come questa possa migliorare la redditività complessiva e creare valore. Una volta stabilito il *fair value*, inteso come il valore attuale dei flussi di cassa futuri, sarà opportuno considerare quanto è necessario pagare per acquisire la *target company*, in relazione alle richieste espresse dai suoi azionisti. Perché un'offerta abbia successo, dovrà inglobare il *fair value* precedentemente determinato più un *premium* per il controllo.

Nell'esaminare l'opportunità di acquisire un'altra impresa inoltre, si dovrà tenere conto delle sinergie che dall'operazione possono scaturire. Queste possono essere di costi (riduzione di costi incrementali) o di ricavi (aumento della redditività derivante dalla vendita di più prodotti).

Nel momento della decisione relativa alla valutazione della convenienza dell'acquisizione di un'altra impresa e nello stabilire quanto pagare per essa, ci sono inoltre una varietà di fattori di carattere qualitativo da esaminare, oltre quelli più squisitamente quantitativi. Questi fattori attengono soprattutto all'analisi della situazione macroeconomica, alla sostenibilità dell'operazione rispetto alla propria strategia di *business*, al modo in cui i due *business* verranno combinati congiuntamente.

È importante infine analizzare una serie di considerazioni tattiche, poiché tali elementi sono importantissimi quando si pianifica un'offerta per l'acquisizione di

un'impresa.

Un'importante decisione per l'impresa acquirente riguarda come approcciare l'impresa *target*, in altre parole su basi amichevoli o in maniera ostile. L'approccio amichevole prevede il raggiungimento di un accordo con la partecipazione del consiglio di amministrazione dell'impresa acquisita; con un approccio ostile invece, l'impresa acquirente propone direttamente la sua offerta agli azionisti scavalcando il vertice aziendale dell'impresa obiettivo. L'approccio ostile è attuato con due modalità differenti: con la guerra delle deleghe, vale a dire chiedendo agli azionisti della *target company* le deleghe per votare in loro sostituzione, oppure con un'offerta diretta agli azionisti in cambio delle loro azioni. In quest'ultimo caso il *management* dell'azienda può suggerire ai propri azionisti di accettare le condizioni proposte (acquisizione amichevole), oppure può contrastare l'acquisizione (nel qual caso essa si definirà ostile).

La crescita delle dimensioni di un'impresa può avvenire in vari modi, di cui si fa un rapido cenno sulle principali modalità. Nella maggior parte dei casi essa è il risultato di uno sviluppo dell'impresa dall' "interno", o di una o più operazioni di concentrazione, o di un percorso misto che combini i primi due: e le concentrazioni tra imprese possono naturalmente essere realizzate con le diverse tecniche note alla disciplina ed agli studi antitrust, e così in sintesi possono avvenire quando un'impresa acquisisce una partecipazione di controllo nel capitale sociale di un'altra, o ne acquista l'azienda o rami particolari di essa, o ne assume il controllo in base ad ulteriori tipi di contratti¹³. In altri casi l'impresa si limita ad acquisire una

¹³ Ciò che può avvenire ad esempio con la stipulazione dei c.d. accordi di dominazione, delle convenzioni con istituti di credito rivolti al risanamento delle imprese in crisi, etc.. La letteratura sul controllo contrattuale esterno è vastissima, si vedano per i dovuti approfondimenti: Musso E., *Il controllo societario mediante "particolari vincoli contrattuali"*, in *Contratto e impr.*, 1995, p. 19 ss.;

partecipazione non di controllo in una o più società diverse, per avviare con esse una collaborazione 'produttiva' che può agevolare la crescita del suo volume di affari e delle sue dimensioni.

Di notevole rilievo possono essere anche le ragioni finanziarie sottese all'acquisizione di una società; ciò può avvenire quando una società bersaglio viene acquisita al solo scopo di rivenderla una volta ristrutturata ad un prezzo superiore rispetto a quello versato. E quest'ultima ipotesi evidenzia che gli obiettivi di uno "strategic buyer" e quelli di un "financial buyer" possono divergere sensibilmente¹⁴.

Oggigiorno le operazioni economicamente più rilevanti e giuridicamente più interessanti riguardano tuttavia le imprese medio grandi o grandi¹⁵, poiché comportano problemi di altrettale complessità e vedono l'intervento non solo dell'impresa acquirente, dei soci che devono cederle le partecipazioni del caso (e che qui di seguito saranno spesso ricordati per brevità come "i soci cedenti"), e dell'impresa acquisita, ma anche quello di uno o più *advisor* e talvolta di alcune categorie di soggetti ulteriori.

Le operazioni di acquisizione esprimono le dinamiche del mercato e rientrano *in*

Lamandini M., *Il "controllo". Nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995, *passim*; Tonello M., *Il contratto di dominio nei gruppi di società: e se ne ritenissimo l'esame di meritevolezza?*, in *Contratto e impr.*, 1995, p. 1078 ss.; Notari M., *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, p. 367 ss.; Pavone La Rosa A., *Divagazioni in tema di «controllo» e «gruppo» nelle aggregazioni societarie*, in *Contratto e impr.*, 1997, p. 508 ss.; Sbisà G., *Società controllate e società collegate*, in *Contratto e impr.*, 1997, p. 339 ss.; Musso E., *Licenze di proprietà industriale e clausole di dominazione: alcuni recenti sviluppi del controllo contrattuale*, in *Contratto e impr.*, 1999, p. 351 ss.; Rimini E., *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, *passim*; Boggio L., *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007, *passim*.

¹⁴ Sul punto si vedano: Frankel M., *Mergers and acquisitions basics. The key steps of acquisitions, divestitures and investment*, Wiley, New Jersey, 2005, p. 7 ss. Sui diversi obiettivi delle le acquisizioni si vedano tra gli altri: Cortesi A., *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione di valore*, Milano, 2000, p. 59 ss.; Capizzi V., *Gli intermediari finanziari e i servizi a supporto delle acquisizioni aziendali*, in *Corporate e investment banking*, a cura di Forestieri G., Milano, 2005, p. 346 ss.; Sherman A., Hart M., *Mergers & acquisitions from a to z*, Amacom, New York, 2006, 2 ed., p. 12 ss. e p. 40 ss.

¹⁵ Sul punto si veda per tutti Dezalay Y., *I mercanti del diritto. Le multinazionali del diritto e la ristrutturazione dell'ordine giuridico internazionale*, a cura di Raiteri M., Milano, 1997, p. 99 ove si osserva che: "oggi giorno le acquisizioni sono in gran parte di grandi dimensioni (mega deals) e tali per cui anche le "grandi imprese sono diventate possibili prede".

primis negli ambiti propri della libertà di iniziativa economica e dell'autonomia contrattuale, nonostante questo o quell'aspetto dell'operazione possano essere regolati anche da discipline pubblicistiche. E la pratica conosce perciò una varietà ricchissima di modi di procedere alle acquisizioni, di regolamenti contrattuali delle medesime, di soggetti che vi intervengono¹⁶.

3. UN ESAME DELLE SCELTE ECONOMICHE AZIENDALI COSTITUTIVE DI UN'ESTENSIONE VERTICALE ED ORIZZONTALE. LE STRATEGIE DI PORTAFOGLIO

Ogni impresa nasce e si sviluppa in funzione di un disegno strategico definito a livello imprenditoriale. È dall'imprenditore che parte la “*business idea*”, ossia l'intuizione del mercato o dei mercati in cui inserirsi per sfruttare al meglio le risorse strategiche possedute. Tuttavia, proprio per quella che è la finalità dell'impresa di perdurare nel tempo attraverso l'implementazione di processi di crescita e di creazione del valore, è difficile che conservi le caratteristiche gestionali e strutturali nel tempo.

Molto spesso non è agevole individuare i motivi che spingono un'impresa a fondersi o ad acquisirne un'altra. Alcune realtà dimostrano come occorre considerare l'operativo intreccio di numerose variabili strategiche: a livello estensivo le imprese possono procedere ad un'acquisizione per divenire più grandi rispetto ad altre, ciò avverrà chiaramente quando esse riusciranno ad attrarre il maggior numero di funzioni possibili svolte al loro interno (estensione interfunzionale), oppure altre

¹⁶ Per un approfondimento si veda Maynard T., *Mergers and acquisitions: cases, materials and problems*, 2008, USA, p. 13-14.

imprese potranno decidere di acquisirne altre per ampliare le aree strategiche di affari o di combinazioni economiche parziali (estensione orizzontale, diversificazione) o per diversificarsi maggiormente nelle fasi produttive svolte al loro interno (integrazione verticale, a monte e a valle)¹⁷.

L'economia aziendale mostra la costante attenzione degli studiosi sulle "aziende" e sul fenomeno della "creazione di valore". "Creare valore" per un'azienda significa operare al fine di realizzare le redditività dell'azienda medesima e mantenerla costantemente durante tutta la vita della stessa. In altri termini la "creazione di valore" è la ragione per la quale si costituisce e si rende operativa una nuova azienda ed il fine che la stessa deve costantemente perseguire; come l'incapacità di creare valore è la ragione che ne decreta la fine. Per questo motivo, è necessario considerare il fenomeno dell'estensioni aziendali sotto l'ottica generale della creazione di valore che è pertanto l'obiettivo che si deve porre l'impresa e che le consente la possibilità di produrre un reddito per i propri azionisti, di soddisfare i propri *stakeholders*, ma anche di partecipare alla produzione di risorse per la collettività, contribuendo così al benessere sociale¹⁸.

¹⁷ Fin dal suo sorgere, la conquista dei mercati, l'ampliamento dei volumi, l'introduzione di nuovi prodotti sono per l'impresa, spinte naturali e inarrestabili che comportano quasi sempre la ricerca di maggiori dimensioni. Tutto ciò, porta inevitabilmente cambiamenti nella strategia iniziale, inducendo il management a formulare delle strategie di sviluppo che, a seconda dei casi, potranno condurre lontano dall'attività fondamentale oppure potranno indurre ad insistere nel "*core business*" attuale. Le alternative disponibili, sono quindi rappresentate da percorsi che o aumentino il peso delle attività già esercitate (concentrazione) o estendano il portafoglio prodotti/mercati (diversificazione) o ancora espandano il mercato oltre i confini nazionali (internazionalizzazione). La scelta tra le varie strade dipende dall'attrattività, dal ritmo di espansione, dalla redditività, relativi al settore in cui l'impresa opera o intende operare e, ovviamente, dalle competenze distintive in possesso della stessa. Si vedano sul punto fra gli altri: Airoidi G., Brunetti G., Coda V., *Corso di Economia Aziendale*, Bologna, 2005, p. 411-436; Motta M., Polo M., *Antitrust. Economia e politica della concorrenza*, Bologna, 2005, p. 165 ss.

¹⁸ In dottrina si vedano alcuni importanti contributi fra i quali si ricordano: Baglieri E., *Edevelopment: sviluppare nuovi prodotti alla velocità della rete*, in *Economia & Management*, n. 3, 2000, p. 44; Lorenzoni G., *Accordi tra imprese e posizionamento strategico*, in Lorenzoni G., (a cura di), *Accordi, reti e vantaggio competitivo: le innovazioni nell'economia d'impresa e aspetti organizzativi*, Milano, 1992; Moro B., *Fondamenti di macroeconomia*, Vol 1, *i postulati e i modelli di base*, Torino, 2003, p.

Come riprova di quanto suesposto, basta ricordare che da molti anni uno degli obiettivi prioritari delle imprese è la massimizzazione della creazione di valore, nozione con la quale si intende di solito una creazione di valore azionario. In effetti, nell'approccio finanziario tradizionale, il valore creato è equiparato alla rendita che ricevono gli azionisti, che corrisponde sostanzialmente a quello che percepiscono oltre al loro costo opportunità (che è quello del costo dei fondi propri), raggiunto con il modello del MEDAF (Modello d'Equilibrio degli Attivi Finanziari). C'è quindi una creazione di valore se la redditività economica degli investimenti è superiore al costo medio ponderato del capitale.

Le diverse operazioni economiche, in particolar modo le acquisizioni e le fusioni, rilevano un'estesa variabilità e il successo della loro attuazione dipende dal coordinamento che interessa i diversi settori: la ricerca, lo sviluppo, il marketing, la contabilità, la finanza, la gestione del personale, ecc. Considerando ciò, si possono tuttavia individuare i criteri guida che i vertici aziendali seguiranno nel condurre un'operazione di acquisizione e fusione con altre società. Un primo criterio è determinato dalla crescita in termini di maggiore efficienza ed economicità: accelerare il processo di crescita è probabilmente uno dei motivi più ricorrenti alla

65; Donna G.; *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Milano, 1999, p. 25; Montrone A., *Il valore aggiunto nella misurazione della performance economica e sociale dell'impresa*, Ed. Franco Angeli, 2000, p. 124. Si è occupato di creazione di valore nelle imprese anche Melis A., *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Milano, 2002, p. 11-19. In particolare si cita il contributo di Del Pozzo A., *Gli indicatori del processo del valore e le relazioni con gli stakeholder, mutamenti di prospettiva*, Torino, 1996, p. 5 e p. 79, secondo cui: "le imprese rivestono il ruolo di cellula fondamentale del sistema economico per la creazione della ricchezza". Inoltre l'Autore riconosce che "sul piano economico le ricompense sono riconducibili agli azionisti, ai prezzi pagati ai fornitori, ai beni ceduti ai clienti, agli interessi pagati ai finanziatori, ecc.. Sul piano sociale le ricompense si riferiscono alla soddisfazione sociale che i diversi partecipanti ricevono per effetto della partecipazione all'impresa". Per ulteriori approfondimenti si veda altresì Broglia A. Guiggi G., *La concettualità dell'azienda per la consapevole creazione di valore*, Torino, 2001, p. 109 ove si afferma che: "solo quando l'attività aziendale permette il realizzarsi, stabile e durevole, dell'eccedenza tra il valore "ottenuto" e quello "consumato", si può fondatamente ritenere che essa, espletando il suo compito di natura economica, assolva anche ad una funzione socialmente rilevante".

base delle operazioni di M&A. Espandere il proprio *business* in maniera sostanziale con una sola transazione è certamente molto allettante per gli operatori economici¹⁹.

Una rapida crescita attraverso un'acquisizione presenta tanti vantaggi. Oltre che consentire all'azienda acquirente di esternalizzarsi acquisendo una propria quota di mercato, ci sono altre considerazioni da sviluppare che variano secondo il caso specifico²⁰. Per esempio, per un'azienda profittevole operante in un mercato con un basso tasso di crescita, potrebbe avere senso investire i *cash flows* in eccesso in un settore con più elevate potenzialità di sviluppo. Ancora, il proprio mercato potrebbe essere saturo, o semplicemente troppo piccolo, per accogliere ulteriori investimenti. Infine, sempre riguardo alla crescita, l'acquisizione potrebbe manifestarsi come una decisione necessaria perché l'impresa acquirente raggiunga quella dimensione indispensabile per competere nel proprio mercato con le aziende concorrenti, oppure per raggiungere economie di scala.

La crescita potrebbe realizzarsi, inoltre, anche in relazione all'acquisizione di un'azienda fornitore/cliente chiave in modo tale da poter estendere il proprio dominio sul mercato di un dato prodotto finito e beneficiare di meno condizionamenti e dipendenza verso soggetti esterni.

Un altro criterio importante è dato dal fattore tecnologico. In tale ipotesi rientrano

¹⁹ Talvolta il desiderio del *management* di governare un intero mercato e creare un impero, o quello di battere un potenziale rivale dell'acquisizione, piuttosto che ottenere semplicemente l'attenzione dei media, può giocare un ruolo decisivo nella decisione di acquisire un'azienda. Può accadere che queste ragioni psicologiche finiscano col prevalere su quelle economiche, e tanto più in relazione ad un manager dalla personalità spiccatamente ambiziosa e determinata.

²⁰ Lo sviluppo per linee esterne, consiste nell'espansione della propria attività, non con l'utilizzo delle risorse e delle competenze di cui già si dispone ma, attraverso il loro acquisto all'esterno. Ciò è possibile grazie ad operazioni quali fusioni, acquisizioni e varie forme di alleanze con altre imprese (ad esempio: venture capital, accordi di *licensing* o *franchising*). Quella esterna è la strada più veloce per attuare lo sviluppo, ma al contempo è anche quella irreversibile in tempi brevi e più rischiosa, dato l'ingente investimento di risorse richiesto. Per approfondimenti in materia si vedano: Del Bosco B., *Lo sviluppo internazionale delle imprese attraverso la crescita esterna*, Milano, 2005, *passim*; Hitt A. M., Harrison J. S., Ireland R. D., *Mergers and acquisitions*, New York, Oxford University Press, 2001, *passim*; Barney Jay B., *Risorse, competenze e vantaggi competitivi. Manuale di strategia aziendale*, Milano, 2006, *passim*.

considerazioni di rilevanza strategica a livello di produzione; infatti, un'azienda con un livello di tecnologia superiore può avere interesse ad acquisirne un'altra per sfruttare le proprie competenze tecnologiche in altri mercati; di converso, un'azienda tecnologicamente inferiore potrebbe intraprendere un'operazione di M&A con un'altra impresa tecnologicamente superiore per accrescere la posizione competitiva nel proprio mercato. L'impresa acquirente può deliberatamente selezionare una *target company* tecnologicamente inferiore che, proprio a causa della sua arretratezza tecnologica, sta perdendo quote di mercato, e dunque valore, nel proprio settore di *business*. Iniettando la tecnologia di cui si è in possesso nell'azienda acquisita, si raggiunge il duplice obiettivo di migliorare la posizione competitiva e la profittabilità complessiva. Alternativamente, un'azienda potrebbe decidere di acquisirne un'altra con un più alto tasso di tecnologia proprio al fine di sfruttare questi vantaggi tecnologici nella propria area di *business* senza dover impiegare ingenti somme di denaro nella ricerca e nello sviluppo di nuove tecnologie²¹. In merito al quesito circa la convenienza dello sviluppo tecnologico interno, rispetto allo sviluppo tecnologico mediante acquisizioni, se si esamina la prospettiva dei “tempi per l'acquisizione di nuova tecnologia” si deduce che i tempi interni sarebbero più lunghi. Infatti con l'acquisizione di nuove piccole aziende con tecnologie innovative ed intensi processi di crescita il processo di sviluppo tecnologico è molto più veloce e permette

²¹ Pertanto, da una prospettiva di “apprendimento tecnologico”, sono preferibili le operazioni di concentrazioni poste in essere allo scopo di apportare alla grande impresa la cultura innovativa della nuova piccola impresa. Si tratta delle cosiddette “acquisizioni educative”. Nella realtà aziendale si riscontrano abbastanza frequentemente acquisizioni di piccole imprese, innovative sul piano tecnologico, da parte di grandi aziende operanti in settori caratterizzati da tecnologie mature. Tali operazioni dette operazioni di “*corporate venture capital*” vengono effettuate con il duplice scopo di realizzare plusvalenze con la successiva cessione del capitale acquisito ed al tempo stesso assorbire tecnologia durante il tempo di partecipazione. Sul punto si vedano tra gli altri: Invernizzi G., Molteni M., Sinatra A., *Imprenditorialità interna*, Torino, 1988, *passim*; Lantino S., *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, Ipsoa, 2007; Gagliardi G., (Pricewaterhouse Coopers), *Valutare il processo di M&A*, articolo pubblicato su *Amministrazione & Finanza*, n. 12, 2003; Civerra E., *Le operazioni di fusione e di scissione*, Milano, 2003, *passim*.

l'acquisizione di un vantaggio competitivo in anticipo sui concorrenti.

La scelta di pervenire ad un'operazione di M&A può essere condizionata anche dall'operatività di due concetti chiave: la massa critica e le c.d. sinergie aziendali.

Per comprendere meglio la relazione fra massa critica e acquisizione occorrerebbe osservare che quest'ultima risponde a un bisogno di aumento delle dimensioni dell'impresa. La relazione che collega acquisizione a dimensioni dell'impresa non è quindi diretta, ma passa per il concetto di massa critica. Il concetto di massa critica è essenzialmente relativo al settore in cui l'impresa opera, ed è scomponibile in componenti elementari²². Si ha una massa critica iniziale, che assicura il livello di investimenti minimo necessario per l'ingresso in un nuovo *business* ed è correlata in genere al livello delle barriere all'ingresso; in termini di dimensione dell'impresa ci si riferisce spesso “alla quota di mercato critica”, cioè alla quota che occorre raggiungere fin dall'ingresso in un settore per evitare di essere posti in posizione marginale o di essere obbligati a uscire. In seguito è necessario mantenere un livello di investimenti, di impiego di risorse e di quota di mercato sufficiente per conservare una posizione conveniente nel sistema competitivo; tale livello definisce la massa critica di supporto. Questa seconda componente è ulteriormente scomponibile in tre parti: 1) massa critica di ricerca e sviluppo necessaria per mantenere l'impresa al passo con il tasso di innovazione del sistema competitivo in cui essa opera; 2) massa critica di *marketing*, definita come livello di spesa minimo necessario a realizzare i volumi di fatturato che assicurino il punto di pareggio; 3) massa critica operativa, cioè il livello di produzione che consente di mantenere i costi e i prezzi a livello di

²² Per approfondimenti si vedano: Andrade G., Stafford E., *Investigating the economic role of mergers*, in *Journal of Corporate Finance*, 10, 2004, p. 1–36; Andrade G., Mitchell M., Stafford E., *New evidence and perspectives on mergers*, in *Journal of Economic Perspectives*, 15, 2001, p. 103–120; Maksimovic V., Phillips, G., *The market for corporate assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?* in *Journal of Finance*, 56, 2001, p. 2019–2065.

pareggio.

È utile però, quando si parla di massa critica, ricorrere all'individuazione di una pluralità di parametri, tutti centrati su due elementi: la quota di mercato e il livello delle risorse che è necessario impiegare. Il primo elemento fa riferimento alla dimensione operativa dell'impresa, il secondo richiama la dimensione strutturale. Si tratta dunque di un concetto articolabile e variabile. L'articolazione dipende dal fatto che il terreno competitivo è scomponibile in porzioni, e questa possibilità di segmentazione rende possibile la presenza di due soglie di massa critica, una operante per le piccole imprese e l'altra significativa per le imprese maggiori.

La variabilità è connessa ai comportamenti competitivi degli altri attori, che possono contribuire, con le loro decisioni in tema di livelli di investimento, di delimitazione e segmentazione del raggio d'azione, a ridurre o a incrementare il livello di massa critica. Da ultimo si consideri come sia necessario non solo definire i livelli di massa critica operanti in dati settori, ma anche valutare e prevedere le variazioni di massa critica, cioè i nuovi livelli da raggiungere se l'azienda vuole evitare di assumere posizioni marginali. Fra le principali determinanti di tali variazioni si ricordano i comportamenti competitivi e i mutamenti del tasso di innovazione del settore.

Le brevi considerazioni sul concetto di “massa critica” consentono di mettere ordine fra le determinanti delle politiche di acquisizione e di cessione. Come premessa tutte le acquisizioni motivate dalla necessità di attingere maggiori dimensioni hanno ragione di esistere solo se: *a*) in un dato settore esiste un livello di massa critica e l'azienda non l'ha ancora raggiunto; *c*) si prevedono variazioni nel livello di massa critica cui l'azienda dovrà rispondere con l'aumento delle proprie

dimensioni; *d*) una politica di acquisizione costituisce la soluzione più conveniente al problema di aumento delle dimensioni.

Analogamente, il concetto di massa critica, e il concetto collegato di “efficacia marginale dei livelli di spesa” possono spiegare le politiche di disinvestimento e scorporo con o senza cessione. Innanzitutto, se non si individuano valide alternative all'aumento dimensionale richiesto dal livello di massa critica, e se non sono possibili politiche di segmentazione, il disinvestimento o lo scorporo con successiva cessione rappresentano le uniche soluzioni che consentono di mantenere il livello di economicità dell'impresa. Infine, l'attenzione alla massa critica consente di chiarire come almeno una parte del prezzo di acquisizione di un'azienda sia determinata dal vantaggio di posizionamento rispetto ai concorrenti che l'azienda acquisitrice otterrebbe dall'operazione; tale vantaggio si sostanzia o nel superamento del livello di “massa critica”, o nell'innalzare il livello assoluto di essa ponendo così i concorrenti in posizione marginale.

Per quanto concerne invece il concetto delle sinergie, la funzione assegnata a tali elementi valutativi, dimostratasi tra l'altro particolarmente fallace, si riferisce ad un sistema teorico di concetti per il quale, nella corrente pratica di M&A, si assume che i benefici collettivi derivanti dall'unione delle risorse e delle forze di due imprese sono superiori e maggiori rispetto alla separata esistenza delle stesse²³. Le assunzioni

²³ Le sinergie sono un concetto frequentemente utilizzato per spiegare le politiche di acquisizione: non di rado infatti esse sono considerate una determinante non trascurabile del prezzo di acquisizione, nel senso che contribuiscono a spiegare la differenza fra il valore dell'azienda "autonoma" e il valore dell'azienda inserita nella combinazione economica dell'acquirente (tale differenza è talvolta indicata come premio di acquisizione). Si dice che un'acquisizione produce sinergie se la gestione, più o meno strettamente integrata, delle combinazioni produttive dell'azienda acquisita, coordinata con quelle dell'azienda acquisitrice, consente una riduzione delle risorse impiegate o un miglioramento dei risultati, come ad esempio delle prestazioni offerte ai clienti. Le sinergie non derivano solo da interrelazioni tangibili fra combinazioni produttive particolari, ma anche dalla presenza di interrelazioni intangibili, legate all'accumulo, alla combinazione e al trasferimento del patrimonio conoscitivo fra le aziende integrate in seguito a un'acquisizione. Per i dovuti approfondimenti si veda

fatte riguardo alle sinergie però, frequentemente hanno un modo infelice di essere testate nella pratica. L'idea che esistano delle sinergie tra due aziende, in un certo senso, è connessa a ragioni di sottovalutazione o sottoutilizzazione di *assets*. L'assunzione che è fatta nel “*merger-acquisition process*” è che questi *assets* potrebbero essere sfruttati meglio dopo l'integrazione tra le due imprese; questo significa che la vendita totale o parziale di *assets* non considerati necessari, non sempre si presenta come il rimedio ottimale, e tanto più quando questi possono rappresentare elementi di sinergia in un processo di M&A²⁴.

Un elemento assai importante da considerare per la buona riuscita di un'estensione orizzontale di un'azienda, è altresì dato dalla diversificazione del rischio e dal contenimento dei costi. In questo senso, potrebbe configurarsi un'acquisizione che abbia lo scopo di ridurre i rischi assumendo sotto il proprio controllo un'area di *business* diversa da quella caratteristica dell'azienda acquirente. Secondo tale prassi, che nel linguaggio odierno viene denominata “strategia di portafoglio”, le imprese possono garantire ai propri *stakeholders* un certo livello di *performance* reddituali acquisendo un'altra impresa che sia caratterizzata da andamento ciclico opposto: in questo modo, quando un'azienda cresce l'altra va giù e viceversa. Attraverso la diversificazione del rischio si ottiene la stabilizzazione dei dividendi. La diversificazione può riguardare le linee di prodotto, la riduzione del rischio sistematico o può essere di carattere geografico. In linea generale dunque,

oltre sul testo del presente lavoro, per quanto concerne la dottrina si vedano: Negri, L., *La gestione del processo innovativo: strumenti ed ambiti di applicazione*, in: *Studio e Ricerca*. CNR, 1991, n. 3; Manzini A., *Strumenti giuridici e metodologie nell'acquisizione di società*, in Motta A. (a cura di), *Manuale delle acquisizioni d'impresa*, Il Sole 24 Ore; Poddighe F., *Manuale di tecnica professionale: valutazione d'azienda, operazioni straordinarie, controllo legale dei conti, reddito d'impresa ed IRAP*, 2000, Milano, *passim*.

²⁴ Per un approfondimento sulle sinergie aziendali alla luce delle esperienze maturate nell'ambito della prassi, si vedano per tutti: Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, Milano, 2000, *passim*; Brugger G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing ed alla tecnologia*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1989.

talune acquisizioni sono realizzate per essere meno assoggettati al rischio di dipendere oltremodo da un singolo mercato²⁵.

Per poter comprendere appieno la dinamica sottesa all'attuazione di una strategia di portafoglio in grado di garantire dei vantaggi competitivi a livello di area strategica di affari (ASA), occorre considerare alcuni aspetti di primaria importanza. Innanzi tutto è necessario, come si è già detto, un bilanciamento nell'assorbimento delle risorse finanziarie in modo da garantire l'integrità patrimoniale dell'azienda che acquisisce. Uno degli elementi più importanti che influenzano tale attitudine è rappresentato dalla fase del ciclo di vita del prodotto. Una strategia equilibrata di portafoglio dovrebbe infatti basarsi su una continuità fra i diversi livelli di sviluppo delle ASA, in tal modo l'azienda dovrebbe operare utilizzando gli introiti avuti dalla vendita di prodotti ormai affermati sul mercato di riferimento per finanziare quei prodotti che invece si trovano in una fase produttiva iniziale o di primo sviluppo²⁶.

Un altro elemento da prendere in considerazione nelle operazioni di M&A è altresì rappresentato dalla posizione competitiva dell'impresa. Un'area strategica di affari potrà avere una maggiore redditività a seconda del livello ottimale o meno, sia

²⁵ Cfr. per tutti, lo storico contributo di Ansoff H. I., *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*, New York, 1965. In particolare, un problema molto diffuso in materia di strategie di portafoglio è ricondotto alla prevalenza delle considerazioni finanziarie rispetto alla ricerca delle sinergie fra le diverse attività e all'orientamento, presente in molti vertici aziendali, a considerare la strategia di portafoglio relativamente scollegata rispetto all'acquisizione di vantaggi competitivi a livello di area strategica di affari (ASA). Per un approfondimento in questo senso si vedano Invernizzi G., *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, Milano, 1999; Donna G., *L'impresa multibusiness. La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, 2003.

²⁶ La scelta dei settori è fondamentale per l'efficacia nel lungo periodo della strategia a livello aziendale. È stato ampiamente dimostrato che valutando la redditività dei settori si possono prevedere le probabilità di successo dell'azienda non solo per quanto riguarda le imprese *monobusiness*, ma anche nel caso di aziende diversificate. Per degli approfondimenti, si vedano nell'ambito della dottrina tradizionale i contributi di: Leavitt H. J., *Exploit the Product Life Cycle*, in *Harvard Business Review*, novembre-dicembre, 1964; Buzzel R. D., *Competitive Behaviour and Product Life Cycles*, in *New Ideas for Successful Marketing*, a cura di Wright J., Goldstucker J., Chicago, III, American Marketing Association, 1966; Cox W. J.r., *Product Life Cycles as Marketing Models*, in *Journal of Business*, ottobre, 1967; Polli R., Cock V., *Validity of The Product Life Cycle*, in *Journal of Business*, 42, ottobre, 1969; Vernon R., *International Investment and International Trade in the Product Cycle*, in *Quarterly Journal of Economics*, 80, 1966, p. 190-207.

della struttura del sistema competitivo che della posizione strategica occupata. Difficilmente un'azienda potrà conseguire elevati profitti operando un'acquisizione di un'altra società che non presenta un elevato livello di competitività, e non occupi altresì una buona posizione strategica di mercato.

Nell'ambito delle acquisizioni un altro elemento da non sottovalutare riguarda il personale qualificato e l'*intangibles* che direttamente lo riguarda. Acquisire un *business* già operante è spesso un modo per acquisire specifici *assets*, compresi *intangible assets*, che altrimenti non potrebbero essere disponibili per l'azienda acquirente. Per esempio, la *target company* potrebbe possedere tecnologie, reti di mercato, contratti, o altre risorse, che sarebbero molto difficili da duplicare per l'azienda acquirente e che quest'ultimo spera di poter utilizzare in maniera più profittevole rispetto a quanto faccia attualmente il venditore. In molti casi, questi tipi di *intangible assets* non sono niente più che un gruppo di individui, talvolta gli stessi individui proprietari del *business* che si vuole acquisire. Si tratta di persone che hanno conoscenze, *training* ed esperienze di cui l'acquirente necessita. In questi casi, la chiave per l'acquisizione consiste nell'abilità di essere in grado di allettare il personale assicurando loro una serie di incentivi e benefici²⁷.

Per quanto concerne infine l'estensione verticale fra aziende, si deve considerare che per produrre un bene finale è necessaria una lunga catena di fasi e di processi che iniziano dall'approvvigionamento delle materie prime, e terminano poi con la vendita

²⁷ Per un approfondimento in dottrina si vedano tra gli altri: Zambon S., *La comunicazione degli intangibles e dell'intellectual capital: un modello di analisi*, in *Quaderni AIAF*, n. 106/2002; Pozza L., *Le risorse immateriali: profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, Milano, 1999; Nencioni G., Perfumo S., *Gestire le risorse immateriali per governare il rischio e l'incertezza*, in *La valutazione delle aziende*, n. 30/2003; Della Bella C., *Investimenti in attività immateriali e strutture finanziarie aziendali*, in *Sinergie*, n. 30/1992; Brugger G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, in *Finanza, marketing e produzione*, n. 1/1989; Brioschi F., D'Amico E., Paleari S., *Il metodo "misto" di valutazione di un diritto di concessione*, in *La valutazione delle aziende*, n. 12/2001; Ferrata R., *La valutazione dei cespiti immateriali*, in *La valutazione delle aziende*, n. 17/2001.

del prodotto al consumatore finale. Il processo produttivo, tuttavia, non si risolve essenzialmente in questi due poli, ma contempla una serie di passaggi intermedi nei quali vi è la lavorazione delle materie, la produzione, confezionamenti, distribuzione del prodotto, ecc. Considerando ciò, l'estensione verticale di un'azienda sarà scarsa quando questa si sia estesa in uno *soltanto* dei processi o fasi produttive (ad es., nella distribuzione); di converso, si perverrà ad un'estensione forte quando svolgerà *tutte* le fasi della produzione sia a monte che a valle.

Le finalità di estensioni di quest'ultimo tipo sono di agevole individuazione, innanzi tutto l'azienda potrà economizzare i costi di transizione ed ottimizzare le integrazioni tecnologiche, potrà altresì interiorizzare le competenze e le risorse strategiche riducendo nel contempo l'accesso delle aziende concorrenti nell'area di mercato interessata.

L'estensione verticale, tuttavia, è caratterizzata anche da alcuni elementi che militano a sfavore della sua attuazione, in particolar modo occorre considerare gli ingenti investimenti finanziari richiesti per aggiungere le nuove combinazioni economiche, così come è assai importante la concentrazione del rischio poiché, al crescere dell'integrazione verticale, l'azienda riduce i propri spazi di manovra in direzione di altre aree strategiche di affari.

4. LA GESTIONE DELLA CONOSCENZA QUALE ELEMENTO FONDAMENTALE PER L'ATTUAZIONE DI UNA M&A

Negli ultimi anni, il maggior interesse e apprezzamento per il capitale umano e per le altre risorse intellettuali ha portato a considerare le acquisizioni più sull'aspetto della conoscenza rispetto a quanto fosse fatto in passato, ad esempio negli anni '80. Questo concetto, anche in conformità a quanto sinora è stato detto, è ormai diventato un pensiero comune e ben radicato fra gli operatori economici; le borse riconoscono a molte società un valore delle risorse intellettuali molto superiore al valore del capitale fisso. Per capire quanto le cose siano cambiate da quando non si aveva questa concezione del valore dell'impresa, basti pensare a come è diventato ormai comune che le aziende acquisite vengano pagate anche più di dieci volte il loro valore contabile, come premio che il mercato richiede per il capitale intellettuale che queste società possiedono. Capita spesso, inoltre, che le aziende siano acquisite unicamente per le conoscenze che posseggono; le società acquirenti sono allora disposte a pagare un prezzo maggiore per il valore aggiunto che prevedono di ottenere aggiungendo questa nuova conoscenza allo stock della propria²⁸.

Molte imprese dunque valutano più conveniente, anziché sviluppare al loro interno le competenze distintive necessarie per competere, intraprendere fusioni e acquisizioni per ottenere quelle conoscenze complementari o mancanti di cui hanno

²⁸ Un esempio descritto da Davenport e Prusak in *Working knowledge* illustra il caso dell'IBM che, nel 1995, acquistò la Lotus per un prezzo quattordici volte superiore al suo valore contabile: il motivo per cui IBM pagò così tanto risiede nel fatto che le "menti" che avevano inventato Notes avevano un valore maggiore del *software stesso*, queste infatti possedevano le abilità, l'esperienza e la creatività di cui l'IBM aveva bisogno per competere nel mercato del software. Per un approfondimento si vedano: Davenport T., Prusak L., *Il sapere al lavoro*, Milano, 2000; Drucker P., *The age of social transformation*, The Atlantic monthly, novembre 1994.

bisogno. A tal fine si può quindi comprendere come sia importante, nel processo di *due diligence* di cui si parlerà nell'opportuna sede del presente lavoro, saper individuare la giusta conoscenza che si vuole acquisire. Tuttavia un'attenzione particolare alla conoscenza non va data solo nel momento in cui avviene l'acquisizione, ma anche in seguito; è infatti di fondamentale importanza gestirla in modo appropriato durante tutto il processo di fusione, affinché avvenga la corretta integrazione tra le aziende, in tal caso la figura del *management* assume un ruolo di assoluta centralità.

Per il successo delle M&A, gran parte della letteratura evidenzia dunque la necessità che siano compresenti un buon grado di coerenza strategica e di coerenza organizzativa, quindi una coerenza tra *strategic fit* e *organizational fit*²⁹. In questo senso le strategie intraprese in fase di *due diligence* influenzano la fase successiva, in cui vengono prese decisioni organizzative volte a portare a termine una corretta integrazione della conoscenza specifica acquisita, con quella in possesso dell'organizzazione.

Il fallimento di molte operazioni di M&A, non dipende però solo da errori di analisi strategica e organizzativa, ma anche dalle errate modalità attraverso cui le conoscenze in gioco vengono combinate. Una parte dei casi di fallimento in un'acquisizione, sarebbe dunque imputabile alle difficoltà di combinazione delle conoscenze aziendali e di portare quindi a termine l'integrazione. Ciò può dipendere sia da una scarsa compatibilità fra le conoscenze, sia dai modi imperfetti di attuazione della loro integrazione. Nel caso in cui tale integrazione non avvenisse, non si creerebbe valore nemmeno per gli azionisti.

²⁹ Cfr. Grant R. M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, cit., p. 32 ss.

In sintesi c'è un forte grado d'interdipendenza fra le due fasi, in quanto ciascuna influisce sull'altra, e quindi sulla realizzazione dell'operazione strategica. Dal punto di vista del *KM*³⁰, nella fase di *due diligence*, nella quale si mappano e individuano le conoscenze specifiche, e in quella successiva, in cui si deve procedere all'integrazione, a vari livelli, di ciò che si è acquisito, occorrerebbe analizzare alcuni fattori critici, fra i quali risulterebbero fondamentali: 1) Le conoscenze detenute dal partner; 2) L'integrazione dei contenuti; 3) La cultura adeguata; 4) Un sistema di incentivi volto ad impedire la fuoriuscita di conoscenza.

Per quanto riguarda le conoscenze del partner, diventa sempre più evidente come i mercati, nelle moderne economie, cambino più velocemente di quanto le aziende, anche le più competitive, siano in grado di rispondere ed adattarsi a tali esigenze: appare pertanto evidente che i migliori partner per una fusione siano quelli che possiedono forze complementari. Così ad esempio un'impresa farmaceutica che eccelle nella ricerca e nello sviluppo, otterrebbe enormi vantaggi nel fondersi con una società abile nelle vendite e nel *marketing*, piuttosto che con una con peculiarità simili. Acquisire i talenti e le tecnologie di cui le imprese hanno bisogno per sopravvivere, non è più qualcosa che può essere fatto semplicemente con la ricerca e il reclutamento individuale. Per molte compagnie, infatti, acquisire e integrarsi con società in possesso di tali talenti e tecnologie, diventa più semplice, veloce ed economico che investire nella ricerca e nel reclutamento.

Non conta quanto le imprese si vantino delle loro capacità di innovare: la conoscenza è più facile da comprare che da creare; così come le nuove tecnologie sono più facili ed economiche da acquistare piuttosto che da sviluppare tramite la

³⁰ Con tale espressione si intende far riferimento al così detto "*Knowledge Management*", ossia l'attività di gestione delle conoscenze possedute da un'impresa.

ricerca³¹. Si ottiene però un vantaggio e un incremento di valore, solo se si è in grado di inserire facilmente all'interno della propria compagnia la conoscenza acquisita da un'altra organizzazione. Il problema nasce dalla difficoltà di integrare culture e conoscenze diverse.

Affinché l'integrazione abbia luogo e si concluda con successo è importante quindi che la conoscenza del *partner* sia compatibile con quella posseduta; in questo senso il *KM* svolge una funzione importante, fornisce cioè i principi per la valutazione delle conoscenze che si stanno per acquisire. Di fatto il *manager* permette di accelerare e portare a termine il processo di *due diligence*, ossia quella fase in cui viene valutato l'investimento che si andrà a compiere; in particolare ciò è permesso attraverso la "mappatura" della conoscenza del *partner*, individuando il tipo di conoscenza che detiene, e di conseguenza quindi la valutazione della complementarità della società che sta effettuando l'acquisizione o la fusione. Gli elementi che dovranno essere considerati in tal senso saranno: il capitale umano, il capitale strutturale ed il capitale dei clienti³².

Per quanto concerne l'integrazione dei contratti, occorre considerare che, negli anni '80, le M&A erano un fenomeno largamente diffuso, quasi spinto da un'incontrollabile mira espansiva; le imprese cercavano di ampliare i loro "imperi" diversificando oltremodo le loro attività con continue acquisizioni. Al contrario,

³¹ Cfr. Barth S., *Knowledge-Age Mergers: Finding the Perfect fit*, in *Knowledge Management Magazine*, maggio 1999.

³² In particolare la natura della conoscenza complementare per le organizzazioni nelle acquisizioni, può essere espressa mediante tre dicotomie. La prima mette in contrapposizione una conoscenza: una di tipo *radicale*, cioè nuova per l'organizzazione e volta a maturare nuove competenze, con una conoscenza, l'altra *incrementale*, volta a completare e sviluppare quella già esistente. La seconda dicotomia riguarda invece la contrapposizione fra conoscenza c.d. di dominio, *Know What* improntata alla ricerca di una possibile risposta alla domanda "cosa fare" riguardo a competenze prima sconosciute all'impresa, e conoscenza di processo definita di *Know How* volta a implementare i processi aziendali esistenti, cioè a renderli più efficaci ed efficienti. Infine, si ha la terza forma di conoscenza che è quella acquisita che può essere: o volta ad implementare le competenze distintive cruciali (le *core competencies*), o di *supporto* alle attività di tipo marginale dell'impresa.

dagli anni '90, le M&A sono diventate più ponderate, più guidate dal desiderio di focalizzare le energie e rafforzare quindi solo le *core competencies*. Non ci si meraviglia, dunque, nel vedere come oggi questa spinta alle M&A sia accompagnata da un *trend* parallelo di disinvestimento delle unità aziendali che si occupano di attività c.d. “periferiche”. L'esempio più rappresentativo di quanto appena detto può essere rappresentato dallo scorporo fra la Silicon Valley e la Hewlett-Packard. In quel caso la società decise infatti, che le proprie unità di produzione di computer proseguissero i loro “destini” separatamente dalle altre unità di collaudo e di tecnologie mediche. A questa notizia, contrariamente a quanto si possa pensare, ci fu una reazione molto positiva del mercato³³.

Dopo la HP seguirono una serie di scorpori tra i quali, a meno di un settimana di distanza, quello della Estman Kodak, che annunciò la vendita delle sue divisioni di software e di fotocopiatrici per concentrarsi su settori più redditizi. Anche la RJR Nabisco, stava separando al tempo la sua divisione tabacco da quella alimentare.

Nasce spontaneo domandarsi perché determinate compagnie sentano il bisogno di ingrandirsi per competere, mentre altre debbano ridurre le proprie dimensioni per sopravvivere. Una risposta potrebbe essere che, nonostante gli strumenti di *KM* rendano sempre più semplice “tenere sotto controllo” grosse organizzazioni, le stesse teorie di *KM* mettono in evidenza l'inefficienza nel farlo.

Vari studiosi³⁴ di *KM* sostengono che nei grossi gruppi di società, una gestione centrale distrugga più valore di quanto ne crei. Secondo loro se le imprese

³³ Per comprendere al meglio le motivazioni suddette si vedano i contributi di: Kodama F., Yusuf S., Nabeshima K., *Introduction to special section on university-industry linkages: The significance of tacit knowledge and the role of intermediaries*, in *Research Policy*, 37, 2008, p. 1165-1166; Von Hippel E., *Cooperating between rivals: informal know-how trading*, in *Research Policy*, 16, 1987, p. 291-302; Zollo M., Winter S.G., *Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities*, in *Organization Science*, 13, 2002, p. 339-351; Mariotti S., Piscitello L., *Multinazionali, innovazione e strategie per la competitività*, 2006, Bologna, *passim*.

³⁴ Cfr. Bourke E., Laidlaw G., Woods I., *Achieving Post-Merger Integration*, Financial services, 2000.

britanniche e americane si focalizzassero solamente sulle loro *core competencies*, e raggruppassero tutti i loro fattori critici per il successo, vi sarebbe un aumento della creazione di valore. Paradossalmente, come sembra, la maggior parte delle compagnie ottiene maggior valore scorporandosi piuttosto che acquisendo; invece che cercare di creare valore espandendo i loro imperi attraverso le M&A, i *managers* dovrebbero guardare al potenziale profitto di scorporarli. I gruppi di società focalizzate su un solo settore riescono, infatti, a creare valore meglio di quelle che coprono un numero troppo grande di settori.

Le acquisizioni e fusioni hanno ragione d'esistere quindi solo se, come risultato del processo d'integrazione, l'azienda inserita nella combinazione economica dell'acquirente genera delle sinergie, ossia quando: "il tutto diviene più della somma delle parti". In altre parole la gestione delle combinazioni produttive dell'azienda acquisita, coordinata con quelle dell'azienda acquisitrice, deve consentire una riduzione delle risorse impiegate o un miglioramento dei risultati, come ad esempio delle prestazioni offerte ai clienti.

In seguito all'individuazione delle conoscenze bisognerà procedere ad un'integrazione a livello di contenuto concernenti: *a)* La struttura. In tal caso sarà necessaria una conoscenza impersonale su come deve avvenire la divisione del lavoro conoscitivo; *b)* Le condizioni delle strutture. Quando queste sono piatte, decentrate, dinamiche, permettono di reagire meglio ai cambiamenti che l'integrazione comporta; *c)* I Ruoli. Il *KM* dovrà fornire una conoscenza impersonale su cosa ciascuno deve fare in determinate situazioni; se definiti attraverso obiettivi e valori comuni favoriscono il processo d'integrazione; *d)* I processi e le tecnologie.

Dal punto di vista del *KM* le organizzazioni sono viste come comunità di pratica e

queste integrazioni avvengono attraverso degli eventi di confine; incontri cioè che permettono il confronto tra pratiche diverse, mettendo in contatto le diverse organizzazioni. Questo processo è fondamentale per l'innovazione perché attraverso il flusso di nuova conoscenza tra comunità avvengono la rielaborazione e la ricombinazione dei saperi; attraverso l'incontro di confine, in particolare, le parti modificano e creano il significato; in altre parole, avviene un processo di negoziazione tra le proprie assunzioni e i propri valori, eventualmente arrivando a cambiarli³⁵.

L'importanza di questo processo è che portando l'organizzazione a rinegoziare le proprie assunzioni intese come modi di operare e competenze, ne migliora l'efficienza e l'efficacia delle stesse. Far comunicare due sistemi di conoscenza significa essere pronti a mettere in discussione le proprie competenze e la propria identità; ciò non avviene spontaneamente, ma deve essere abilitato. Le organizzazioni devono quindi favorire tali eventi di confine, svilupparli e consolidarli, con l'intento di creare una nuova identità dall'integrazione cioè quella di una nuova comunità di pratica trasversale.

A livello di cultura aziendale, è sicuramente auspicabile un pieno accesso alle tecnologie più avanzate per motivare il personale a produrre secondo standard adeguati incrementando in questo modo il valore per il cliente. Questo perché qualora non ci sia un impegno molto forte nel formalizzare le competenze attraverso la diffusione tra i lavoratori di una cultura organizzativa orientata alla condivisione della conoscenza, l'accesso alle informazioni aziendali, anche se si dovesse basare sulle più recenti tecnologie informatiche, non porterà mai al raggiungimento di

³⁵ Cfr. Becklay B. A., *Sharing Meaning Across Occupational communities: The Transformation of Understanding on a Production Floor*, in *Organization science*, vol. 14, n° 3, 2003.

quegli effetti positivi tanto decantati dagli studiosi del *Knowledge Management*. Sarà, dunque, fondamentale cercare di creare una cultura aziendale adeguata; infatti, più un'organizzazione risulta burocratizzata e più è limitata dal punto di vista della capacità di innovare, di essere agile e flessibile, con la conseguenza di ottenere rendimenti marginali bassi e il sicuro insuccesso nel lungo periodo.

La cultura costituisce la dimensione più critica da tenere in considerazione, in particolare nel caso di progettazione del cambiamento organizzativo conseguente ad una operazione di M&A. Le imprese in fase di concentrazione sono infatti sempre caratterizzate da culture diverse: tali culture esprimono la storia delle imprese e le modalità di gestione delle concentrazioni, in funzione, però, degli ambienti economici e non³⁶.

³⁶ Si introduce in questo caso la definizione di "processo di combinazione delle culture aziendali", come processo che induce cambiamenti in due "sistemi culturali", in seguito alla diffusione di elementi delle due culture. Il risultato del processo non è necessariamente l'integrazione di una cultura con l'altra: tale processo produce sempre un certo livello di stress, che talvolta è fattore d'insuccesso nell'armonizzazione delle strutture aziendali. E' possibile tracciare due modelli generali presi a riferimento nell'indicazione e nell'attuazione dei processi di M&A: 1) la colonizzazione che si caratterizza per la "cattura" dell'azienda acquisita da parte dell'azienda acquisitrice, tende in sostanza ad evidenziare più le caratteristiche che risultano funzionali alla propria struttura o alla strategia competitiva in atto, piuttosto che le caratteristiche distintive specifiche. Sul piano della cultura, invece, il processo è di sovrapposizione della cultura vincente sull'altra delle "competenze distintive cruciali": ci si preoccupa di acquisire soltanto parte che si giudica, fin dalla fase progettuale, funzionale al disegno dell'acquisizione; 2) matrimonio: si caratterizza per l'accettazione, a livello razionale, della necessità di una modifica/adequamento delle strutture organizzative e dei sistemi di gestione attuali, per ottenere la massima espressione della complementarità delle competenze distintive cruciali. Dal punto di vista del *KM*, affinché tali processi di combinazione di culture abbiano successo, bisogna procedere ad un'integrazione della conoscenza oltre che, come visto in precedenza, del contenuto ma anche a livello relazionale. Infatti prendendo spunto sia dall'approccio del capitale intellettuale, sia da quello delle comunità di pratica, possono essere individuati tre dimensioni in cui deve avvenire l'integrazione relazionale: 1) *Livello ambientale*: inteso come il paese o il mercato di appartenenza dell'organizzazione; questi fattori determinano diversità culturali, che spesso si traducono in incompatibilità, necessitano pertanto di particolare attenzione. Per esempio, quando si intraprende un'acquisizione per diversificare, i prodotti e i mercati sono differenti, ci si aspetta che l'impresa acquisita si conformi all'acquirente nei sistemi finanziari e di pianificazione e, più in generale, nei sistemi e nelle procedure centralizzate. Le altre funzioni dell'acquisita rimarranno probabilmente autonome, e quindi resteranno relativamente fuori dal campo di influenza della cultura dell'acquirente. Questo significa che lo scambio culturale non si presenta con la medesima intensità in ogni operazione di M&A, ma piuttosto varia in relazione all'affinità ambientale; infatti nel caso in cui ci siano differenze culturali a livello di paese e mercato non è sempre possibile integrare completamente le cultura ma deve essere lasciato spazio all'autonomia; 2) *Livello organizzativo*: in particolare ogni società ha il suo modo di operare che la distingue, il suo stile. L'importanza di

Il livello ultimo di conoscenza è quello rappresentato dall'individuo. L'integrazione della conoscenza anche a tale livello diventa fondamentale per il successo della fusione. Le M&A sono spesso mirate ad assumere un determinato capitale umano o clienti; queste risorse però, come visto, per la loro natura sono difficili da gestire.

Dal punto di vista del *KM* in seguito all'acquisizione, una delle prime scelte da compiere è quella di identificare all'interno della società i talenti che si vogliono trattenere. In secondo luogo, in particolare se l'acquisizione di una società è finalizzata soltanto al reclutamento del capitale umano in suo possesso, essa deve attivarsi per trattenerlo, altrimenti ci sono grosse probabilità di fallire. Le statistiche che studiano queste operazioni, ci dimostrano infatti, che due terzi delle persone

integrare la conoscenza a livello organizzativo di routine e processi è evidente per la necessità di rendere compatibili le culture e favorire quindi il processo di combinazione. Quanto maggiore, infatti, è la distanza fra le culture organizzative, tanto più problematiche possono risultare le interazioni sociali all'interno dell'impresa nata dalla concentrazione. La compatibilità culturale tra le due imprese facilita l'avvio ed il proficuo sviluppo di rapporti di scambio delle conoscenze e delle capacità delle due organizzazioni, permettendo in questo modo il mutuo rafforzamento del vantaggio concorrenziale nelle attività in cui le imprese operano. L'affinità culturale gioca pertanto un ruolo di premessa necessaria per il successo e rafforzamento dei processi di creazione di nuova ricchezza nelle operazioni di M&A; 3) *Livello di comunità*: esiste infatti una differenza a livello di competenze e di identità fra le diverse organizzazioni. Affinché la fusione sia portata a termine con successo è importate che l'integrazione della conoscenza avvenga anche a tale livello; questo può verificarsi avviando eventi di confine volti alla negoziazione dei propri assunti; pertanto, in caso di combinazione mediante colonizzazione è plausibile che il personale dell'acquisita entri più decisamente in contatto con la cultura dell'acquirente; se invece l'integrazione è condotta attraverso il matrimonio, essere intraprese continue relazioni fra gli individui delle due organizzazioni, al fine di far sorgere una comunità trasversale. A sostegno di ciò uno studio relativo agli effetti della "cultura nazionale" sulle modalità di entrata eseguito ha verificato che, al crescere della distanza culturale tra il paese dell'impresa acquirente e quello dell'acquisita, aumentava la probabilità che venisse scelta, quale modalità di ingresso, una joint-venture, quindi una forma di concentrazione più debole, in modo da evitare costi eccessivi dovuti soprattutto alla difficoltà di combinare culture differenti. Sul punto si vedano: Saloner G., Shepard A., Podonly J., *Strategia d'impresa*, Twinbook, 2002, *passim*; Brown J. S., Duguid P., *Organizational learning and communities of practice: toward a unified view of working, learning, and innovation*, in *Organization Science*, vol. 2 n. 1, 1991; Kogut B., Singh H., *The effect of national culture on the choice of entry mode*, in *Journal of International Business Studies*, Fall, 3, 1988, p. 411-432; Coltorti F., *Le medie imprese industriali italiane: nuovi aspetti economici e finanziari*, in *Economia e politica industriale*, n. 121, 2004, p. 5-25; Beccatini G., Dei Ottati G., *L'economia italiana negli anni Novanta: un confronto tra aree di grande impresa e distretti industriali*, in *Economia e politica industriale*, 33, 2006, p. 5-24.

migliori abbandonano la loro azienda entro due anni³⁷.

Le società devono quindi fare ricorso ad un sistema d'incentivi, per evitare che queste persone non se ne vadano, in quanto sono le prime ad essere inquisite dai *competitors*. Secondo il *KM*, in tal caso, il primo compito del *management* è quello di dare l'esempio, contribuendo concretamente e in maniera visibile per tutti i collaboratori alla creazione di un clima cooperativo. La condivisione dei nuovi obiettivi comuni, la diffusione dei nuovi valori, di una *mission* ed una *vision* che orientino al cambiamento, assieme alla necessità di affrontare avversari comuni, dovrebbero inoltre accelerare lo sviluppo del processo di integrazione della conoscenza a livello di individuo.

Il sistema di incentivi, come indica il *KM*, merita particolari riguardi: spesso non bastano solo incentivi economici a trattenere le "star", ad un certo livello, infatti, raggiunto un determinato benessere, le loro scelte non saranno più basate sul denaro, ma sullo stile di vita. Gli incentivi devono quindi essere non solo monetari ma studiati secondo gli individui, i contesti in cui operano e le loro necessità. Lo *status*, ad esempio, è spesso un mezzo più efficace del denaro.

Il *KM* ci mostra come nelle fusioni si debba avere un occhio di riguardo anche per un'altra categoria di capitale intellettuale, quello clienti. Le acquisizioni devono essere mirate, infatti, a società il cui capitale clienti sia poi gestibile dalle stesse e sia la premessa per il suo sviluppo. In seguito alla fusione fra Wells Fargo e First Interstate Banks, ad esempio, si è potuto notare la perdita di molti clienti. La causa di quest'abbandono è da ricercarsi nelle differenze fra i clienti delle due società: i primi preferivano servizi bancari ad alta tecnologia, mentre i secondi erano ancora legati al

³⁷ Cfr. Barth S., *Knowledge-Age Mergers: Finding the Perfect fit*, *op. cit.*

tradizionale “faccia a faccia”. L’importanza di gestire con attenzione il capitale-clienti in seguito alle acquisizioni, con questo esempio diviene quindi chiara, affinché si abbia successo in tali operazioni.

5. LA DIVERSIFICAZIONE COME STRATEGIA D’IMPRESA E LE ECONOMIE DI RAGGIO D’AZIONE

In prima approssimazione si può definire la diversificazione come un’aggiunta di nuove attività a quelle che un’impresa già svolge³⁸. Come si è più volte sottolineato, l’estensione dell’impresa è sempre rivolta *dinamicamente*³⁹ all’acquisizione di vantaggi economici che possono riguardare sia l’impresa nel suo interno, sia gli aggregati di imprese⁴⁰.

³⁸ Questa definizione non è unica e presta il fianco a diverse interpretazioni più o meno ampie. Basti pensare ad un’impresa produttrice di freni ad aria che inizia la produzione di congegni elettronici utili per la produzione di freni elettrici. Questo cambiamento di tecnologia può essere considerato diversificazione di prodotto? Questo esempio è tratto Penrose E., *The theory of the growth of the firm*, London, 1959, in cui l’autrice lamenta l’arbitrarietà delle misurazioni della diversificazione che rendeva studi e ricerche statistiche di scarsa valenza a causa della diversa ampiezza che di volta in volta veniva attribuita al termine “diversificazione”. All’interno dello stesso libro l’autrice definisce così la diversificazione: “Un’impresa diversifica le sue attività produttive ogniqualvolta, senza abbandonare le vecchie linee di prodotto, inizia la produzione di nuovi prodotti, incluse produzioni intermedie, che sono sufficientemente differenti dalle produzioni precedenti e che implicano, quindi, qualche differenza rilevante nei programmi di produzione o di distribuzione”, includendo in questa definizione incrementi di varietà del prodotto finale, operazioni di integrazione verticale e incrementi del numero di “basic areas” di produzione in cui l’impresa opera.

³⁹ È bene ricordare che nella condizione di “dinamicità” il “fattore temporale” gioca un ruolo determinante, in quanto gli accordi vengono visti e contrattualizzati dalle singole aziende in funzione delle convenienze temporali, per cui in caso di accordi di breve durata, le aziende partecipanti tornano alle proprie connessioni commerciali individuali che hanno avuto la cura di mantenere anche nei periodi di cooperazione associativa. Ogni azienda partecipante entra ed esce dalla “cooperazione”, per motivi di convenienza propria e comunque con il proprio apporto riesce anche a collaborare alla soddisfazione degli interessi degli altri associati. Per cui tutela degli interessi individuali ovviamente, ma anche collaborazione fattiva agli interessi collettivi. Sul punto si veda per tutti Azzini L., *I gruppi. Lineamenti economico aziendali*, Milano, 1968, *passim*.

⁴⁰ Per un approfondimento si vedano: Lorenzoni G., *Accordi reti e vantaggio competitivo*, Milano, 1992, *passim*; Porter M E., *Competitive Strategy*, Free Press, New York, 1980; idem, *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Free Press, New York, 1985; idem

Alla luce di quanto esposto, si può agevolmente individuare il concetto delle c.d. “economie di raggio o d’azione” (*scope economies* in inglese) nell’allargamento produttivo ottenuto dall’impresa che ne acquisisce un’altra in base ad un piano strategico.

Il vantaggio ottenuto dal perseguimento di tali economie concerne l’innalzamento del volume di affari che si ottiene quando due o più beni e servizi vengono progettati, realizzati e venduti utilizzando risorse comuni, rispetto ad una situazione nella quale gli stessi beni o servizi vengono realizzati separatamente⁴¹.

Le strategie di ampliamento della gamma di prodotti e servizi offerti si chiamano, in generale, *strategie di diversificazione* per indicare che le combinazioni economiche comprendono la realizzazione di prodotti diversi. Per poter ottenere vantaggi economici da tali strategie occorre che le diverse attività produttive utilizzino risorse, siano esse materiali o immateriali, condividendole o gestendole unitariamente.

Le *risorse materiali* (ad esempio, impianti produttivi, automezzi, ecc) presentano il vincolo della capacità produttiva. Affinché si realizzino dei vantaggi economici per l’azienda nell’introduzione di nuovi prodotti, destinati ad utilizzare risorse materiali presenti in azienda e impegnate nelle produzioni esistenti, è necessario che tali risorse abbiano ancora una capacità produttiva disponibile (c.d. *insanatura*) e che quindi possano essere ottimizzate nel loro utilizzo per agire sul mercato in larga

Towards a Dynamic Theory of Strategy, in *Strategic Management Journal*, 12, 1991, p. 95-117; Lanza A., *Partnership interaziendali e creazione di conoscenza*, in *Sviluppo e Organizzazione*, n. 175, 1999.

⁴¹ Come esempio, si pensi ad un’agenzia immobiliare la quale può aumentare i servizi offerti ai propri clienti se, oltre a vendere immobili, si preoccupa anche di porre in essere delle attività di ristrutturazione degli stessi, fornendo consulenza sugli acquisti di materiali per l’edilizia, avendo una rete di architetti e *designer* per la realizzazione degli interni e così via. Per spunti di approfondimento si veda per tutti Chandler A. D., *Scale and Scope. The Dynamics Of Industrial Capitalism*, Cambridge, Mass., Harvard University press (trad in it. *Dimensione e diversificazione: le dinamiche del capitalismo industriale*, Bologna, 1994); Lazzeppetti L., Pasqualetti L., *I processi di diversificazione delle imprese tra sviluppo e rifocalizzazione* in *Workin Progress*, n. 1, 1996.

scala.

Le risorse immateriali quali l'immagine dell'azienda, la creatività, le competenze del personale, il *know-how* tecnologico, non presentano invece «limiti fisici» di capacità produttiva ma possono essere utilizzate sempre. Anzi, il loro uso nel tempo consente addirittura un arricchimento dell'azienda titolare del brevetto o del marchio⁴². Il fatto che le risorse immateriali non presentino vincoli di capacità produttiva non vuol dire, tuttavia, che siano utilizzabili senza limiti e cautele. Innanzitutto presentano un vincolo di coerenza: l'utilizzo del marchio per un prodotto che si dimostra poi, agli occhi dei clienti, come non coerente con gli altri prodotti contraddistinti dallo stesso marchio o di minore qualità, può portare all'immediata riduzione del valore dello stesso. La soggettività legata all'imprenditore titolare di un determinato marchio su un prodotto considerato ad esempio lussuoso, non potrà certamente condividere un mercato meno prestigioso, per cui ne deriva che le risorse immateriali sono di difficile appropriabilità e le acquisizioni aziendali dovranno chiaramente considerare tale elemento.

Le economie di raggio d'azione si misurano confrontando i costi di realizzazione di due o più beni condividendo le risorse (*produzione integrata*), rispetto ai costi sostenuti per produzioni autonome, ossia in assenza di condivisione delle risorse (*produzione disgiunta*). Nella produzione di più beni si ottengono economie di raggio di azione se i costi della produzione integrata sono inferiori alla somma dei costi sostenuti nella produzione disgiunta.

⁴² Sul punto si vedano: Brugger G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 1, 1989; Buttignon F., *Le risorse immateriali: ruolo strategico e problematiche di rilevazione*, in *Sinergie*, n. 30, 1993; Coda V., *I fattori produttivi immateriali nell'economia dell'impresa*, in AA.VV., *Atti del Convegno AIDEA su Le immobilizzazioni immateriali*, Lecce, 23 giugno 1999, Bari, 2000; Liberatore G., *Le risorse immateriali nella comunicazione economica integrata*, Padova, 1996, *passim*; Pozza L., *Le risorse immateriali. Profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, Milano, 1999.

Di fronte alla prospettiva di un’acquisizione, l’azienda potrebbe considerare molto più vantaggioso realizzare congiuntamente prodotti diversi piuttosto che realizzarli in due combinazioni autonome, ciò può portare all’attuazione di economie di scopo in base a taluni elementi quali: 1) condivisione di elementi materiali della struttura produttiva come impianti ed attrezzature⁴³; 2) condivisione di elementi materiali della struttura di vendita: canali e reti distributive⁴⁴; 3) condivisione di risorse immateriali: immagine, *know-how*, competenze manageriali⁴⁵.

Un particolare effetto dello sfruttamento congiunto di risorse immateriali è «l'effetto ombrello», vale a dire la possibilità di sfruttare un marchio o un’immagine su un numero ampio di prodotti. Si creano dei marchi che contraddistinguono un numero elevato di prodotti (detti appunto marchi ombrello) il cui effetto immagine si

⁴³ Un tipico caso di questo tipo si può evincere dal caso Ferrero. La casa produttrice di cioccolato lamentando un calo di vendita dei suoi prodotti nel periodo estivo, ha avviato al mancato guadagno in tali periodi dell’anno ideando una linea di prodotti consumabili anche nei mesi caldi. In tal modo, è chiaro che la Ferrero ha potuto ottimizzare le risorse disponibili (imballaggi, impianti produttivi) utilizzandole anche per altri tipi di prodotti diversi ma merceologicamente affini al classico cioccolato di cui è *leader* nel mercato. Cfr. sul punto Airoidi G., Brunetti G., Coda V., *Corso di economia aziendale, cit.*, p. 421.

⁴⁴ Nella prassi commerciale, si ricorda il caso della Lavazza, azienda produttrice di caffè, la quale ha iniziato la produzione di caffè in cialde monouso per l'utilizzo in macchine da caffè localizzate negli uffici. Per assicurarsi che venissero acquistate sempre le proprie cialde lascia agli uffici, in uso gratuito, le macchine da caffè espresso automatiche purché questi garantiscano un acquisto minimo mensile di cialde. Assicurarsi il canale di distribuzione (che prevede l'utilizzo di una rete di distribuzione che mensilmente riforniscono gli uffici ed effettuano la manutenzione alle macchine), la Lavazza ha iniziato anche la produzione di cialde di té e cioccolata utilizzabili con le stesse macchine. Questo ha consentito all’azienda di ripartire il costo di gestione della rete di distribuzione in un numero maggiore di prodotti. Cfr. Airoidi G., Brunetti G., Coda, *ult. op. cit.*, p. 421.

⁴⁵ Un caso esemplificativo della logica economica suesposta è evincibile dalla vicenda che ha visto protagonista la Procter & Gamble, azienda che iniziò la sua attività vendendo prodotti per la pulizia della casa per e l'igiene personale fabbricati da imprese terziste. La commercializzazione di questi beni nel mercato di largo consumo e presso la grande distribuzione ha consentito nel tempo lo sviluppo di competenze manageriali (nelle scelte di posizionamento rispetto ai concorrenti, nella capacità di innovare continuamente i prodotti, nella realizzazione di attività promozionali, nella gestione della relazione con la grande distribuzione organizzata) che sono state oggetto di applicazione anche ad altri prodotti, sia nel settore della pulizia della casa (ai precedenti, infatti, si sono aggiunti una serie di marchi: Nelsen, Ace, Mastro Lindo, Mister Verde, Spie & Span, Viakal, ecc.) e dell'igiene personale (con prodotti venduti con marchi AZ, Hegor, Keramine H, Topexan). L'azienda, inoltre, ha sviluppato e lanciato nuovi prodotti in nuovi settori: come quello dei prodotti medico-chirurgici (Napisan, Clearasil, Milton, Vicks), dei prodotti cosmetici (Max Factor, Laura Biagiotti, Hugo Boss) o nel comparto dei prodotti in carta (Tempo, Demak Up) e dei pannolini per bambini (Pampers) e così via. Cfr. Airoidi G., Brunetti G., Coda, *ult. op. cit.*, p. 421.

ripercuote su tutti i prodotti presenti sotto il marchio stesso (Mulino Bianco della Barilla è un marchio ombrello che raggruppa prodotti che vanno dai frollini alle merendine, ai prodotti di pasticceria).

Una simile logica sottintende che il perseguimento dei vantaggi sinora esposti possa interessare non solo l'azienda in sé ma anche le altre che si inseriscono in un circuito di aggregazione interaziendale⁴⁶.

Il vantaggio economico ottenibile rappresenta una potente fonte di aggregazione e accordi fra le imprese. Un esempio è quello delle campagne pubblicitarie congiunte: aziende di abbigliamento che “raccomandano” l'uso di determinati detersivi (Prénatal che raccomanda Dash) o di aziende di elettrodomestici che consigliano l'uso di prodotti anticalcare (Candy e Calfort), o ancora autonoleggi e imprese automobilistiche (Herz e Opel). Molti esempi sono visibili nelle campagne pubblicitarie (per esempio McDonald's che imposta tutta la campagna di comunicazione rendendo ben visibile il marchio Coca-Cola) mentre in altri casi le collaborazioni fra aziende assumono la forma di promozioni temporanee (ad esempio acquistando le batterie Duracell si ha gratis una torcia Philips). In tutti questi casi le aziende condividono le spese pubblicitarie e cercano di rafforzare la propria immagine associandosi ad un partner di successo.

⁴⁶ Per gli approfondimenti dovuti si vedano tra gli altri: Passaponti B., *I gruppi e le altre aggregazioni aziendali*, Milano, 1994, *passim*; Colombo M. G., *Accordi di cooperazione, complessità relazionale ed organizzazione degli oligopoli internazionali*, in *Economia e politica industriale*, n. 64, p. 241-263; Lantino S., *Acquisizioni di aziende e partecipazioni*, Milano, 2002, *passim*.

5.1 BREVI CENNI SUGLI ALTRI TIPI DI SCELTE STRATEGICHE DELLE IMPRESE: L'INTERNALIZZAZIONE, L'ESTERNALIZZAZIONE E LE ECONOMIE DI TRANSAZIONE

Un particolare aspetto che merita di essere trattato per l'importanza che riveste nei rapporti fra le aziende, riguarda le integrazioni verticali mediante le quali si scelgono quali tipi di attività dovranno essere svolte all'interno dell'azienda e quali invece saranno di competenza degli altri operatori economici; in tal caso si fa ricorso a transazioni esterne nell'ambito di relazioni d'affari di breve o di medio/lungo termine⁴⁷.

Decisioni di questo tipo sottintendono la considerazione di numerose variabili

⁴⁷ Invero, secondo la ricostruzione più diffusa in dottrina, le esternalizzazioni, intese quali nuove forme di decentramento produttivo, adottano schemi giuridici ormai consueti che consistono nell'espulsione di una parte del processo produttivo all'esterno dell'impresa cedente, attraverso il negozio del trasferimento di ramo di azienda, e con la riacquisizione dello stesso prodotto o servizio cui era adibita l'attività ceduta, attraverso la stipulazione di un contratto di appalto con l'impresa cessionaria. Alle esternalizzazioni di impresa è essenzialmente dedicato l'art. 32 del d.lgs. 276/2003, che innova l'art. 2112 c.c. sotto due profili fondamentali: in primo luogo, pur mantenendo invariata sostanzialmente la disciplina del trasferimento dell'intera azienda, ridisegna il campo di applicazione della cessione di ramo d'azienda, alterando in termini significativi la recente definizione di cui al d.lgs. 18/2001; inoltre, introduce nell'art. 2112 c.c. un ulteriore comma, il sesto, nel quale inserisce una nuova disciplina dell'appalto, nel caso in cui questo contratto segua la stipulazione di una cessione di ramo d'azienda. Per un approfondimento sulle diverse problematiche generate dalle esternalizzazioni, si vedano i numerosi contributi dottrinari tra i quali si ricordano: Grant R. M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Bologna, 2006, *passim*; Carlton D. W., *Vertical integration in competitive markets under uncertainty*, in *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 27, No.3, March, 1979, p.189-209; Lieberman, M. B., *Determinants of Vertical Integration: an Empirical Test*, in *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 39, No. 5, September, 1991, p.451-466; Williamson O. E., *The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations*, in *American Economic Review*, 1971, (trad. it. *Discrezionalità manageriale e comportamentale d'impresa*, in *L'organizzazione economica*, Bologna, 1992, p. 113-134); Coase R. H., *The Nature of the Firm*, in *Economica*, IV (trad. it. *La natura dell'impresa*, in *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, 1995, p. 73-96); Davis R., Duhaimé I. M., *Diversification, Vertical Integration, and Industrial Analysis: New Perspectives and Measurement*, in *Strategic Management Journal*, 13, 1992; Mpoi R. T., *Vertical integration: Strategic Characteristics and Competitive Implications*, in *Competitiveness Review*, 13, 2003; De Luca Tamajo R., *Le esternalizzazioni tra cessione di ramo d'azienda e rapporti di fornitura*, in Aa. Vv., *I processi di esternalizzazione. Opportunità e vincoli giuridici*, a cura di De Luca Tamajo R., Napoli, 2002; Perulli A., *Esternalizzazione del processo produttivo e nuove forme di lavoro*, in *DL*, 2000, p. 303 ss.; ID., *Tecniche di tutela nei fenomeni di esternalizzazione*, in *ADL*, 2003, p. 473 ss.; Ciucciovino S., *Trasferimento di ramo d'azienda ed esternalizzazione*, in *ADL*, 2000, p. 385 ss.; Magnani M., Scarpelli F., *Trasferimento d'azienda ed esternalizzazioni*, in *DLRI*, 1999, p. 485 ss.

fra le quali non possono non essere annoverati i c.d. costi di transazione⁴⁸ che possono essere definiti come *“l'insieme dei costi sostenuti dai soggetti che sono protagonisti di uno scambio allo scopo di definire, iniziare, controllare e completare una transazione interfacciandosi così nelle diverse fasi tecnologicamente separabili”*⁴⁹.

Le imprese che agiscono nel mercato fornendo un bene od un servizio, consentono di diminuire il numero di contratti che occorre concludere per svolgere attività complesse che richiederebbero lunghi tempi di svolgimento e riducono in tal modo i costi di uso del mercato che sarebbero altrimenti eccessivi e polverizzati.

Si pensi ad esempio ad un'impresa di confezionamento di vestiti e alle relazioni commerciali esistenti nel mercato interessato. Esistono tante transazioni interne quante sono le diverse attività di confezionamenti tecnologicamente separabili, a tal fine si deve presupporre l'esistenza di attività diverse rivolte alla produzione del bene

⁴⁸ Cfr. per tutti Coase R. H., *The Nature of the Firm*, cit., nonchè Commons J. R., *Institutional Economics*, Madison, University of Wisconsin Press, 1934. Questi economisti, sono stati i primi ad essersi interrogati sulla possibilità o meno di poter centralizzare le unità produttive in un unico operatore economico senza dar luogo ad una frammentazione dei vari processi produttivi in capo ai singoli produttori di beni e servizi. In particolare Coase studia quello che avviene tra il momento dell'acquisto dei fattori della produzione, e il momento della vendita del prodotto finale, lasso temporale largamente ignorato dalla scuola neoclassica. Quanto predicato dalla teoria dei prezzi e dello scambio viene utilizzato da Coase come cornice della sua analisi, che nelle prime battute tenta di spiegare il fenomeno delle integrazioni verticali (la teoria neoclassica ci dice soltanto che queste sono scelte tecniche per l'efficienza produttiva): perché i rapporti contrattuali (e gerarchici) esistenti all'interno dell'impresa non sono rimpiazzati da semplici scambi di mercato? Perché esiste una simile “isola di pianificazione” in un “mare di contratti”? La prima risposta cui giunge è che il fenomeno delle integrazioni riduce i rischi che corrono le imprese quando fanno eccessivo affidamento sulla domanda e offerta di altre imprese, ma tale risposta risulta solo approssimativa, dal momento che sono numerosi gli esempi di imprese che, pur legate da rapporti molto stretti, rimangono divise. L'autore cerca allora la risposta al fenomeno dell'integrazione verticale nei costi di transazione, quei costi da sostenere per concludere e verificare l'adempimento dei contratti: quando tali costi sono troppi elevati l'impresa potrebbe ritenere vantaggioso produrre per proprio conto prodotti che altrimenti dovrebbe reperire sul mercato da altre imprese.

⁴⁹ Cfr. Dudek D. J., Wiener G. B., *Joint Implementation, Transaction Costs, and Climate Change*, 1992.Ocse, Parigi; Williamson O. E., Ouchi W. G., *The Markets and Hierarchies Program of Research: origins, Implications, Prospects*, in *Perspectives on Organization Design and Behaviour*, a cura di Van de Ven A. H., Joyce W. F., New York, Wiley, 1981; McCann L., Colby B., Easter K. W. Kasterine A., Kuperan K. V., *Transaction cost measurement for evaluating environmental policies*, in *Ecological Economics*, Vol. 52, 2005, p 527-542; Wang N., *Measuring Transaction Costs: An Incomplete Survey*, Ronald Coase Institute, in *Working Paper*, n. 2, 2003.

finale, tali possono essere ad esempio la cucitura delle maniche, la cucitura del corpo con le maniche, ricamo degli occhielli ecc.

Ai fini di un'acquisizione, l'azienda dovrà valutare correttamente se i costi di transazione risulteranno più convenienti se l'attività ad esempio di cucitura debba essere internalizzata nell'ambito del suo ciclo produttivo (si parla in questo caso di costo di transazione interno), oppure, in caso contrario, sarà necessaria una valutazione sulla possibilità di attribuire talune attività ad altri soggetti distinti garantendo una maggiore economicità in termini di sopportazione dei costi transattivi di produzione del bene finale (ovviamente si parlerà in questa ipotesi di costi di transazione esterni)⁵⁰.

⁵⁰ È necessario considerare che, esternalizzando l'attività, possano diminuire i costi di coordinamento ma aumentano di sicuro i costi delle transazioni esterne. Le motivazioni sono semplici, occorre raccogliere le informazioni sui possibili fornitori o acquirenti e negoziare con essi una transazione e, un altro elemento da non sottovalutare, l'azienda che procede potrà essere soggetta a dei comportamenti scorretti da parte degli altri contraenti. In tal caso, occorre ricordare quanto esposto dalla teoria classica dei costi di transazione secondo la quale essi esistono perché gli esseri umani presentano una razionalità limitata. Se la razionalità fosse totale non ci sarebbe alcun bisogno di procedere ad un'attività informativa talvolta dispendiosa e scarsamente garante della produttività di un'acquisizione societaria. Cfr sul punto Coase R. H., *The Institutional Structure of Production*, in *The American Economic Review*, Vol. 82, No. 4. 1992, p. 715.

6. LA VALUTAZIONE ECONOMICA DELLE AZIENDE DA ACQUISIRE. IL CASO DI UNA M&A SU UN'AZIENDA IN PERDITA

La valutazione d'azienda è un'attività complessa in cui l'indicazione finale di valore rappresenta l'espressione e la sintesi di principi, formule, professionalità ed esperienze che si fondono nel processo valutativo.

La stima del capitale economico di un'azienda è un'operazione complicata e diversa dalla semplice analisi del bilancio, in quanto quest'ultimo non è, spesse volte, strumento sufficiente per determinare tale valore⁵¹.

La valutazione può essere compiuta in relazione a diverse finalità: a) valutazione indipendente: può essere obbligatoria per legge o richiesta dai proprietari per avere una misura del valore da attribuire alla propria azienda oppure un monitoraggio della *performance* d'impresa; b) valutazione per transazioni: è effettuata preliminarmente ad operazioni di cessione, fusione, acquisizione, costituzione di *joint-venture*, quotazione in borsa; c) valutazione del rapporto di cambio: è proposta per determinare il rapporto di cambio in relazione ad operazioni di fusioni, cessioni, scissioni; d) *fairness opinion*: giudizio di congruità sul valore o sul prezzo stabilito nell'ambito di operazioni sul capitale; e) valutazione prudenziale di liquidazione: è

⁵¹ Per approfondimenti si vedano tra gli altri: Brealey R., Meyers S., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 1991; (trad.it. *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 1993); Buckley A., *International capital budgeting*, Prentice-Hall, 1996; Dallocchio M., Salvi A., *Finanza d'azienda*, Milano, 2004; Fabozzi F., Peterson P., *Financial management & analysis*, John Wiley & Sons, 2003; Massari M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, 1998; Taliento M., *La stima del valore delle "sinergie" nelle acquisizioni di aziende in esercizio*, in *Note metodologiche e rilievi economico-contabili*, Quaderni Monografici Ricerca n. 23, Roma, 2004; Guatri L., *La valutazione delle aziende*, Milano, 2007; Angiola N., *Prezzo di acquisizione, effetto sinergico e valore di avviamento: rilievi economici e contabili*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 2/1997.

funzionale alla definizione del rischio di credito di obbligazione di nuova emissione; f) valutazione per IPO (*initial public offerings*): riflette le speranze di reddito che l'impresa offre ai sottoscrittori, tenendo conto dell'impossibilità di questi di influire sulle decisioni aziendali⁵².

La determinazione del valore finale della valutazione assumerà diverse configurazioni, secondo lo scopo specifico che si intende raggiungere con la stessa attività di valutazione. Se lo scopo perseguito è quello della determinazione del reddito periodico di esercizio, ciò che scaturirà dalla valutazione sarà il capitale di funzionamento o di gestione; se invece si vuole realizzare una valutazione allo scopo di liquidare l'azienda si otterrà un valore configurabile come capitale di liquidazione. Ma anche all'interno di uno stesso scopo si potrà pervenire a valori diversi, in considerazione della posizione soggettiva di colui che effettua la stima; così, ad esempio, in un'operazione di vendita d'azienda si avrà la valutazione dell'acquirente diversa da quella del venditore in relazione all'importanza che ciascuno di essi assegna agli elementi fondamentali dell'integrazione (economie di scala e di scopo, sinergie, possibilità di acquisire quote di mercato, sfruttamento di tecnologie). Ma addirittura, anche all'interno di una stessa posizione soggettiva, si avranno diverse valutazioni che variano secondo lo scopo specifico perseguito da ciascun individuo. Ad esempio, si avrà la valutazione dell'acquirente *imprenditore* che acquista l'azienda per diventarne soggetto economico e detenerne perciò il controllo, quella dell'acquirente *investitore* che acquista l'azienda per realizzare un investimento di capitali e infine quella dell'acquirente *speculatore* che l'acquista con lo scopo di rivenderla successivamente ad un prezzo maggiorato, lucrando dunque sulla

⁵² Si veda per tutti Del Monte A., *Initial Public offerings (IPO), distanza dai centri finanziari e sviluppo regionale*", Napoli, 2008, *passim*.

differenza.

Una posizione ancora diversa è infine quella rivestita dal perito indipendente, chiamato a pronunciarsi sul valore da attribuire ad un'azienda per le sue elevate competenze professionali ed esperienza. Ciò che si vuole determinare con l'attività di valutazione è essenzialmente il valore del capitale economico dell'azienda, risultante dalla valutazione unitaria dell'intero sistema d'azienda, comprensivo di tutte le sue articolazioni di beni, persone, tecnologie, organizzazione, contratti.

Il valore attribuibile al capitale economico può essere determinato seguendo due diversi orientamenti, che porteranno a considerazioni differenti: un filone di tipo *finanziario* che considera tale grandezza come risultante dall'attualizzazione al tempo "n" dei flussi futuri di cassa attesi, sommati al valore attuale dell'azienda determinato secondo il suo valore di alienazione o liquidazione; un filone di tipo *aziendale* considera tale grandezza funzione dell'attualizzazione del reddito economico normalizzato più la consistenza patrimoniale dell'azienda⁵³.

Il valore del capitale economico dell'azienda è certamente valore da tenere distinto rispetto al capitale di bilancio e al prezzo. Il capitale di bilancio è, infatti, una grandezza di derivazione contabile e perciò frutto di considerazioni oggettive e obiettive che emergono dall'analisi dei documenti di bilancio. L'analisi relativa ai dati di bilancio, però, non consente di inglobare al suo interno quelle osservazioni di carattere finanziario non rilevate in contabilità ma che invece influenzano enormemente la determinazione del valore prospettico (andamento del mercato, congiunture economiche, avviamento)⁵⁴.

⁵³ Si veda sul punto Garegani G. M., *Le rivalutazioni nelle operazioni di fusione: una nuova opportunità*, in *Economia & Management* n. 4/2000.

⁵⁴ Cfr per tutti Garegani G. M., *Note in tema di rappresentazione in bilancio dei valori originati nelle operazioni di fusione inversa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti* 5/2008.

Il prezzo è invece un valore che riassume una valutazione prospettica ma di tipo esogeno e in ogni modo soggettiva. Questo significa che non sempre il concetto di prezzo e quello di valore coincidono perché nella determinazione del primo giocano un ruolo decisivo alcuni fattori che rientrano nelle condizioni soggettive di negoziazione. Tra queste si ricordano le asimmetrie informative che possono sussistere tra le parti contraenti e il differente potere contrattuale che una delle parti può esercitare sull'altra. Infine affinché la creazione di valore (o la distruzione) emerga nella determinazione del prezzo è necessario che vi sia la capacità dell'azienda di diffondere questo valore ed efficacia nelle comunicazioni strategico-reddituali⁵⁵.

Un particolare aspetto che merita di essere trattato concerne l'acquisizione di un'azienda in perdita. In particolar modo, occorre considerare la cessione di una struttura aziendale in perdita nel momento in cui, esperite le procedure di risanamento, queste non siano state sufficienti a garantire nemmeno la solvibilità temporanea dell'operatore economico^{56 57}. In questo caso subentra l'applicazione di

⁵⁵ Per approfondimenti si vedano tra gli altri: Fusa E., Guatri G., *La valutazione del capitale economico dell'impresa. Metodi tradizionali, innovativi ed empirici*, in *Casi pratici*, Il Sole 24ore, 1999, Milano; Conca V., *Le acquisizioni. Il processo il mercato i prezzi*, Milano, 2001; Mazzola P., *Produttività e crescita delle imprese. creare valore nel lungo periodo*, Milano, 2002.

⁵⁶ Si vedano in dottrina tra gli altri: Onesti T., *La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 5-6, 1988; Angiola N., *L'avviamento negativo*, Torino, 1997; Romano M., *La valutazione di aziende o di rami d'azienda nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 2001; Onesti T., Oricchio G., *La valutazione delle aziende con i metodi finanziari: alcune considerazioni critiche*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 2, 1996; Romagnoli I., *I metodi finanziari nella valutazione delle aziende: alcune configurazioni dei flussi di cassa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti dell'Ordine di Roma*, n. 38, 1989; Taliento M., *Il valore dell'impresa nella prospettiva dell'acquirente. Profili strategici, economici e contabili delle aggregazioni aziendali*, Torino, 2005; Zanda G., *Il valore dell'impresa nella prospettiva dell'acquirente. Profili strategici, economici e contabili delle aggregazioni aziendali*, Torino, 2005; Cardascia D. G., *Crisi d'impresa e interventi di turnaround*, in *Amministrazione & Finanza*, 2005, 23, p. 47-56; Slatter S., *Corporate recovery. A guide to turnaround management*, Penguin Book, London 1994.

⁵⁷ Appare quantomeno opportuno considerare in questa sede, la figura del c.d. *turnaround*. La fattispecie in questione consiste nell'investimento in società che versano in condizioni di tensione economico-finanziaria con l'obiettivo di risanarle, rilanciarle sul mercato e rivenderle. In genere i

alcuni principi economici che devono essere eseguiti in sede di analisi delle perdite, tali sono: 1) *il trend storico*: in quest'ottica si analizza l'evoluzione delle perdite e la loro proiezione sull'azienda, definendone il trend (crescente, decrescente, stazionario) e la successione più o meno regolare. In base ai dati disponibili è possibile evidenziare se le perdite sono saltuarie oppure persistenti, crescenti o decrescenti. L'ideale sarebbe quindi riuscire a formulare un trend dal quale ipotizzare un modello di attese per il futuro. Da ciò emerge che non è tanto rilevante l'individuazione della perdita media quanto invece il loro modo di evolversi e quindi la loro successione; 2) *Intensità*: in base all'impatto delle perdite sul fatturato o ad altri indici aziendali si può constatare se esse siano risanabili o non risanabili. Nell'analisi dell'intensità delle perdite spesso interessa maggiormente il valore relativo piuttosto che quello assoluto. L'intensità della perdita rappresenta forse l'elemento fondamentale per discernere tra perdite risanabili e non, e viene misurata frequentemente in considerazione del peso relativo sul fatturato: livelli di perdita dell'1-2% sono giudicati "lievi"; del 2-5% sono giudicati "pesanti"; dal 5 al 10% "gravi"; oltre il 10% "gravissimi".

Ovviamente l'aumentare della rilevanza della perdita determina un progressivo

soggetti che operano in questo campo sono associati alla categoria degli investitori in capitale di rischio (cioè i c.d. *private equity funds* e *venture capitalist*). Nello specifico, per quanto riguarda gli investitori in aziende in crisi, si suole distinguerli in base allo stadio o al momento della crisi in cui intervengono. A tal proposito si identificano i *later stage* con quegli investitori che subentrano prima che si verifichi il declino con lo scopo di ristrutturare l'azienda e riconvertirla in condizioni più stabili, mentre i *vulture* sono considerati quei soggetti la cui attività interviene in imprese che si trovano in stato di forte dissesto e perciò vicine alla bancarotta o alla liquidazione. La differenza si evidenzia più nella forma che nella sostanza ed è riconducibile a motivazioni storiche che associano a quest'ultima categoria una connotazione negativa, in quanto "acquistano aziende decotte a prezzi [...] pari ad una percentuale minima del valore degli *assets*, per poi rivendere gli *assets* a prezzi di mercato e ricavare un guadagno sulla differenza. Cioè i *vulture* sono considerati degli avvoltoi che hanno una mentalità cinica ed hanno il solo obiettivo di guadagnare quanto più denaro possibile, sul punto cfr. Peveraro S., *Inserito PE*, in *Mercato & Finanza*, settembre 2003; Tjong J. S., *Dragon Capital Group Corp Mergers and Acquisitions*, in *Building 2*, Shanghai, 2009 secondo cui: "a distress-debt investor is inherently a cynic with a show-me mentality and a religious focus on numbers, cash flow, and a legal contract work"; Damaradan A., *Il lato oscuro della valutazione: aziende in perdita senza passato e senza comparables*, in *Analisi Finanziaria*, n. 39/40, 2000.

abbassamento delle possibilità di recupero. L'analisi deve poi estendersi fino a valutare il rilievo della perdita sulle componenti del conto economico riclassificato; così, prendendo come riferimento il parametro EBITDA, saranno esclusi dal risultato lordo di periodo gli ammortamenti, corrispondenti a costi già sopportati e quindi assorbiti, gli oneri finanziari legati alla struttura di indebitamento dell'azienda, ed eventuali elementi straordinari di reddito perché casuali e non ordinari⁵⁸. Se la perdita non giunge fino ad intaccare gli ammortamenti il rimedio non dovrebbe indurre alla cessazione dell'attività produttiva, in quanto la perdita si verificherebbe comunque; viceversa una perdita che intacchi la struttura finanziaria dell'impresa potrebbe essere fronteggiata aumentando la rilevanza dei mezzi propri rispetto a quelli presi a prestito. Tali considerazioni devono essere prese con tutte le cautele del caso, anche se esprimono condizioni che spesso la pratica giudica rilevanti; 3) *Cause*: l'analisi delle cause che hanno provocato l'insorgere della situazione di deficit è molto importante perché consente di individuare e monitorare le zone di intervento

⁵⁸ Letteralmente tale sigla significa “*earnings before interest and tax*” ed è una misura della gestione caratteristica dell'azienda prima delle politiche di ammortamento e al lordo del costo del debito. Tale indice viene utilizzato come parte integrante del processo di valutazione del merito creditizio, tenendo conto di una serie di indici economici e patrimoniali. L'analisi deve sempre essere effettuata su un arco temporale di più anni e con un raffronto ai valori medi del settore di riferimento. L'analisi fondamentale, nella quale rientra il calcolo di tale indice nasce dalla necessità di un costante monitoraggio degli sviluppi dell'attività economica attraverso una serie di indici verificando come già accennato sopra soprattutto il loro andamento temporale. Lo scopo è quindi quello di “conoscere” meglio la propria azienda. L'ebitda viene quindi utilizzato per confrontare la redditività di una società nei diversi esercizi. Se l'Ebit cresce da un anno con l'altro, significa che l'azienda produce più utili. Alcuni profani dell'economia attribuiscono lo stesso significato a MOL ed EBITDA. Tuttavia esistono delle differenze: il margine operativo lordo (MOL) è un indicatore di redditività che evidenzia il reddito di un'azienda basato solo sulla sua gestione caratteristica al lordo, quindi, di interessi (gestione finanziaria), tasse (gestione fiscale), deprezzamento di beni e ammortamenti. I due indicatori esprimono quindi grandezze diverse: il MOL è calcolato quindi utilizzando l'utile prima di ammortamenti, accantonamenti, oneri e proventi finanziari, straordinari e imposte, l'EBITDA, invece, rappresenta semplicemente l'utile prima degli interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali. Per un maggiore approfondimento si vedano: Boeri T., Cohen R., *Analisi dei progetti di investimento: teoria e applicazioni per il project financing*, Milano, 1999; Iotti M., *La valutazione degli investimenti industriali*, Milano, 2009; Pavarani E., *Analisi finanziaria*, Milano, 2002.

sulle quali agire⁵⁹.

Nell'analisi delle perdite assume un elemento di fondamentale importanza la capacità di stimare le perdite future e perciò valutare quando l'azienda sarà in grado di sviluppare di nuovo risultati positivi. A tal fine dovrà essere valutata l'opportunità di poter fare affidamento o meno sui documenti che esprimono le capacità reddituali future dell'azienda (tipo budget e piani pluriennali). È purtroppo noto che, spesso, nel caso delle aziende in perdita si producano programmi che riflettono condizioni che difficilmente si realizzeranno nella realtà. Nel complesso si può stabilire che i budget, essendo documenti annuali che rispecchiano le condizioni operative dell'anno cui si riferiscono, possono essere considerati strumenti utilizzabili ai fini delle previsioni sugli andamenti futuri, mentre tali caratteristiche non sono riconoscibili nei piani pluriennali.

Nella pratica la mancanza di dati o informazioni attendibili conduce alla necessità di effettuare delle ipotesi semplificatrici circa le previsioni delle perdite. Si può pensare di ipotizzare un andamento costante delle perdite per un periodo limitato di tempo, per poi tornare ad un risultato positivo a partire dall'anno successivo all'arco

⁵⁹ È bene ricordare che le cause di perdita possono distinguersi in: 1) *Fattori generali*: attengono alla situazione macroeconomica, sociale e demografica del Paese o della Comunità nella quale è inserita l'azienda di riferimento; 2) *Fattori settoriali*: si collegano principalmente all'evoluzione degli scenari operativi e del contesto ambientale in cui l'azienda esercita la propria attività, e all'andamento della domanda e dell'offerta del settore di *business* in cui opera l'impresa; 3) *Fattori specifici* (dell'azienda): questi possono essere di carattere tecnico (ad esempio l'efficienza degli impianti, la produttività del personale, la validità complessiva dei prodotti, la ricerca e lo sviluppo), di marketing (fedeltà dei clienti, l'organizzazione dei punti di vendita, i prezzi dei prodotti, le quote di mercato e loro evoluzione) o infine manageriali (l'inefficienza complessiva del management può condurre a risultati negativi pur in presenza di solide basi per assicurare il successo competitivo). Si vedano in dottrina: Danovi A., Indizio G., *La letteratura in materia di crisi*, in *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento. Prevenzione e diagnosi, terapie, casi aziendali*, (a cura di Danovi, Quaglia A.), Ipoa 2008, p. 19 ss; Bradley G., *Self-serving biases in the attribution process: a re-examination of the fact or fiction question*, in *Journal of personalità & social Psychology*, XXXVI, 1978; Bertini U., *Gestione dell'azienda nel fallimento, nell'amministrazione straordinaria e nella liquidazione coatta amministrativa: profili economici*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 1991; Sciarelli S., *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Padova 1995; Sicca L., *Crisi aziendali e piani di risanamento. Aspetti pratici e prime idee per una sistemazione della materia*, in *Aa.Vv., Saggi di ragioneria e di economia aziendale. Scritti in onore di Domenico Amodeo*, Padova, 1986.

temporale di riferimento; oppure si potrebbe considerare la soluzione alternativa che consiste nell'ipotizzare un graduale ridimensionamento dell'intensità della perdita, senza raggiungere nell'immediato livelli di utili che garantiscano il pieno equilibrio economico ma ipotizzando che l'utile si formi progressivamente negli anni a seguire.

Ci sono tre opzioni percorribili per un analista incaricato di valutare un'azienda con utili negativi: *a) Normalizzare gli utili*: in questo approccio i risultati reddituali, che sono negativi, sono sostituiti con "utili normalizzati" che sono invece positivi. Le perdite correnti vengono idealmente trasformate in utili normalizzati, partendo dal presupposto che il fatto che ha generato la redditività negativa è di carattere straordinario e perciò irripetibile. Questa assunzione implicita permette tra l'altro di superare l'altra barriera concettuale che qualifica le operazioni di M&A con protagoniste le aziende in perdita, e cioè il timore che queste non siano in grado di risollevarsi e la loro situazione di squilibrio sia piuttosto patologica; *b) Aggiustare i margini*: tale approccio è basato sull'analisi dei ricavi e sulla stima dei margini operativi. Con il migliorare dello stato di salute finanziaria dell'azienda, dovrebbe verificarsi una crescita dei margini rispetto ai livelli iniziali (che sono negativi) verso parametri positivi più soddisfacenti. I ricavi previsti, di concerto con i margini, possono essere utilizzati per la stima. Una volta che gli utili assumono nuovamente valori positivi e i margini si stabilizzano, la valutazione diventa più semplice; *c) Ridurre l'indebitamento*: in tutti quei casi in cui le aziende conseguono utili negativi perché sono troppo indebitate, e non dunque a causa di problemi operativi, il modo più naturale per riportare la situazione su livelli soddisfacenti è agire sul rapporto di *leverage* dell'azienda.

Per quanto riguarda la normalizzazione degli utili, il metodo più semplice di

operare è quello di considerare gli utili medi registrati prima della situazione di crisi. Sebbene questo approccio sia dunque di facile applicazione, risulta idoneo per quelle società che hanno una lunga storia di utili alle spalle e non hanno cambiato dimensione nell'ultimo periodo. Se invece è applicato ad un'azienda che è diventata recentemente più grande o più piccola (in termini di numero di unità vendute o di fatturato) si commetterebbe un errore concettuale. La normalizzazione degli utili può essere anche realizzata facendo riferimento agli utili delle aziende comparabili presenti nel mercato, misurando la loro profittabilità sia in termini di capitale investito che di ricavi⁶⁰.

C'è poi una domanda finale che è necessario porsi e si riferisce a quando gli utili saranno normalizzati. Sostituire gli attuali risultati reddituali negativi con altri positivi è equivalente ad assumere che la normalizzazione è istantanea. Se la normalizzazione avverrà dopo alcuni periodi di esercizio, il valore ottenuto dall'attuale normalizzazione degli utili è troppo alto; la correzione più banale consiste nello scontare il valore con un periodo di tempo che rifletta il numero di anni necessari.

Per ciò che concerne invece il secondo approccio, l'analisi dei margini, ci sono due *input* chiave che bisogna recepire: il primo è stimare dei margini sostenibili che l'azienda sarà in grado di raggiungere una volta ristabilito il proprio equilibrio finanziario. Per individuare tali margini abbiamo di nuovo le due possibili fonti identificate in precedenza relative cioè alla storia passata della società e ai dati delle aziende comparabili (se tutte le aziende del settore stanno perdendo soldi ovviamente tale indicatore non ha senso). Il secondo *input* è la considerazione del periodo di

⁶⁰ Si veda sul punto Gagliardi G., *Analisi critica del piano di investimento: i flussi di cassa prospettici*, articolo pubblicato su *Amministrazione & Finanza* n. 3, 2001.

aggiustamento necessario affinché gli attuali margini, che sono negativi, si trasformino nei margini sostenibili individuati. Questo secondo aspetto dipende da quanto lontani sono i margini desiderati rispetto a quelli attuali (generalmente maggiore è la differenza, più lungo sarà il periodo di aggiustamento) e dalle ragioni della differenza. Ad esempio, se la differenza è dovuta ad economie di scala, la lunghezza del periodo di aggiustamento dipenderà da quanto velocemente si prevede che cresceranno i ricavi.

Il terzo approccio, relativo alla riduzione dell'indebitamento, ha come presupposto il fatto che molte aziende contraggono più debiti di quelli che possono sostenere, date le condizioni operative. Questo può essere dovuto a molteplici ragioni tra le quali vale la pena ricordare il caso delle società che operano in mercati che richiedono grandi investimenti, e relativi estesi periodi di gestazione degli investimenti, che devono assicurarsi una grande quantità di risorse per poterli finanziare, oppure le società che decidono di procurarsi mezzi finanziari per poter promuovere campagne di marketing che daranno i loro frutti solo in un momento successivo, oppure ancora le società da poco costituite. In casi come questi, sarà opportuno stimare il livello di debiti che l'azienda può permettersi date le entrate e i *cash flows* e ridurre il *leverage* di conseguenza⁶¹.

Le due questioni fondamentali da affrontare in quest'ottica sono l'individuazione di un livello ottimale di debiti (può essere fatto attraverso una tradizionale analisi del costo del capitale o guardando al livello di debito delle aziende comparabili) e come

⁶¹ Per approfondimenti si vedano: Chenhall R., *The role of management control systems in planned organization a change: an analysis of two organizations* in *Accounting Organizations and Society*, Oct, Vol. 32, n. 7/8, 2007; Davila A. e Foster G., *Management accounting systems adoption decisions: evidence and performance implications from early-stage/startup*, in *Accounting Review*, Oct, Vol. 80, n. 4, 2005; De Pamphilis D.M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities Fourth Edition*, Burlington Academic Press, 2008.

aggiustare il livello di indebitamento. Questo secondo aspetto è senz'altro più delicato perché significa valutare come tagliare fondi ad un'entità che sta già perdendo liquidità⁶².

Se gli utili sono negativi a causa di fenomeni transitori, come ad esempio un improvviso e inaspettato sbalzo del tasso di cambio o qualche altro fattore momentaneo, occorre una forte motivazione per l'applicazione della normalizzazione degli utili. Allo stesso tempo questo approccio appare un rimedio appropriato per i problemi ciclici che riguardano un intero settore dai quali scaturiscono perdite a causa di una recessione globale. Gli utili in questi casi tendono a riassetarsi su livelli normali non appena la recessione termina. Come saranno normalizzati gli utili dipende dalle caratteristiche proprie dell'azienda oggetto di valutazione, con la distinzione, già menzionata in precedenza, tra le aziende che hanno subito cambiamenti in dimensioni e quelle rimaste invariate. Se invece gli utili sono negativi per problemi strutturali, piuttosto che per problemi operativi di lungo periodo che riguardano l'azienda in particolare o l'intero settore, l'aggiustamento dei margini su livelli sostenibili e la contemporanea crescita dei ricavi sembrerebbe essere la soluzione più congeniale.

Infine, nel caso in cui il problema sia dovuto ad uno squilibrato rapporto di *leverage*, la soluzione risiede nell'identificare un *debt ratio* ottimale, date le attuali condizioni operative.

Passando alla concreta valutazione di un'azienda in perdita da acquisire mediante

⁶² Ci sono tre possibili percorsi da attuare: a) posticipare il pagamento e utilizzare il *cash* generato per pagare i debiti (questo però potrebbe comportare un costo ulteriore relativo all'aumentare del periodo di ristrutturazione e quindi del rischio connesso all'attività); b) aumentare il tasso di crescita dei ricavi e delle entrate operative (se il valore dell'azienda cresce e il livello di debiti rimane costante, il rapporto di *leverage* diminuisce); c) immettere *equity* (anche se questa soluzione può sembrare non attrattiva per un'azienda che sta perdendo soldi, talvolta rappresenta l'unica alternativa percorribile).

un'operazione M&A, dovranno essere considerati tre elementi fondamentali: il valore del capitale, le sinergie e il premio per il controllo.

Per quanto concerne il primo elemento, nella determinazione del valore economico del capitale, bisogna tener conto che esiste un limite superiore ed un limite inferiore al di sotto del quale la valutazione non può scendere: il primo è rappresentato dal valore patrimoniale dell'azienda stessa rettificato a valori correnti (dato che l'azienda in perdita deve comunque scontare un *badwill*), mentre il secondo è rappresentato dal valore di liquidazione, che è dato dal presumibile valore di realizzo ricavabile dalla cessione delle singole attività aziendali.

Un'altra considerazione da fare è quella che riguarda il valore attribuibile ad un'azienda funzionante. Infatti, lo stato critico dell'azienda in perdita, nell'ottica di un'eventuale acquisizione, non può cancellare il fatto che ad essa venga riconosciuto un valore soltanto perché trattasi di complesso economico in moto e già funzionante⁶³.

È necessario considerare che gli elementi abitualmente utilizzati per valutare un'azienda non possono essere utilizzati in questa sede di analisi; essi, fanno infatti

⁶³ Si ricordi che per costituire un'azienda *ex novo*, è necessario sostenere una serie di costi che è possibile risparmiare nel caso di acquisto di un complesso già collaudato. È questo il concetto del *“going concern value”* elaborato per la prima volta dalla *Supreme Court* di Los Angeles nel 1933, che deriva dalla considerazione secondo la quale, in passato, l'azienda ha sostenuto degli oneri che evita di far sostenere all'acquirente e che per questo è giusto che le vengano riconosciuti in sede di valutazione; si fa riferimento, nello specifico, alle spese di costituzione, ai processi produttivi integrati, all'organico addestrato, al *know how* acquisito, alle relazioni con gli interlocutori esterni quali clienti, banche, fornitori, e infine agli altri beni immateriali come nome o marchio riconosciuti, brevetti, licenze ecc. Per maggiori approfondimenti sul tema si vedano: Taliento M., *Il valore dell'impresa nella prospettiva dell'acquirente. Profili strategici, economici e contabili nelle aggregazioni aziendali*, Torino, 2005, *passim*; Angiola N., *Prezzo di acquisizione, effetto sinergico e valore di avviamento: rilievi economici e contabili*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 2, 1997; Onesti T., Oricchio G., *La valutazione delle aziende con i metodi finanziari: alcune considerazioni critiche*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 2, 1996; Romano M., *L'impairment test dell'avviamento nella prospettiva del “full good will method”*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 6, 2007; Facchinetti I., *Contabilità analitica, calcolo dei costi e decisioni aziendali: metodologie, soluzioni operative e casi*, Il Sole 24 ore, Milano, 2001, p. 6 ss; Demattè C., *Teoria del valore: serve davvero per guidare meglio le imprese?*, in *Economia & management*, febbraio, 1997; Piva S. e Cal. D., *La retribuzione del management direttamente correlata alle performance di valore aziendale*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 6, 1998.

riferimento agli utili operativi o ai flussi di cassa futuri da scontare ad un tasso considerato adeguato. Il calcolo risulta agevole quando si è in presenza di aziende solide dal punto di vista dell'equilibrio finanziario che sono in grado quindi di generare dei risultati positivi; tutt'altro discorso si presenta invece quando l'azienda è in perdita.

Tra gli altri problemi, inoltre, di fronte all'analista incaricato della valutazione, si pone la questione concernente la non stimabilità del tasso di crescita futuro degli utili in conformità a quelli passati, proprio perché nel caso in oggetto questi non esistono.

Il tasso di crescita degli utili non può essere stimato o usato nella valutazione. Questo è il primo e forse più ovvio concetto da prendere in considerazione. Infatti, quando l'attuale situazione reddituale è negativa, l'applicazione di un tasso di crescita dei redditi rende la valutazione ancora più negativa.

Per quanto riguarda le sinergie, si consideri che l'acquisizione di un'azienda in perdita è certamente un'operazione rischiosa perché correlata a panoramiche di incertezza notevoli, data l'attuale assenza di redditi dell'azienda *target*⁶⁴. In un'operazione di M&A, dovrà essere predisposto un piano di ristrutturazione dal quale si evinca un ritorno alla redditività tale da giustificare l'investimento ma come già ricordato in altra sede, possono essere molteplici i motivi che spingono l'acquirente a procedere nell'operazione. Tra di essi, merita un approfondimento

⁶⁴ Sul punto si vedano tra gli altri: Hamel G., Doz Y., Prahalad C.K., *Collaborate with your Competitors and Win*, in *Harvard Business Review*, January-February, 1999; Garzella S., *Il governo delle sinergie*, 2001, Torino, *passim*; Andrews K.R., *The Concept of Corporate Strategy*, Dow Jones-Irwin, New York, 1971; Barretta A., *La misurazione dei risultati gestionali d'impresa, di processo e d'attività*, Padova, 1999; Bruni G., *Evoluzione e prospettive degli strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali*, in *Strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali*, Atti del Convegno AIDEA 1987, CLUEB, Bologna, 1988; Dent J. F., *Strategy, organization and control: some possibilities for accounting research*, in *Accounting Organizations and Society*, 15, 1990; Granlund M., *Management accounting systems integration in corporate mergers. A case study*, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 16, n. 2, 2003, p. 208-243.

particolare la ricerca di sinergie⁶⁵ che si distinguono in : 1) *Sinergie operative*: in un'acquisizione di tipo orizzontale, le principali fonti di sinergia sono le economie di scala. Ciò significa che i costi medi per prodotto diminuiscono all'aumentare della produzione. Così, si possono ripartire i costi fissi su una produzione più grande, ovvero, su un fatturato più alto; si può inoltre migliorare l'impiego dell'utilizzazione della capacità produttiva di ciascuna entità ed eliminare le poste che hanno un doppio impiego. È per questa ragione che è necessario esercitare un controllo stretto e coordinato dell'insieme della catena di produzione. È anche possibile trarre vantaggio dalle attività complementari. Infatti per una società può essere vantaggioso fondersi con un'altra società per beneficiare da subito di una struttura commerciale già collaudata piuttosto che doverla sviluppare totalmente in autonomo. Infine, si può migliorare l'efficienza dei servizi amministrativi limitandone i costi ed estendendo all'insieme del nuovo gruppo le procedure contabili, di controllo di gestione, di *reporting*. I miglioramenti dell'efficienza operativa costituiscono gli obiettivi più importanti quando la stabilità di un mercato cambia rapidamente sia a causa di nuovi sviluppi tecnologici, sia per l'avvento di nuove regole del gioco (entrata di un nuovo attore, nuova legislazione, apertura verso nuovi mercati, ecc.); 2) *Sinergie finanziarie*: con le fusioni e acquisizioni le imprese possono abbassare i loro costi finanziari. Esse acquistano una quota di mercato e una dimensione economica sufficiente per fare appello al mercato dei capitali (emissione di azioni e/o di obbligazioni) o per beneficiare di una migliore posizione contrattuale nelle negoziazioni con gli istituti di credito. Una fusione condotta nel migliore dei modi può anche permettere di ridurre il rischio inerente ai debiti (rischio di insolvenza,

⁶⁵ Cfr per tutti Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Lezioni di Economia Aziendale*, Bologna, 1994, p. 375-377.

rischio di fallimento, rispetto degli indici d'indebitamento), questo può convincere le banche ad accordare dei tassi di interesse più vantaggiosi. C'è anche da considerare però che gli azionisti della nuova impresa garantiscono ormai i debiti della nuova entità, più grande, e attendono dunque una remunerazione più alta (premio per il rischio più elevato). Le acquisizioni permettono di beneficiare di altri vantaggi fiscali non trascurabili in termini di creazione del valore: è questo il caso in esame, cioè dell'acquisto di un'azienda in perdita, dal quale il gruppo può beneficiare della deducibilità delle perdite; 3) *Sinergie di mercato*: le fusioni orizzontali causano una concentrazione degli attori su un dato mercato e questo ha come conseguenza una minore pressione sui prezzi. Detto in altre parole, la nuova entità può permettersi in un primo tempo, se essa non opera in un mercato troppo competitivo, di aumentare i suoi prezzi. Questo può certamente rendere più appetibile il mercato per i nuovi entranti, alla sola condizione che le barriere all'entrata non siano troppo elevate. In tale contesto è diverso l'apporto che dà al mercato la concentrazione orizzontale, da un lato, e la concentrazione verticale dall'altro. La prima conferisce agli attori una forza di mercato importante che può essere dissuasiva, la seconda mette i nuovi potenziali entranti nell'obbligo di gestire più attività nella catena del valore per mettere piede nel settore.

Il valore totale della nuova entità, a seguito dell'operazione di M&A, è dato perciò dal valore dell'azienda acquirente sommato a quello dell'azienda *target* più il valore attuale netto delle sinergie (NPV = *Net Present Value*)⁶⁶.

Per quanto riguarda infine il premio per il controllo, occorre considerare altresì la competenza e le capacità del *management*. Questa osservazione merita ancora più

⁶⁶ Sul punto si veda Merna A., Merna T., *Development of a Model for Risk Management at Corporate, Strategic Business and Corporate Level*, in the *Journal of Structured and Project finance*, 2004, p. 79-85.

attenzione nel caso delle aziende in perdita, per le quali è ipotizzabile una diretta imputabilità del cattivo andamento della gestione al management che fin lì l'ha condotta. In riferimento alla porzione di azienda ceduta scaturiscono diverse implicazioni per la valutazione. Se la quota ceduta fornisce anche degli interessi di controllo della società (come ad esempio la facoltà di rimpiazzare il *management*) dovrebbe incorporare un valore sensibilmente più alto rispetto al caso in cui non conferisca tali poteri. Questo valore viene normalmente qualificato come premio per il controllo⁶⁷. In genere, questo significa che il 51% di un'azienda dovrebbe essere valutato, rispetto al 49%, in misura proporzionalmente maggiore del 2% di scarto. Mentre l'intuizione del valore di controllo è abbastanza semplice, stimare quanto esso valga è un'operazione un po' più complicata. Il valore del controllo è pari alla differenza di due valori, il valore dell'azienda gestita in maniera ottimale e il valore dell'azienda con l'attuale *management*⁶⁸.

⁶⁷ Per i dovuti approfondimenti si vedano: Massari M., *Valore dei pacchetti di controllo e premio di maggioranza*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 1, 1989; Bigelli M., Mengoli S., *Acquisizioni di imprese e benefici privati dei gruppi di controllo: alcune evidenze empiriche per il mercato italiano*, in *Finanza marketing e produzione*, n. 1, 1999; Dyck A., Zingales L., *Private Benefit of Control: an International Comparisons*, in *The Journal of Finance*, Vol. 59, n. 2, 2004.

⁶⁸ In pratica se il valore attuale della società è pari a €100 milioni e il valore della stessa società condotta in maniera ottimale è stimato essere €150 milioni, la differenza di valore tra il 49% e il 51% delle azioni può essere calcolata come segue: Valore della quota= 1) di controllo = $51\% * \text{optimal value} = 0.51 * 150 = €76.5$ milioni; 2) di non controllo = $49\% * \text{status quo value} = 0.49 * 100 = €49$ milioni. Il 2% addizionale di controllo (da 49 a 51%) ha un effetto spropositato sul valore a causa del controllo. Il valore attribuito al controllo sarà maggiore nel caso delle aziende in perdita, che si presume siano condotte in maniera non ottimale, mentre sarà vicino allo zero per quelle società gestite in modo quasi impeccabile. Lo stesso procedimento può essere adottato con riferimento alla distinzione tra le azioni che conferiscono diritto di voto e quelle con diritto di voto limitato o assente. Anche in questo caso il valore delle azioni sarà diverso perché gli interessi di controllo conferiti sono diversi.

7. L'ASPETTO FISCALE NELLE DIVERSE OPERAZIONI SOCIETARIE

Più volte nel corso degli ultimi anni il legislatore ha individuato nella leva fiscale un utile strumento per realizzare l'auspicabile obiettivo di politica industriale della crescita dimensionale dell'impresa. Gli ultimi anni sono stati cruciali per il sistema produttivo italiano. Le piccole e medie imprese hanno dovuto affrontare la sfida dei mercati internazionali, ridefinendo radicalmente processi produttivi e organizzativi e facendo leva ancora una volta sulla capacità di adattamento, sull'innovazione e sul capitale umano e professionale dei propri lavoratori.

In un clima di tale proporzioni, il sistema degli incentivi fiscali ha permesso il rilancio non solo di una singola entità produttiva, ma di un intero comparto o settore di mercato. Di qui la nascita dei distretti industriali, dei consorzi e dei network di impresa⁶⁹. A tal fine, soprattutto nel caso delle aziende in perdita, la possibilità di

⁶⁹ In particolare, si deve ricordare la legge n. 266/2005 (Legge finanziaria 2006) che ha introdotto interessanti novità in materia di distretti produttivi con lo scopo di favorire la creazione di filiere industriali per lo sviluppo di aree territoriali e settori economici. L'applicazione di tale normativa, in seguito estesa dalla Legge finanziaria del 2009 alle reti d'impresa, ha determinato le caratteristiche e le modalità di individuazione dei distretti produttivi definendoli «libere aggregazioni di imprese articolate sul piano territoriale e sul piano funzionale, con l'obiettivo di accrescere lo sviluppo delle aree e dei settori di riferimento, di migliorare l'efficienza nell'organizzazione e nella produzione, secondo principi di sussidiarietà verticale ed orizzontale, anche individuando modalità di collaborazione con le associazioni imprenditoriali». L'integrazione funzionale e strutturale può essere agevolata mediante apposite norme che incoraggino la fusione tra imprese sul modello delle disposizioni della Legge finanziaria 2007 che ha previsto il c.d. "*bonus aggregazioni*". Si tratta di un meccanismo di pianificazione fiscale e gestionale per i soggetti interessati ad attuare un processo di crescita dimensionale. Tale norma (in vigore fino al 31 dicembre 2008) dispone che, a determinate condizioni ed entro certi limiti, possano trovare riconoscimento sul piano fiscale i maggiori valori contabili che emergono in capo alla società risultante per effetto dell'operazione di aggregazione, e quindi del disavanzo da concambio in caso di fusione o scissione o dei maggiori valori iscritti nella contabilità del soggetto conferitario nel caso di aggregazione mediante conferimento d'azienda. In questo modo la società che risulta dall'aggregazione potrà beneficiare di maggiori ammortamenti deducibili e quindi versare minori imposte. La *ratio* della norma è chiara: prevedere un'agevolazione per incentivare le imprese a unire le proprie attività e competenze. Purtroppo la norma, pur se vista con notevole interesse dagli imprenditori italiani, ha avuto un'applicazione pratica piuttosto limitata a

dedurre i risultati negativi pregressi può senz'altro costituire un'opportunità per la quale vale la pena condurre in porto un'operazione di M&A.

Il nodo centrale alla base della situazione in esame consiste nella possibilità di sfruttare le perdite pregresse per compensare gli utili della società acquirente. Alcune volte un'azienda può trovarsi in situazioni per le quali possiede potenziali benefici fiscali che però non è in grado di sfruttare perché non riesce ad originare profitti dai quali dedurli. Analizzando bene la questione è facile comprendere come in realtà si tratta di una tattica di elusione fiscale e per questo in tutti i regimi fiscali procedure di questo genere sono in qualche modo limitate e arginate. Il fenomeno in Italia è esploso con riferimento alle cosiddette “bare fiscali”, cioè società totalmente prive di alcuna attività economica tenute in vita artificiosamente con il solo scopo di poter usufruire dell'unica dote di cui ancora godono, cioè considerevoli ammontari di perdite fiscalmente deducibili, da sfruttare mediante la fusione con società ancora attive e redditizie. Il legislatore italiano è intervenuto per evitare l'abuso di questa prassi operativa introducendo disposizioni che limitano fortemente la possibilità di perseguire tali metodi⁷⁰.

Il co. 5° dell'art. 123 del Tuir indica una condizione preliminare alla possibilità di dedurre le perdite riportate da una società nel caso di una fusione proprio per evitare che l'operazione sia animata esclusivamente da tale intento. In particolare è stabilito che la possibilità di riporto delle perdite è subordinata al dinamismo della società che possiede perdite fiscali pregresse. Questo significa che la società deve essere ancora “vitale” ovvero essa lo è se dal conto economico della stessa, riferito al periodo

causa degli eccessivi vincoli tecnici previsti. Cfr. sul punto Snichelotto M. Pegoraro A., *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, in *Rivista*, 3, 2009, p. 21-24.

⁷⁰ Per approfondimenti sul tema in questione si veda il recente contributo di Salvadeo S., Tedeschi G., *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*, Milano, 2010, *passim*.

precedente a quello in cui la fusione è stata deliberata, risulta un ammontare di ricavi e un ammontare di costi per il personale dipendente superiore al 40% della media dei due esercizi precedenti⁷¹.

Nel caso in cui queste condizioni non fossero soddisfatte verrebbe a decadere la possibilità di sfruttare le perdite pregresse. Rispettato questo primo limite, sono poi previste una serie di restrizioni di carattere quantitativo. Una di queste si ha a proposito della possibilità, per la società acquirente, di fruire delle perdite solamente nella misura del patrimonio netto della società che le ha conseguite così come risulta dall'ultimo bilancio approvato o, in mancanza, dal bilancio di fusione. Per evitare facili elusioni di questa norma è dettato che, ai fini della determinazione del patrimonio netto, non rilevano i conferimenti effettuati nei 24 mesi precedenti alla data cui si riferisce la situazione patrimoniale. Una seconda restrizione si ha poi nel caso in cui la società acquirente abbia proceduto alla svalutazione con rilevanza fiscale della partecipazione detenuta nella società acquisita. In tal caso, infatti, verrebbe a beneficiare due volte delle perdite subite dalla società acquisita.

La compravendita delle partecipazioni comporta anzitutto in capo al venditore effetti fiscali di differente profilo, a seconda che l'alienante sia un soggetto imponibile IRES, ovvero persona fisica, società semplice, ente, associazione non commerciale, comprese le *Onlus*, che conseguano plusvalenze al di fuori dell'esercizio di un'attività commerciale.

Per i soggetti IRES, la plusvalenza è in genere tassata nel periodo di imposta del suo realizzo; se la partecipazione risulta iscritta nelle immobilizzazioni finanziarie per un periodo minimo di tre anni, la plusvalenza può essere tassata in quote costanti,

⁷¹ Cfr. Brealey R.A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, Milano, 2011, 6° ed., *passim*.

al massimo in cinque esercizi (incluso quello in cui si è verificato il realizzo). L'imposta applicata sarà quella ordinaria del 27,5%. A tale regime fa eccezione il sistema della c.d. "*participation exemption*", che consente una parziale esenzione dall'IRES, purché concorrano determinati requisiti (*ex art. 87 T.U.I.R.*). Attualmente, le plusvalenze realizzate dalla cessione scontano un'imposizione sul 5% del suo ammontare e quindi una tassazione su 100 pari all'1,375%, ove ricorrano i seguenti requisiti: *a)* possesso ininterrotto per almeno dodici mesi; *b)* classificazione tra le immobilizzazioni finanziarie fin dal primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso; *c)* residenza della società partecipata non in Stati a regime fiscale privilegiato ovvero, nel caso di residenza in tali Stati, all'esito della positiva procedura di interpello nella quale si sia dimostrato che non si è assoggettati ad un regime di favore; *d)* esercizio di un'impresa commerciale. Vi sono al riguardo due presunzioni assolute: *i)* non è commerciale l'attività della società il cui valore del patrimonio è prevalentemente costituito da immobili; *ii)* è sempre commerciale l'attività di società quotata⁷².

Completamente differente è il regime di tassazione applicato alle persone fisiche e agli enti non commerciali, per le plusvalenze conseguite a seguito della cessione di partecipazioni. Al riguardo, trova applicazione un differente regime a secondo che la partecipazione sia "qualificata" ovvero "non qualificata". Sono partecipazioni qualificate quelle che: *i)* superano il 2% dei voti, o sono superiori al 5% del capitale sociale, per le società quotate; *ii)* superano il 20% dei voti o sono superiori al 25%

⁷² Si vedano sul punto: Damoradan A. , *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw Hill Italia, 1996, p. 219 ss; Guatri L., *Valutazioni "assolute" e "relative" a confronto*, in "*La valutazione delle aziende*", n. 24/2002; Massari M., *La valutazione d'azienda: l'evoluzione della dottrina*, in *La valutazione delle aziende*, n. 15/1999.

del capitale sociale, per le società non quotate⁷³. Sono partecipazioni non qualificate quelle inferiori alle soglie sopra indicate.

Le plusvalenze realizzate su partecipazioni qualificate concorrono per il 49,72% del loro ammontare a formare il reddito imponibile IRPEF e sono inoltre soggette alle addizionali regionale e comunale. Le plusvalenze realizzate su partecipazioni non qualificate sono assoggettate all'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi del 12,50%.

Ai fini della verifica dei limiti quantitativi si considerano le cessioni effettuate nell'arco di 12 mesi.

Con l'acquisto della partecipazione l'acquirente diviene proprietario della società *target*. E' certamente vero che le azioni (quote) conferiscono al titolare soltanto l'insieme di posizioni giuridiche favorevoli (i diritti patrimoniali e amministrativi) e sfavorevoli, previsti dalla legge, ma non un diritto di proprietà su una frazione del patrimonio sociale, in quanto quest'ultimo fa capo unicamente alla società. Tuttavia, come è stato autorevolmente sostenuto⁷⁴, le azioni (e le quote) delle società di capitali costituiscono beni di "secondo grado", in quanto non sono del tutto distinti e separati da quelli compresi nel patrimonio sociale e sono rappresentativi delle posizioni giuridiche spettanti ai soci, in ordine alla gestione ed alla utilizzazione di detti beni, funzionalmente destinati all'esercizio dell'attività sociale; pertanto, i beni ricompresi nel patrimonio della società non possono essere considerati del tutto estranei all'oggetto del contratto di cessione delle azioni (o delle quote) societarie, quantomeno avendo riguardo alle determinazioni dei contraenti.

⁷³ Si vedano i paragrafi 17 e 18 degli Orientamenti. Il medesimo assunto è contenuto nel considerando 32 del nuovo regolamento.

⁷⁴ Cfr. Rivolta M., *La disciplina della cessione dei crediti d'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, p. 718; Ascarelli T., *Personalità giuridica e problemi delle società*, in *Problemi Giuridici*, Milano, 1959, Tomo I, p. 236-242; Oppo G., *Sui principi generali del Diritto Privato*, in *Riv. Dir. Civ.*, 5, 1991, I, p. 490.

Conseguentemente, è facile percepire l'interesse che il titolare della partecipazione acquisita abbia per la consistenza patrimoniale della società: di talché, eventuali passività inesprese di carattere fiscale potrebbero compromettere in misura maggiore o minore il "valore" del bene acquisito.

Pertanto, una importante considerazione sulla quale riflettere è che, acquistando la partecipazione, l'acquirente si trova esposto a, e "responsabile" di, ogni eventuale sopravvenienza passiva fiscale che dovesse emergere in capo alla società, nei limiti della prescrizione. Il principio che discende da siffatta considerazione è che *"l'acquirente delle azioni (o quote) di una società di capitali si trova esposto ad ogni eventuale rischio di sopravvenienza passiva fiscale, ricollegabile al comportamento ed alla gestione societaria pregressa e anteriore all'acquisizione"*. Si tratta di una potenziale responsabilità in merito alle imposte dirette ed indirette gravanti sull'attività posta in essere dalla società. E' pertanto evidente che l'assunzione di tale rischio dovrà essere valutata attentamente dall'acquirente, non solo in termini di garanzie da richiedere al venditore, ma anche (e soprattutto) in termini di valutazione degli effetti che possano avere eventuali contestazioni di natura fiscale sul corretto funzionamento aziendale⁷⁵.

Da un lato, infatti, attraverso la cessione delle azioni (o quote), il venditore conseguirà il prezzo liberandosi da ogni pregressa responsabilità (salvo eventuali garanzie contrattuali), mentre – come visto – l'acquirente subentrerà in tutte le potenziali responsabilità gravanti sulla società acquistata⁷⁶.

⁷⁵ Per un approfondimento si veda Ficari V., *Spunti in materia di avviamento negativo e base imponibile ai fini dell'imposta di registro*, in *Bollettino tributario d'informazioni*, 2006, n. 19, p. 1509.

⁷⁶ Sul punto si vedano: Dominici R., *La valutazione delle partecipazioni nelle società non quotate. Nota a circolare*, in *Corriere tributario*, 2004, n. 8, p. 639; Santi A., *La valutazione delle partecipazioni in società non quotate nelle imposte sui trasferimenti, tra capacità contributiva e certezza del diritto-Nota a sentenza*, in *Rivista di diritto tributario*, 2004, n. 6, p. II, p. 314.

Un'altra fattispecie da analizzare concerne il pagamento delle imposte dirette ed indirette nell'ambito della cessione dell'azienda. Per quanto riguarda la posizione del venditore, va rilevato che la differenza tra il corrispettivo pattuito ed il valore netto dei beni aziendali determina la plusvalenza tassabile, la quale rientra, salvo casi particolari, nell'ambito del reddito d'impresa (con esclusione dell'applicazione dell'IRAP). La tassazione varia in funzione: *i*) della natura del soggetto cedente; e *ii*) del periodo di possesso dell'azienda.

Focalizzando l'attenzione sull'ipotesi che il cedente sia una società di capitali, la tassazione sarà quella normale nel caso di possesso inferiore a tre anni. Qualora invece il possesso sia almeno di tre anni, si potrà optare tra il regime normale ed il regime normale differito. Quest'ultimo consente al cedente di frazionare le plusvalenze su massimo cinque esercizi, così rateizzando la tassazione.

Per quanto invece si riferisce all'acquirente dell'azienda, il medesimo dovrà iscrivere in bilancio le attività e le passività che costituiscono l'azienda. Il regime fiscale di ammortamento dei singoli cespiti sarà quello previsto per le singole tipologie di beni. Nel caso in cui il prezzo di cessione dell'azienda sia stato fissato in modo globale e non analitico per ciascun cespite, i relativi valori non sono determinabili insindacabilmente dall'acquirente, dovendo tali valori essere soggetti al criterio della correttezza e veridicità di bilancio che impone l'iscrizione degli elementi attivi e passivi in base al loro valore reale⁷⁷.

⁷⁷ In giurisprudenza si veda Cass. 16 aprile 2008 n. 9950 in <http://www.quagliarella.com/tef29.html>. Per quanto riguarda i contributi dottrinari si vedano tra gli altri: Sepio G., *Imputazione del prezzo di acquisto dell'azienda e accollo di debiti aziendali tra fisiologia e patologia*, in *La fiscalità delle operazioni straordinarie d'impresa* a cura di Lupi R., Stevanato D., Milano, 2002, p. 187 ss; Petteruti G., *Imposte fisse e pluralità di oggetti o negozi*, in *Studio CNN*, n. 144/2008; De Mita E., *Diritto tributario e diritto civile. Profili costituzionali*, in *Le ragioni del diritto, Scritti in onore di L. Mengoni*, III, Milano, 1995, p. 1834 ss.; Cipollina S., *La legge civile e la legge fiscale*, Padova, 1992; Allena M., *Sull'applicabilità dei principi civilistici al diritto tributario*, in *Dir. prat. trib.*, 1999, I, p. 1776 ss.; Baralis G., *Influenze della legislazione tributaria sulla legislazione civile. Anche modifiche "indotte"*

La responsabilità dell'acquirente, in relazione all'azienda acquisita, è solidale con il venditore, ferma restando la preventiva escussione dello stesso, e sarà limitata, sotto il profilo fiscale, all'esercizio in corso al momento dell'acquisizione ed ai due esercizi precedenti, ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 472. Inoltre, la responsabilità è limitata al valore dell'azienda acquisita. Peraltro l'Agenzia delle Entrate è tenuta a rilasciare, su richiesta dell'interessato, un certificato sull'esistenza di contestazioni in corso e di quelle già definite per le quali i debiti non sono stati soddisfatti. Il certificato, se negativo, ha pieno effetto liberatorio del cessionario, il quale è del pari liberato ove il certificato non sia rilasciato entro quaranta giorni dalla richiesta⁷⁸.

Per quanto riguarda il contratto di cessione dell'azienda, è prevista una registrazione che va effettuata nel termine di 20 giorni dalla stipulazione dell'atto stesso. La base imponibile è il valore corrente che è dato dal valore complessivo dei cespiti, dedotte le passività ad essi imputabili. L'Ufficio del Registro può procedere a rettifica dei valori sulla base del valore venale in comune commercio. In genere, la cessione d'azienda è soggetta all'imposta di registro in ragione del 3%, salvo che sia composta di beni soggetti ad aliquote diverse, come per esempio gli immobili. In tale ipotesi, sul valore degli immobili, deducendo eventuali passività imputate proporzionalmente al predetto valore, troverà applicazione l'imposta in ragione del 7%, oltre alle imposte ipotecarie (2%) e catastali (1%). La base imponibile è data dal valore corrente, ossia dal valore venale dell'azienda, ferma restando la diversa base imponibile per gli immobili, per i quali, ove risultino indicati corrispettivi distinti, è

alla legislazione civile, in *Studio n. 4129*, 16 dicembre 2002 in Consiglio Nazionale del Notariato, *Studi e materiali*, 2003, 2, p. 403.

⁷⁸ Si veda per tutti Ravaccia M., *Definizione di azienda e utilizzabilità del valore venale definito per l'imposta di registro anche ai fini dell'IRPEF (nota a Comm. Prov. Milano, sent. 2 marzo 1999, n. 86)*, in *Riv. giur. trib.*, 2000, p. 168.

preclusa la possibilità di rettifica dei valori da parte dell'Ufficio, se il corrispettivo indicato non è inferiore a quello risultante sulla base del parametro contabile⁷⁹.

L'imposta di registro è dovuta, in solido, dall'acquirente e dal venditore, anche se generalmente il relativo onere è posto a carico dell'acquirente. Come previsto per le imposte dirette, sussiste anche per le imposte indirette la responsabilità solidale del cessionario, ferma restando la preventiva escussione del cedente, per il pagamento delle imposte relative all'anno nel quale avviene la cessione ed ai due anni precedenti. Nel caso in cui siano trascorsi 40 giorni dalla richiesta senza il rilascio del certificato, l'acquirente è liberato da ogni responsabilità.

Un ultimo aspetto di natura fiscale che resta da analizzare, concerne gli effetti del conferimento per la società conferente e per la conferitaria, nonché gli effetti della successiva vendita della partecipazione⁸⁰.

L'azienda ha di regola un valore diverso da quello contabile, dovuto a plusvalori latenti nei suoi cespiti, ad un eventuale valore di avviamento, ecc. Ciò comporta che il valore di realizzo sia superiore al valore netto contabile.

Dal punto di vista fiscale, l'operazione di conferimento è neutrale. Tuttavia, la società conferitaria può ottenere il riconoscimento dei maggiori valori presenti in bilancio, pagando un'imposta sostitutiva. Per il soggetto conferente non emergono plusvalenze tassabili per effetto del conferimento. La società conferente dovrà assumere come valore fiscale della partecipazione ricevuta, l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto dall'azienda conferita. Conseguentemente, la conferente potrà iscrivere in contabilità la partecipazione ricevuta al suo valore effettivo, ma nel

⁷⁹ Cfr Martani G., *La cessione d'azienda: Aspetti fiscali - le imposte indirette e la responsabilità del cessionario*, in http://www.gbsoftware.it/ElencoNews/La_cessione_d-azienda_-3-Aspetti_fiscali_-le_imposte_indirette_e_la_responsabilità_del_cessionario.asp.

⁸⁰ Per un approfondimento sul punto si veda Miele L., *Il trattamento fiscale della riserva da conferimento*, in *Corriere Tributario* n. 10/2001, p. 710.

caso di successiva vendita della partecipazione il valore di carico riconosciuto alla stessa è pari al costo fiscale dell'azienda conferita.

La società conferitaria iscriverà in contabilità i beni ricevuti allo stesso valore che avevano presso il conferente. Come sopra accennato, la società conferitaria ha tuttavia la facoltà di optare per il riconoscimento dei maggiori valori risultanti in bilancio⁸¹, pagando un'imposta sostitutiva. Tale imposta si applica con aliquote progressive sulla base dei valori da affrancare⁸².

Nel caso in cui la società conferitaria abbia optato per il riconoscimento dei maggiori valori, non potrà alienare i cespiti rivalutati anteriormente al quarto periodo di imposta successivo a quello dell'operazione, pena la decadenza dal beneficio ottenuto.

La società conferitaria può anche decidere di affrancare solamente i maggiori valori attribuiti in bilancio all'avviamento, ai marchi ed alle altre attività immateriali (brevetti), corrispondendo l'imposta sostitutiva del 16% sui predetti maggior valori⁸³.

Un caso particolare di agevolazione fiscale si applica ai conferimenti che presentano i seguenti requisiti: *i)* il conferitario deve essere s.p.a., s.r.l., s.a.p.a., cooperativa o di mutua assicurazione; *ii)* conferente e conferitario siano operativi da almeno due anni; *iii)* conferente e conferitario non devono appartenere allo stesso gruppo, ovvero essere legati da un rapporto di partecipazione superiore al 20%, ovvero controllati anche indirettamente dallo stesso soggetto. Tale controllo sussiste

⁸¹ Si potrà procedere all'affrancamento con modalità differenziate a seconda della tipologia di beni, ossia: *(i)* affrancamento anche parziale dei maggiori valori attribuiti in bilancio ad immobilizzazioni materiali e immateriali; *(ii)* affrancamento dei soli maggiori valori attribuiti ad avviamento, marchi e altre attività immateriali; *(iii)* affrancamento dei maggiori valori attribuiti all'attivo circolante e alle immobilizzazioni finanziarie.

⁸² Fino a 5 milioni di euro l'aliquota è il 12%; oltre i 5 milioni e fino a 10 milioni di euro l'aliquota è il 14%; oltre i 10 milioni di euro l'aliquota è il 16%.

⁸³ Cfr, per tutti Gastaldo A., *La cessione d'azienda ed il trasferimento del marchio tra Iva ed imposta di registro*, in *Dir. prat. Trib.*, 2003, p. 995.

quando un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (art. 2359 co. 1° c.c.).

Ricorrendo le suesposte condizioni, la società conferitaria potrà ottenere il riconoscimento ai fini fiscali dei maggiori valori relativi ai beni strumentali materiali e immateriali fino ad un ammontare complessivo di 5 milioni di euro. Nessun effetto si produce per il conferente. Anche nel caso in esame è prevista la decadenza dall'agevolazione nel caso di cessione dei beni interessati dalla rivalutazione, ovvero nel caso siano poste in essere altre operazioni straordinarie nei primi 4 periodi di imposta dall'effettuazione dell'operazione.

Per quanto attiene alle imposte indirette, valgono le seguenti regole: 1) il conferimento è un'operazione esclusa dall'IVA; 2) l'atto di conferimento è soggetto a registrazione in misura fissa; se ricomprende immobili si devono applicare le imposte ipotecarie e catastali in maniera fissa. Il conferente ed il conferitario sono obbligati in solido al pagamento dell'imposta di registro. È comunque consuetudine che la stessa sia assolta dal conferitario⁸⁴.

Per quanto riguarda gli effetti fiscali della vendita della partecipazione conseguente al conferimento, essa sconta la plusvalenza latente e verrà pertanto tassata come reddito d'impresa. Naturalmente, rimane ferma la possibilità di parziale esenzione dall'IRES, nel caso di applicabilità del regime della “*participation exemption*”, tenendo conto che, ai fini della determinazione del periodo di possesso dell'azienda, questa si considera posseduta dal conferitario anche per il periodo in cui

⁸⁴ Per approfondimenti si vedano: Gavelli G., *La qualificazione dell'azienda oggetto di cessione tra Iva e imposta di registro*, in *Forum fiscale*, n. 2/2002, p. 63 ss; Ficari V., *Conferimento d'azienda e continuità dell'impresa nel presupposto oggettivo Iva*, in *Dir. prat. trib.*, 2004, II, p. 923 ss; La Rosa S., *Cessione di azienda e cessione di beni tra imposta di registro ed Iva*, in *Rass. Trib.*, 1990, II, p. 305 ss; Carinci A., *Il trasferimento d'azienda ai fini ufficio Iva e registro: il problema della nozione di azienda ai fini fiscali*, in *Riv. Dir. trib.*, I, 2007, p. 1165 ss; Nastri L., *Manuale applicativo delle imposte indirette*, Milano, 1996. p. 448 ss.

era posseduta dal conferente⁸⁵.

8. CENNI INTRODUTTIVI SUGLI EFFETTI DELLE OPERAZIONI DI M&A SUL MERCATO

Esigenze di completezza impongono di considerare, sia pure brevemente, anche un ulteriore aspetto correlato alle operazioni di M&A, ossia gli effetti da queste prodotti sul funzionamento del mercato nazionale e comunitario e sull'equilibrio vigente in essi⁸⁶.

A titolo di introduzione allo studio della politica di concorrenza è necessario fornire qualche breve cenno su alcuni dei concetti economici che costituiscono la ragion d'essere praticamente di tutte le legislazioni antitrust⁸⁷. L'idea fondamentale è che gli individui sul mercato tendano ad agire razionalmente e a massimizzare il proprio benessere: i produttori (che in concorrenza perfetta si definiscono *price takers*⁸⁸) sono indotti a produrre fino al punto in cui ogni unità addizionale di prodotto comincia a costare di più di quello che si ricava; i consumatori preferiscono poter acquistare maggiori quantità di prodotto, avere più scelta e pagare di meno per

⁸⁵ Cfr. Carpentieri L., *Le prospettive evolutive dell'IRES: la "Participation Exemption"*, in *Riv. dir. trib.*, 4, 2007, p. 371; Saggese P., *Le novità relative alla participation exemption*, in *Il fisco*, n. 4 del 28 gennaio 2008, p. 569 ss; Biasco S., *La nuova riforma dell'imposizione sulle imprese a confronto con le conclusioni della Commissione sull'Ires*, in *Il Fisco*, n. 43 del 26 novembre 2007; Zanetti E., *La participation exemption. Ambito di applicazione e requisiti PEX*, *Il Sole 24 Ore Pirola*, 2006; Di Maio F., *Cessione di partecipazioni: participation exemption. Vantaggi e rischi* in *Il Fisco*, 5, 2005.

⁸⁶ Ci si riserva di approfondire il tema nell'apposita sezione del presente lavoro dedicata alla trattazione della problematica summenzionata. Per i dovuti approfondimenti si veda *infra* al capitolo III.

⁸⁷ Si rinvia fin d'ora, per un'attenta analisi normativa della legislazione antitrust, a quanto verrà esposto nel capitolo III del presente lavoro.

⁸⁸ In quanto, data la presenza di innumerevoli operatori sullo stesso mercato, non possono essere in grado di influire sul prezzo dei prodotti, che devono dunque assumere come dato.

il prodotto acquistato⁸⁹.

In un mercato perfettamente concorrenziale, in cui nessuna impresa può influenzare il livello dei prezzi, il consumatore può sempre trovare il prodotto che desidera esattamente al prezzo che è disposto a pagare. Dunque la quantità di un prodotto offerto e il suo prezzo sono determinati esclusivamente dal livello della domanda. In tale situazione si verifica un equilibrio ottimale tra domanda e offerta.

Si deve ribadire a tal fine, che le intese anticoncorrenziali costituiscono l’oggetto “classico” del diritto *antitrust* in tutti gli ordinamenti occidentali, per il quale la libera concorrenza non deve essere falsata da atteggiamenti imprenditoriali capaci di far venire meno o limitare la competizione economica a proprio vantaggio, e con danno per i concorrenti e per i consumatori⁹⁰. Per l’art. 81 n.1 Tr.CE, sono vietati “gli accordi tra imprese”, le “decisioni di associazioni di imprese”, le “pratiche concordate” che “possano pregiudicare il commercio tra gli Stati membri dell’Unione Europea” (conformemente al requisito della “rilevanza comunitaria”) e che abbiano “per oggetto o per effetto” di “impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza”⁹¹.

⁸⁹ Per spunti di approfondimento si vedano: Mori P. A., *Quale concorrenza? Alcune riflessioni sui fondamenti della concorrenza e della regolamentazione*, in *Economia e politica industriale*, n. 92, 1996; Guizzi G., *Mercato concorrenziale e teoria del contratto*, in *Rivista del Diritto Commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1999, I, p. 67; Stiglitz J., *Potential competition may lower welfare*, in *American Economic Review*, 71, p. 184 ss.; Delbono F., Zamagni S., *Microeconomia*, Bologna, 1997, *passim*; Caloia A., *Economia e diritto della concorrenza e del mercato*, Milano, 2008, *passim*; Motta M., Polo M., *Antitrust, Economia e Politica della Concorrenza*, 2005, Bologna, si veda in particolare il capitolo I, p. 3 ss.

⁹⁰ Sul punto si vedano tra gli altri: Galgano F., *Pubblico e privato nella regolazione dei rapporti economici*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell’economia*, diretto da Galgano F., vol. I: *La Costituzione economica*, Padova, 1977, p. 121 ss; Marongiu G., *Interesse pubblico e attività economica*, in *Jus*, 1991, p. 93 ss; Ehrlemann C.D., *Implementation of EC competition law by National Antitrust Authorities*, in *ECLR* n. 2, p. 88; Van Den Bergh J. R., *Introduzione: L’analisi economica del diritto della concorrenza*, in *Diritto antitrust italiano*, vol. I, Bologna, 1993, p. 13 ss.

⁹¹ Per un approfondimento si vedano tra gli altri: Rizza Bajardo G. C., *La normativa comunitaria sul controllo delle concentrazioni tra imprese alla luce delle disposizioni di attuazione del regolamento n. 4064/89 e dei recenti documenti interpretativi della commissione*, in *Riv. Dir. Impresa*, 1991; Monti M., *Concorrenza e regolazione nell’Unione Europea*, in *Regolazione e Concorrenza*, (a cura di)

Le intese anticoncorrenziali si distinguono in orizzontali se svolgono attività situate allo stesso livello della filiera produttiva (ad es. due o più grossisti di alimentari, o due o più produttori di automobili) e verticali se collocate a livelli diversi (ad es. tra un produttore di apparecchi elettronici e i rivenditori; tra i fornitori di componenti di un macchinario e la ditta produttrice ecc.)⁹². Vanno poi annoverati i cartelli, ovvero gli accordi relativi alla fissazione concordata del prezzo di rivendita, o alla ripartizione di quote di produzione o di accesso al mercato riguardo ai fornitori come pure ai clienti (in esse rientrano le pratiche di boicottaggio); la limitazione della libertà di fissare il prezzo o altre condizioni di vendita di un prodotto per tutti i rivenditori c.d. “*intrabrand*” poiché operano appunto nell’ambito di vendita di un

Tesauro G., D’Alberti M., Bologna, 2002, p. 75-85; Olivieri G., *Il controllo delle concentrazioni*, in *Diritto Industriale*, Novembre 2001, p. 443 ss; Subiotto R., Snelders R., *Mergers and acquisitions*, in *Antitrust developments in Europe*, 2003, Kluwer Law International, 2005, *passim*; Ricolfi M., *Antitrust*, in *Tratt. dir. comm.*, a cura di Cottino G., vol. II, Padova, 2001, p. 556 ss; Magnani L., *L’applicazione della L. 287/90 alle intese restrittive della concorrenza*, in *Concorrenza e Mercato*, Milano, 2001, n. 9, p. 35 ss; Libonati B., *Intese orizzontali e aperture in tema di concorrenza e di mercato nella giurisprudenza della Cassazione (annotazioni in margine al caso Mafin)*, in *Giurisprudenza italiana* 1999, p. 1223; Denozza F., *Un nuovo modello per i rapporti tra diritto comunitario e diritto antitrust nazionale: la barriera unica omogenea*, in *Quadrimestre*, 1992, p. 641; Munari F., *La legge 10 ottobre 1990, n. 287, e il diritto comunitario della concorrenza*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 602; Frignani A., *Il divieto di abuso di posizione dominante*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1995, p. 43; Porchia O., *L’applicazione degli artt. 85-86 del Trattato CE da parte dell’Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Dir. commercio internaz.*, 1995, p. 839; Auteri P., *I rapporti tra la normativa antitrust nazionale e quella comunitaria dopo la legge comunitaria 1994*, in *Contratto e impresa in Europa*, 1996, p. 535; Di Via L., *L’applicazione del principio di sussidiarietà nel diritto della concorrenza italiano e comunitario*, in *Contratto e impresa in Europa*, 1996, p. 71; Rossi F., *La “legge comunitaria” per il 1994 e le nuove norme in materia di concorrenza*, in *Riv. ital. dir. pubbl. comun.*, 1996, p. 1355; Pera A., Cassinis P., *Applicazione decentrata del diritto comunitario della concorrenza: la recente esperienza italiana e le prospettive della modernizzazione*, in *Dir. commercio internaz.*, 1999, p. 701; Libertini M., *Diritto comunitario e diritto nazionale nella disciplina antitrust*, in *Economia dell’azienda e diritto dell’impresa*, 2000, p. 46; Mastroilli U., *Vendita sotto costo: concorrenza o predazione?* in *Foro It.* 1992 IV, p. 82; Rinaldi R., *Il nuovo regolamento della Commissione Europea sugli accordi verticali*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, Milano, 1999, p. 479.

⁹² Nella più recente dottrina, si sostiene l’applicabilità della normativa antitrust tanto alle intese verticali quanto a quelle orizzontali, sulla base della analogia degli effetti economici distorsivi della concorrenza. Cfr. sul punto, Frignani A., Waelbroeck M., *Disciplina della concorrenza nella C.E.E.*, Napoli, 1983, p. 293, *contra* Ascarelli T., *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, 1961, p. 90; Guglielmetti G., *Limiti negoziali della concorrenza*, Padova, 1961, p. 150; Minervini E., *La concorrenza ed i consorzi*, in *Trattato dir. civ.*, a cura di Grosso G., e Santoro-Passarelli F., vol. V, Milano, 1965, p. 70; Grisoli A., *La concorrenza*, in *Trattato dir. priv.*, diretto da Rescigno P., vol. XVIII, Torino, 1983, p. 314, per i quali le disposizioni normative, presupponendo la reciproca concorrenza dei contraenti, escluderebbero le intese verticali, alle quali si dovrebbe applicare la norma di cui all’art.1379 c.c.

solo prodotto o meglio dei prodotti caratterizzati da un unico marchio; si pensi per contro alle clausole di esclusiva riferite ai fornitori di un'azienda o ai rivenditori di un prodotto che, in quanto limitano la possibilità di operare su prodotti di imprese diverse, e quindi aventi marchi diversi, sono dette “*interbrand*”⁹³.

Dal punto di vista formale per intese, ai sensi del citato art. 81 si intendono, *in primis* gli accordi, cioè i veri e propri contratti, ed i negozi giuridici unilaterali i cui effetti non sono rifiutati dalla controparte (ad es. l'attribuzione di un premio per l'esclusiva ad un rivenditore da questi accettato), ciò *a prescindere dalla forma o validità ai fini del diritto nazionale*, per cui anche la manifestazione di volontà più informale può dare luogo ad un'intesa vietata. Rientrano poi nelle intese tutte le decisioni di associazioni (anche ordini professionali), che siano dirette alle imprese (in senso lato) associate, anche se tali decisioni non abbiano carattere vincolante (es. di prezzi o tariffe consigliati o di condizioni di vendita standard). Infine le pratiche concordate pur in assenza di un accordo anche informale, dove per pratica concordata si intende la semplice “cooperazione consapevole” reciproca tra due o più imprese, in quanto nel mercato “ideale” ogni operatore dovrebbe sempre agire “al buio” rispetto alle scelte dei concorrenti⁹⁴.

Molto importante è l'azione dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) istituita dalla Legge 10 ottobre 1990, n. 287; con tale provvedimento è stato attribuito all'ente *de quo* il compito di applicare le regole nazionali antitrust che vietano le intese restrittive della concorrenza e l'abuso di

⁹³ Cfr per tutti Busacca B., Castaldo S., *Il potenziale competitivo della fedeltà alla marca e all'insegna commerciale*, Milano, 1996, *passim*.

⁹⁴ Cfr sul punto: Alessi R., Olivieri G., *La disciplina della concorrenza e del mercato*, Torino, 1991, p. 218 ss. Sul versante della lesione degli interessi dei consumatori si veda per tutti De Cristofaro G., *Le “pratiche commerciali sleali” tra imprese e consumatori – La Direttiva 2005/29/Ce e il diritto italiano*, Torino, 2007, p. 36 ss.

posizione dominante. Altre funzioni spettanti all'AGCM sono: il controllo preventivo delle operazioni di concentrazione, per evitare che da esse derivi una riduzione sostanziale e durevole della concorrenza nei mercati interessati, nonché la promozione della concorrenza mediante segnalazione al Parlamento ed al Governo (o alle amministrazioni interessate) dei casi in cui le regole vigenti o in via di adozione comportino distorsioni del funzionamento del mercato che non appaiono giustificate da esigenze di interesse generale (*competition advocacy*)⁹⁵.

Occorre anche ricordare che l'AGCM, pur non svolgendo attività di regolazione, adotta in alcuni casi atti a contenuto generale e astratto idonei a produrre effetti nei confronti di una serie aperta di soggetti. Esempi sono costituiti dalla definizione delle regole procedurali in materia di impegni e misure cautelari, dalla fissazione periodica

⁹⁵ È molto importante sottolineare sia da ora, che l'AGCM ha acquisito un'indipendenza funzionale dal Governo e dal Legislatore soprattutto nella sorveglianza delle concentrazioni societarie. In particolar modo occorre citare la deroga alle disposizioni della legge n. 287/1990 introdotta dal decreto legge 28 agosto 2008, n. 134, convertito con modificazioni dalla legge 27 ottobre 2008, n. 166, riguardante le operazioni di concentrazione funzionali alla ristrutturazione di grandi imprese in crisi operanti nel settore dei servizi pubblici essenziali effettuate entro il 30 giugno 2009. Le operazioni di concentrazione previste nel programma di ristrutturazione presentato dal commissario straordinario e debitamente autorizzato dal Ministro dello Sviluppo economico, oppure richieste dal commissario straordinario in quanto necessarie alla ristrutturazione e autorizzate dal Ministro, sono state qualificate *ex lege* come operazioni che “rispondono a preminenti interessi generali” e sono state escluse dalla necessità di autorizzazione da parte dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Le parti devono comunque notificare preventivamente all'Autorità tali operazioni, unitamente alla proposta di misure comportamentali idonee a prevenire il rischio che dall'operazione derivino l'imposizione di prezzi o altre condizioni contrattuali ingiustificatamente gravose per i consumatori. L'Autorità, entro trenta giorni dalla notifica, può rendere obbligatorie tali misure, con le modificazioni e integrazioni ritenute necessarie e fissa il termine non inferiore a tre anni entro il quale le posizioni di monopolio eventualmente determinatesi devono cessare. In applicazione di tale norma, rispetto alla concentrazione Cai-Alitalia l'Autorità ha reso obbligatorie per un periodo di tre anni alcune misure correttive di natura comportamentale, tra cui l'impegno di Cai ad applicare in tutte le rotte il programma di fidelizzazione della clientela, a pagare un indennizzo ai passeggeri in caso di cancellazione dei voli o di ritardo prolungato, a rendere disponibile almeno il 10 per cento dei biglietti su ogni volo a una tariffa *economy*, ad attivare un numero verde gratuito per la gestione dei disservizi e un servizio sms per informazioni sui voli. Entro il 3 dicembre 2011 l'Autorità fisserà un termine per la cessazione di eventuali posizioni di monopolio determinatesi in seguito all'operazione. Cfr. Autorità garante della concorrenza e del mercato, delibera del 3 dicembre 2008, procedimento C9812, disponibile su www.agcm.it. Per ulteriori approfondimenti si veda anche Lowe P., *The design of competition policy institutions for the 21st century – the experience of the European Commission and DG Competition*, in *Competition Policy Newsletter*, 2008, 3, p. 1-11; Heimler A., *Direttiva “Servizi”, analisi dell'impatto concorrenziale e ruolo dell'Autorità – Una visione d'insieme*, intervento all'Incontro di discussione sulla Direttiva “Servizi”, Roma, 30 novembre 2007, testo disponibile su www.agcm.it.

delle *filing fees* per le concentrazioni, dall'adozione dei regolamenti di procedura per la pubblicità ingannevole e le pratiche commerciali scorrette, dalla definizione del programma di clemenza per le imprese che cooperano all'accertamento dei cartelli⁹⁶. Per l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, diversamente dalle autorità del settore finanziario e dall'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni, non esiste attualmente un obbligo normativo a effettuare una consultazione pubblica prima dell'adozione di tali atti. L'Autorità, tuttavia, recentemente si è allineata spontaneamente alla *best practice* della consultazione, prima dell'adozione del proprio programma di *leniency* e della disciplina procedurale in materia di pratiche commerciali scorrette. In assenza di interventi normativi sul tema, è auspicabile che tale prassi - peraltro seguita regolarmente in materia antitrust dalla Commissione europea - non abbia carattere episodico, ma segni una svolta sistematica nel modo di interagire dell'Autorità con il pubblico dei soggetti a vario titolo interessati⁹⁷.

⁹⁶ Per approfondimenti si vedano: Clarich M., *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, Mulino, 2005, p. 156 e ss; Osti C., *Un giudice a Berlino: equità ed efficienza nelle decisioni dell'Autorità garante della concorrenza*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008, p. 1 ss; Della Cananea G., *Regolazione del mercato e tutela della concorrenza nella risoluzione delle controversie in tema di comunicazioni elettroniche*, in *Diritto pubblico*, 2005, p. 612 ss.

⁹⁷ Sul punto si vedano tra gli altri: Travi A., *Giudice amministrativo e Autorità indipendenti: il caso del sindacato sugli atti dell'Autorità antitrust*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2002, p. 425-435; Schiavano M. L., *Commentario breve al diritto della concorrenza*, in Ubertazzi L. C., (a cura di), Padova, 2004, p. 2379, *sub voce* L. 287/1990, art. 14; Rigano F., *Le Autorità indipendenti nel sistema costituzionale*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2002, p. 359-368; Polo M., *Le Autorità indipendenti: un'analisi economica e una proposta di riordino*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2002, p. 369-384; Piccioli C., *Contributo all'individuazione del fondamento costituzionale della normativa a tutela della concorrenza (c.d. legge antitrust)*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1/1996, p. 29-70; Clarich M., *Per uno studio sui poteri dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Diritto amministrativo*, 1/1993, p. 77-105.

CAPITOLO 2: LA DISCIPLINA SOCIETARIA E FINANZIARIA DELLE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

1. LE FUSIONI E LE ACQUISIZIONI: I SOGGETTI PARTECIPANTI ED IL LORO AMBITO D'AZIONE NELLE RISPETTIVE FASI ESECUTIVE

Negli ultimi decenni, così come è stato evidenziato sia negli studi di matrice economico-aziendale condotti in Italia⁹⁸, sia in quelli di *management* in ambito anglosassone⁹⁹, i temi di ricerca di primaria rilevanza, nell'analisi delle condizioni di

⁹⁸ Per un ragguglio sull'espansione del fenomeno in analisi, si vedano tra gli altri: Cavaliere E., *Sul tema della dimensione d'impresa*, Roma, 1971; Corticelli R., *La crescita dell'azienda*, Milano 1984. Coda V., *Creatività e sviluppo dell'impresa*, Milano, 1991; Boldizzoni D., *Strategie di sviluppo dell'impresa minore*, Milano, 1993; Sorci C., *Dall'assistenzialismo allo sviluppo. Il riorientamento dell'azienda pubblica*, Torino, 1995; Ferraris Franceschi R., *Modello di crescita esterna e fattori di sviluppo della piccola azienda*, in Aa.Vv., *Validità del capitale di rischio e fattori di sviluppo delle piccole e medie aziende*, Bologna, 1997, p. 55–78; Confalonieri M., *Lo sviluppo e la dimensione dell'impresa*, Torino, 1998; Cortesi C., *La crescita della piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Torino, 2004, p. 11 ss; Ruisi M., *Lo sviluppo dei «sistemi di produzione locale» in ottica economico-aziendale. Ruolo, modelli di governo e cultura imprenditoriale per la piccola impresa*, Milano, 2001; Vitale M., *Sviluppo e spirito d'impresa*, Roma, 2001; Aa.Vv., *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Milano, 2007; Catturi G. (a cura di), *L'armonia della complessità della crescita allo sviluppo aziendale*, Padova 2010; Speranzin M., *Vendita della partecipazione di “controllo” e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, *passim*; Rubino Sammartano M., *Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese*, 2006, *passim*; Draetta U., Monesi C. (cura di), *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, Milano, 2007, *passim*; Lantino S., *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, Milano, 2007, 2 ed., *passim*; Tina A., *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007, *passim*.

⁹⁹ Si vedano per approfondimenti: Penrose E. T., *The theory of the growth of the firm*, Blackwell, Oxford, 1959; Greiner L., *Evolution and Revolution as Organizations Grow*, in *Harvard Business Review*, July–August, p. 37–46, 1974; Churchill N. e Lewis V., *The Five Stages of Small Business Growth*, in *Harvard Business Review*, May–June, p. 30–39, 1983; Normann R., *Le condizioni di sviluppo dell'impresa*, Milano 1985; Turok K., *Which Small Firms Grow?*, in: Davies L.G. and Gibb A., *Recent Research in Entrepreneurship*, Avebury, p. 29–44, 1991; Chandler A.D. jr., *Dimensione e diversificazione*, Bologna 1994; Soderling R., *Factors Limiting Growth in Different Phases of Firm Development. A Systems Theory Approach*, 10th Nordic Conference on Small Business Research,

vita e di esistenza delle aziende, sono stati improntati per la maggior parte alla crescita e allo sviluppo mediante gli strumenti delle fusioni e delle acquisizioni.

Le operazioni di acquisizione esprimono le dinamiche del mercato e rientrano negli ambiti propri della libertà di iniziativa economica e dell'autonomia contrattuale, nonostante questo o quell'aspetto dell'operazione possano essere regolati anche da discipline pubblicistiche¹⁰⁰. E la pratica conosce perciò una varietà ricchissima di modi di procedere alle acquisizioni, di regolamenti contrattuali delle medesime, di soggetti che vi intervengono.

Il primo soggetto che si incontra in un'operazione di *M&A* è naturalmente l'impresa che intende acquisirne un'altra. Come si è già visto in altra sede, la struttura del soggetto il più delle volte è data da una società di capitali, poiché raramente e forse solo in ipotesi teoriche questo interviene in operazioni di media complessità nelle forme dell'impresa individuale e delle società di persone.

Con l'operazione di acquisizione l'impresa acquirente vuole assumere il controllo di una società bersaglio. Per fare ciò deve negoziare e stipulare anzitutto con i soci cedenti¹⁰¹. Ma l'acquisizione può richiedere frequentemente all'impresa acquirente di stipulare contratti anche con quella *target*: perché ad esempio senza il consenso di

Vaxjo, p. 1–15, 1998; Gray C., *Entrepreneurship, Resistance to Change and Growth in Small Firms*, in *Journal of Small Business and Enterprise Development*, n. 1, vol. 9, p. 61–72, 2002; Hess E.D., *Smart Growth: Building an Enduring Business by Managing the Risks of Growth*, Columbia Business School Publishing, 2010.

¹⁰⁰ Come recentemente evidenziato, anche sulla base di dati statistici relativi al mercato economico italiano, le operazioni di acquisizione societaria sono uno degli strumenti per attuare la spinta naturale dell'attività imprenditoriale alla crescita dimensionale ed all'incremento di valore dell'attività medesima. Sul punto si vedano: ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI DI MILANO, *Le acquisizioni internazionali in Europa e negli Stati Uniti*, Milano, 1991, p. 27, ove sono evidenziate quali ragioni che spingono una società ad integrarsi con un'altra la volontà sia di aumentare la quota di mercato sia di diversificare le attività, e p. 7, ove sono indicati i vantaggi dell'acquisizione di imprese già operanti e precisamente: risparmi di tempo, appropriazione di un'organizzazione già operante, di un nome conosciuto e di quote di mercato consolidate; Conca V., *Le acquisizioni*, Milano, 2008, p. 7 ss., ove analizza il fenomeno dell'acquisizione come strategia di crescita esterna per una società già esistente, e p. 303 ss, per lo studio del mercato delle fusioni e delle acquisizioni in Italia.

¹⁰¹ Cfr. per tutti Frankel M., *Mergers and acquisitions basics. The key steps of acquisitions, divestitures and investment*, cit., p. 133.

quest'ultima l'impresa acquirente non può accedere ai suoi dati e non può effettuare le *due diligence* del caso.

Anche i moduli organizzativi dei soggetti cedenti e dell'impresa *target* e le attività di quest'ultima non hanno di solito rilievo sui profili civilistici qui considerati dei contratti relativi ad un'operazione di acquisizione. Anche qui esiste tuttavia una serie numerosa di normative particolari che possono avere rilievo su questi contratti, e alcune di esse possono essere offerte *in primis* dal diritto generale delle società: perché ad esempio quando l'impresa *target* è costituita da una società in accomandita per azioni l'operazione di acquisizione può divenire più complessa quando deve organizzare anche la trasformazione dell'accomandita in altro tipo di società o nominare un nuovo accomandatario¹⁰².

Altri importanti soggetti della cui presenza non è possibile prescindere, sono i c.d. *advisor* ossia quella categoria di operatori svolgenti una consulenza economica, oppure un'assistenza legale oppure altri servizi specialistici di ogni genere che possono variare secondo le peculiarità delle singole operazioni di acquisizione.

La consulenza economica (o *financial advising*) comprende una categoria particolare di servizi accessori previsti dalla disciplina dei 'mercati finanziari', e precisamente quelli relativi alla "consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse", nonché agli aspetti economici di "consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di

¹⁰² Si deve ricordare che il solo trasferimento della quota di un accomandatario non basta a conferire all'acquirente la medesima qualifica: perché l'acquisto di una s.a.p.a. richiede una modifica dell'atto costitutivo, che ai sensi dell'art. 2460 c.c. deve essere approvata "dall'assemblea con le maggioranze prescritte per l'assemblea straordinaria della società per azioni, e devono inoltre essere approvate da tutti i soci accomandatari". Sulla vendita di partecipazioni di società in accomandita per azioni si vedano: Barcellona E., Costi R., Grande Stevens F., *Società in accomandita per azioni*, in *Commentario al codice civile Scialoja Branca*, a cura di Galgano F., *Foro Italiano*, Bologna, Roma, 2005, p. 132 ss; Fezza F., *La vendita di partecipazioni sociali*, in *Codice della vendita*, a cura di Buonocore V., Luminoso A., Milano, 2001, p. 226 ss; Corsi F., voce *Società in accomandita per azioni*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, XIV, 1997, p. 239 ss.

imprese” (così l'art. 1 co. 6° del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 recante il “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli artt. 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52” T.UF.); non richiede per il suo esercizio alcuna autorizzazione o iscrizione ad albi; e non è di conseguenza considerata dall’ordinamento come attività riservata¹⁰³.

Le più importanti attività di consulenza sono quelle economiche e legali¹⁰⁴. Le prime sono svolte per lo più da istituti bancari specializzati (*merchant bank*),¹⁰⁵ anche se spesso agiscono in veste di intermediari anche le imprese di investimento. Il *financial advising* può essere esercitato da soggetti organizzati secondo il modello e lo statuto generale dell’impresa, o secondo quelli particolari propri delle banche e delle imprese di investimento, o infine secondo quello proprio del “lavoro autonomo” e così secondo “le disposizioni generali” dettate per i suoi contratti dagli artt. 2222- 2228 c.c. La consulenza legale (*legal advising*), invece, prevede la necessaria partecipazione anche degli avvocati che, il più delle volte, svolgono la

¹⁰³ Per approfondimenti sul punto si vedano: Galletti D., *I servizi accessori delle SIM nel Testo Unico della Finanza*, in *Banca impr. società*, 1999, p. 128; Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, 3 ed., p. 84; Costi R., Enriques L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino G., Padova, 2004, p. 256; Costi R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2004, 3 ed., p. 110 ss; Sartori V., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, p. 107.

¹⁰⁴ Si badi bene che l’attività di consulenza, vista la sua vastità d’azione, può comprendere anche altri soggetti che svolgono la loro attività di intermediazione nel campo di loro competenza: ad esempio vi sono i revisori dei conti specializzati nella verifica della contabilità, i consulenti del lavoro specializzati materia di paghe e contributi, gli specialisti di inquinamento ambientale.

¹⁰⁵ Occorre precisare che con il termine *merchant bank* si intendono “di massima enti, comunque siano denominati, individuali o societari, bancari o non [...] i quali, con spiccata, elastica e spesso tradizionale vocazione imprenditoriale, specie per le notevoli dimensioni e con personale per lo più specializzato, costituiti e controllati secondo il rispettivo diritto locale, provvisti di capitale proprio e/o raccolto a breve, medio lungo termine, assistano finanziariamente imprese” con “una consulenza concernente in generale: promozione di iniziative, emissioni e quotazione di azioni, aumenti di capitale, emissione di obbligazioni, acquisizioni, fusioni e scorpori di società”. Sul punto si vedano tra gli altri: Balossini E., *Banche d'affari. Modelli stranieri ed esperienze italiane*, Milano, 1987, p. 1; Gualandri E., Landi A., Vezzani P., *Gli intermediari finanziari*, in *Strumenti. Mercati. Intermediari finanziari*, a cura di Ferrari A., Gualandri E., Landi A., Vezzani P., Torino, 2001, p. 185 ss; Lambertini L., *Merchant banking*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale. Finanziamento alle imprese*, a cura di Liace G., Razzante R., in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di Cendon P., Torino, 2005, p. 309 ss; Colonna F., *Le banche d'affari ed i finanziatori*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, Milano, 2007, p. 43 ss.

loro attività in forma associata¹⁰⁶.

È bene considerare fin da ora che gli operatori *de quo*, devono possedere una profonda conoscenza degli ambiti in cui gli stessi operano: ciò è perfettamente comprensibile in quanto la buona riuscita di un'operazione acquisitiva si basa essenzialmente sulla possibilità che siano raggiunti elevati gradi di riservatezza nelle fasi iniziali delle trattative e, pertanto, sono necessarie consulenze più neutrali per le opportunità che sul piano delle tattiche negoziali possono derivare dall'esistenza di una pluralità di livelli decisionali, ed infine, l'intervento di un *advisor* può alle volte aumentare il livello di affidabilità dell'impresa che propone un'acquisizione ed agevolare così l'operazione di *M&A*¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Si vedano per tutti: Bergamini E., *La concorrenza tra professionisti nel mercato interno dell'Unione Europea*, Napoli, 2005, p. 1 ss.; Ferraro F., *L'avvocato comunitario. Contributo allo studio delle libertà di circolazione e di concorrenza dei professionisti*, Napoli, 2005, p. 1 ss.

¹⁰⁷ È indiscutibile l'importanza della mediazione dell'*advisor* in un'operazione di acquisizione e fusione. L'eventuale illecito commesso dal professionista ha un carattere plurioffensivo, ossia è idoneo a ledere, anche a titolo diverso, più situazioni protette dall'ordinamento giuridico, generando responsabilità *contrattuale* nei confronti del committente e responsabilità *extracontrattuale* nei confronti dei terzi la cui sfera patrimoniale è stata lesa dalla divulgazione di informazioni inesatte. Si esalta così il problema del bilanciamento tra le contrapposte esigenze di rispondere a richieste di giustizia sostanziale che a fronte della lesione di interessi giuridicamente protetti impongono una reazione dell'ordinamento; fissando però rigorosi criteri di selezione del danno risarcibile allo scopo di evitare una eccessiva ed incontrollata espansione dell'area della responsabilità che sempre più si presenta come un "universo in espansione". Da un lato sta infatti l'azione risarcitoria del cliente o del committente il quale fa valere la responsabilità contrattuale dell'*advisor* deducendo il suo inadempimento alle obbligazioni contrattualmente assunte, avvalendosi delle regole proprie di quel tipo di responsabilità; dall'altro coloro che hanno sofferto un danno per essersi determinati ad un negozio in conseguenza della divulgazione di informazioni inesatte al medesimo riconducibili i quali fanno valere la responsabilità extracontrattuale dell'*advisor* risultando gravati da un più complesso onere probatorio. Come si osservato, infatti, la circostanza che le informazioni, e le valutazioni che ne costituiscono il contenuto, siano state chieste per finalità interne al committente non esclude una possibile rilevanza esterna quando quelle informazioni siano state divulgate o comunque conosciute dal pubblico, potendo la finalità originaria determinare al più una maggior difficoltà di prova del nesso causale tra inesattezza dell'informazione e le sue conseguenze pregiudizievoli per i terzi. Per gli eventuali approfondimenti si veda: Galgano F., *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contratto e Impresa*, 1985, p. 20 ss, il quale ascrive questa fattispecie tra i fenomeni che determinano un'illecita interferenza nell'esercizio dell'autonomia privata. In dottrina, si discute proprio in relazione a fattispecie di questo tipo circa la rilevanza nel nostro ordinamento dei c.d. "danni puramente economici". Cfr. Di Majo A., *Il problema del danno al patrimonio*, in *Riv. critica. dir. privato*, 1984, p. 297; Gallo P., *L'elemento oggettivo del tort of negligence*, Milano, 1988; Castronovo C., *La nuova responsabilità civile*, 2^a ed., Milano, 1995; *ID.*, *L'obbligazione senza prestazione, ai confini tra contratto e torto*, in *Studi Mengoni*, Milano, 1995, I, p. 147; Franzoni M., *L'illecito*, Milano, 2004, p.751-752; Nazzaro A. C., *Obblighi d'informare e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000, p.180; Monateri P. G., *La responsabilità civile*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da Sacco R., Torino, 1998, p. 578. In

Ulteriori categorie di soggetti terzi che possono partecipare ad un'acquisizione societaria, sono date da coloro che stipulano una serie di contratti numerosa ed eterogenea: ad esempio, per realizzare un'acquisizione occorre spesso concludere accordi con le persone che occupano cariche sociali nell'impresa *target*, con i suoi dipendenti di rilievo, o con le banche che sono chiamate a fornire all'impresa acquirente la provvista necessaria all'operazione; o infine con i terzi interessati a rilevare cespiti dell'impresa *target* che quella acquirente non consideri strategici e la cui cessione può invece contribuire al finanziamento dell'acquisizione¹⁰⁸.

termini del tutto generali ci si domanda se chi subisce una menomazione al suo patrimonio come conseguenza di un comportamento doloso o colposo sia o meno legittimato a chiedere il risarcimento del danno ai sensi dell'art. 2043 c. c., anche senza la prova della lesione di un diritto soggettivo. Gli esempi che si possono fare sono molto numerosi; si pensi per esempio a chi cagioni un danno di natura economica ad un concorrente aprendo un esercizio commerciale nelle vicinanze del suo; o ancora a chi vendendo un grosso quantitativo di azioni sul mercato ne determini una caduta del prezzo, con conseguente danno in capo a tutti i possessori di quello stesso tipo di azioni, e così via.

¹⁰⁸ In particolare, l'impresa acquirente può preventivamente concordare l'uscita di alcuni dipendenti o la continuazione dei rapporti lavorativi con altri. Questi accordi vengono tuttavia normalmente stipulati solo a trattative avanzate, per evitare pratiche di storno di dipendenti. Spesso è usuale nelle operazioni di acquisizione la stipulazione di accordi con cui l'impresa acquirente ottiene dal sistema bancario le disponibilità finanziarie necessarie all'operazione di acquisizione. In alcuni casi l'operazione di acquisizione può avvenire con le tecniche del *leveraged buy out*. Con questo termine si suole in particolare indicare "una tecnica di acquisizione della partecipazione totalitaria o di controllo di una società di capitali, di regola di una società per azioni, mediante il ricorso a capitale di prestito, con la peculiarità, che rappresenta il tratto distintivo di questa forma di acquisizione e nel contempo il punto più critico e problematico dell'intera operazione, che il debito contratto per l'acquisizione della società, la c. d. *target company* o società bersaglio, viene pagato, successivamente all'acquisizione stessa, [...] con la alienazione di cespiti aziendali della società stessa". Le operazioni di acquisizione possono poi prevedere talvolta alcuni contratti con i terzi relativi alla dismissione di alcuni cespiti dell'impresa *target*, che quella acquirente non consideri strategici e la cui cessione può contribuire al finanziamento dell'operazione complessiva di acquisizione. Anche questa ipotesi ricorre frequentemente nelle operazioni di *leveraged buy out* perché attraverso questa pratica l'impresa acquirente ottiene il *cash flow* necessario per potere procedere all'operazione di acquisizione: sul punto v. gli autori citati alla nota precedente. Altre volte i contratti con terzi relativi alla dismissione di alcuni cespiti dell'impresa *target*, di quella acquirente o di entrambe possono avvenire per dare esecuzione alle decisioni dell'Autorità antitrust: come è avvenuto ad esempio nel caso della concentrazione effettuata tra Banca Intesa e San Paolo Imi, che è stata autorizzata a condizione della cessione di un determinato numero di sportelli. Per i rispettivi approfondimenti si vedano: Draetta U., *Documenti pre-contrattuali nei negoziati relativi a mergers e acquisitions. Rassegna della prassi internazionale*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli F., De Andrè M., Milano, 1990, p. 115; Di Sabato F., *Cessione di azienda e cessione di pacchetti di riferimento: appunti per una riflessione sulla prassi contrattuale*, in *Silloge in onore di Giorgio Oppo*, Padova, 1992, II, p. 637; Carbone S., *Lettere di intenti, legge regolatrice e scelta del giudice nei trasferimenti di pacchetto azionario*, in *Dir. comm. internaz.*, 2006, 532; Tina A., *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 119 ss; Montalenti P., *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buyout*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, di ID., Padova, 1999, p. 57 ss; Picone L. G., *Orientamenti*

I contratti in questione sono alle volte conclusi dall'impresa acquirente; talvolta dai soci cedenti; ed altre volte ancora da altri soggetti che stipulano in nome proprio ma per conto dell'impresa acquirente. Tutti gli accordi con i terzi sono regolati dalla disciplina tipica del contratto di volta in volta in questione: e così ad esempio quelli con i dipendenti sono sottoposti al diritto del lavoro, quelli con le banche alla disciplina dei contratti bancari, e così via.

Una volta delineati i principali soggetti ed individuati i rispettivi ruoli ricoperti nell'ambito della *M&A*, occorre entrare nel dettaglio della materia per studiare con maggiore profondità ed attenzione le singole fasi di attuazione dei compiti di ciascun partecipante all'iniziativa.

L'operazione di acquisizione è spesso messa in movimento dall'impresa acquirente, mentre altre volte è invece organizzata da quella *target*, che a questo fine può operare essa stessa uno *screening* dei possibili acquirenti; indirizzare loro un invito a negoziare; organizzare un'asta tra più offerte concorrenti di acquisto. In determinati casi può infine prendere avvio non su iniziativa dell'impresa acquirente o di quella *target*, ma su suggerimento dell'*advisor* all'una, o all'altra o ad entrambe¹⁰⁹.

Da un punto di vista generale l'operazione di acquisizione avviene di solito dietro iniziativa dell'impresa acquirente, e comprende le seguenti tappe: 1) vi è anzitutto

giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy-out, Milano, 2001, p. 1 ss; *ID.*, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contratto e impr.*, 2003, p. 1390 ss.; Portale G. B., *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa e dir. privato*, 2004, p. 115 ss; Vicari A., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto di società di capitali*, Milano, 2007, p. 7.

¹⁰⁹ Sulle possibili varianti di inizio delle operazioni *M&A*, si vedano: Conca V., *Le acquisizioni. Il processo. Il mercato. I prezzi*, Milano, 2005, p. 53; T. H. Maynard, *Mergers and acquisitions: cases, materials and problems*, cit., p. 12; Capizzi V., *Gli intermediari finanziari e i servizi a supporto delle acquisizioni aziendali*, in Forestieri G., (a cura di), *Corporate & Investment Banking*, Milano, 2005, p. 358 ss.

una fase iniziale di consultazioni e di decisioni interne all'impresa acquirente¹¹⁰, relative all'opportunità di avviare un'operazione di acquisizione ed alla scelta del possibile *advisor*; 2) a questo punto l'impresa acquirente chiede, negozia, ed ottiene l'intervento di uno o più *advisor*¹¹¹; 3) l'impresa acquirente e l'*advisor* studiano poi le caratteristiche della prima, mettono a fuoco i suoi obiettivi strategici complessivi, ipotizzano traguardi e caratteri di una possibile operazione concreta di acquisizione, censiscono le risorse finanziarie di cui l'impresa acquirente può già disporre per essa¹¹²; 4) L'*advisor* ricerca poi le imprese *target* possibili. In questa attività istituzionale l'*advisor* può sollecitare o ricevere spontaneamente profili (nominativi o *blind*)¹¹³ di imprese che si dichiarano disponibili a venire acquisite, nonché ogni altro tipo di informazione utile; 5) L'*advisor* valuta poi comparativamente le imprese

¹¹⁰ In questa fase l'impresa acquirente svolge la c.d. attività di "*audit strategico*", ossia una valutazione preventiva basata sull'analisi del settore, della concorrenza e delle variabili competitive; (sul riconoscimento oggettivo delle aree di debolezza dell'impresa; sull'identificazione delle possibili economie e delle sinergie conseguibili, soprattutto in relazione al rafforzamento delle aree deboli; sulla verifica della rispondenza dell'operazione al disegno strategico complessivo dell'operazione. Cfr. sul punto Conca V., *op. cit.*, p. 63; Sherman A. J., Hart M., *Mergers & acquisitions from a to z*, New York, 2006, p. 38 ss.

¹¹¹ Cfr per tutti Capizzi V., *op. cit.*, p. 358, in part. p. 360 ove l'A. spiega che il contatto tra impresa acquirente e *merchant bank* non avviene mai in maniera "occasionale", dato che solitamente viene scelta la *merchant bank* avente "una struttura ben radicata nel tessuto industriale che si è scelto di coprire" e questo perché solo così l'*advisor* è in grado di cogliere tutti i possibili segnali provenienti sulle aziende di una particolare zona.

¹¹² La messa a punto della strategia di acquisto da parte dell'impresa acquirente di concerto con la *merchant bank* solitamente consiste nella "descrizione" del tipo di impresa che si vuole acquistare; nella definizione del *timing* dell'operazione; nell'obbligo di riservatezza; nella fissazione dell'investimento complessivo e del prezzo limite d'offerta. La definizione di quest'ultimo, oltre a definire l'incarico dell'*advisor*, "limita l'esborso finanziario", "favorisce la programmazione dei flussi di cassa e la compatibilità finanziaria del progetto", e "obbliga il negoziatore a motivare eventuali richieste di prezzo superiori a quello fissato" ed "a richiedere un'ulteriore approvazione esplicita". Per un approfondimento si veda Conca V., *op. cit.*, p. 63 ss. Solitamente questa fase viene anche chiamata di *stand alone* e questo per "indicare il fatto che prescinde dalle cosiddette *condizioni oggettive e soggettive di negoziazione*" cfr. sul punto Capizzi V. *op. cit.*, p. 362. Per quanto concerne le valutazioni *stand alone* si veda per tutti Zanetti J., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie rischio e prezzi*, *cit.*, p. 75 ss.

¹¹³ I *blind profile* contengono informazioni sommarie relative all'impresa *target*, quali ad esempio il *range* del fatturato, la sede degli stabilimenti, la descrizione dell'attività, i principali clienti, il numero di dipendenti, la posizione finanziaria, gli obiettivi di crescita ecc. Per gli opportuni approfondimenti si veda per tutti Capizzi V., *op. cit.*, p. 376 ss. Appare evidente che la numerosità e la tipologia delle imprese *target* dipendono dagli obiettivi e dall'ampiezza del progetto strategico: quanto più circostanziati sono gli obiettivi del progetto, tanto inferiori saranno le imprese potenziali *target*.

target individuate con la propria attività di monitoraggio; scarta quelle che le sembrano inappropriate; espone all'impresa acquirente i risultati delle proprie attività ora dette di *monitoring* e di *screening*; assiste questa impresa nella determinazione, che compete ad essa, di quale debba essere l'impresa *target* o la scala di priorità tra quelle alternativamente contattate¹¹⁴; 6) l'*advisor* assiste poi l'impresa acquirente nella definizione delle professionalità che debbono accompagnarla nell'operazione e può suggerirle come comporre concretamente la relativa *équipe*; 7) l'*advisor* prende poi contatto con le possibili imprese *target*, ne sonda la disponibilità ad avviare i negoziati, ed organizza l'inizio di quelli relativi alle 'intese iniziali' necessarie ad avviare le ulteriori trattative¹¹⁵; 8) l'*advisor* conduce poi l'impresa acquirente a concludere le intese iniziali ora dette, che vedremo riguardano in particolare gli accordi relativi alla sede del negoziato, alla durata ed al recesso delle trattative, all'esclusività di queste ultime, alla legge da applicare durante la negoziazione, alla riservatezza, alla *due diligence*, alle spese del negoziato, alle obbligazioni di *standstill*, al foro competente; 9) a questo punto si svolge di solito una prima serie di operazioni che pongono l'impresa acquirente in condizione di effettuare una prima valutazione della situazione dell'impresa *target*, dei problemi di vario genere che questa situazione pone, del *range* entro cui collocare il valore ed il prezzo delle partecipazioni acquisenti. In questa fase l'impresa *target* consente a quella acquirente ed ai suoi *advisor* l'accesso ad alcune informazioni¹¹⁶. A questo fine può comunicare

¹¹⁴ Sul punto si vedano per tutti: Sherman A. J., Hart M., *op. cit.*, p. 44 ss.

¹¹⁵ Si vedano per tutti: Conca V., *op. cit.*, p. 76-77; Frankel M., *Mergers and acquisitions basics, cit.*, p. 142 ss.

¹¹⁶ In determinati casi l'*advisor* stipula un accordo di riservatezza e riceve infatti dall'impresa *target* un prospetto informativo più completo rispetto ai *blind profile*, che nella pratica viene normalmente denominato *selling memorandum*. Il *selling memorandum* contiene solitamente indicazioni dettagliate sull'impresa *target*: quali ad esempio il settore in cui l'impresa opera, i principali prodotti realizzati, la capacità produttiva e la sua utilizzazione media, la natura e l'ammontare delle eventuali lavorazioni presso terzi, i principali fornitori, il personale, le vendite e i mercati di sbocco, i beni immobili e i beni

preliminarmente alcuni dati, e *diligence* che comprendono in particolare: quelle sui documenti contabili; quella giuridica¹¹⁷; quella lavoristica; quella fiscale, per ricostruire la situazione dei rapporti con l'amministrazione delle finanze, le possibili sopravvenienze tributarie, le eventuali perdite fiscali pregresse ancora utilizzabili, e l'impatto di tutto ciò sul valore della società e sulla scelta della costruzione giuridica secondo cui modellare l'operazione di acquisizione; ed all'occorrenza le ulteriori *due diligence* richieste dalle caratteristiche particolari dell'impresa *target*, e così ad esempio quella relativa alle problematiche ambientali, e quella riguardante i rapporti con la pubblica amministrazione propri ad esempio delle imprese che operano in mercati regolamentati; 10) intervengono quindi una nuova valutazione dei profili economici dell'operazione ed una nuova fase di *financial advising*¹¹⁸; 11) i

immateriale dell'impresa, i bilanci degli ultimi tre esercizi, l'analisi delle società comparabili, le caratteristiche dell'operazione. Questo documento può essere predisposto direttamente dalla società bersaglio (senza l'intervento di un *advisor* esterno) quando essa presenti le competenze necessarie per redigerlo. Per gli ulteriori approfondimenti si vedano: Sherman A. J., Hart M., *op. cit.*, p. 24; Capizzi V., *op. cit.*, p. 377 ss.

¹¹⁷ È bene ricordare che questo tipo di *due diligence* riguarda tra l'altro l'organizzazione societaria, i rapporti contrattuali, la situazione legale dei beni (ed in particolare degli immobili, degli impianti, dei macchinari e degli *intangibles*), l'eventuale contenzioso in essere o quello che si preventivamente possa accadere. Infatti, attraverso la *due diligence* "preventiva" si ottiene una "fotografia" della società *target* che permette una valutazione concreta ed attuale. Sulla base di tale fotografia l'acquirente ha la possibilità di negoziare una disciplina pattizia perfettamente aderente alla situazione effettiva, modulando il corrispettivo sulla scorta delle informazioni ottenute ed eventualmente introducendo adeguate garanzie contrattuali. Il venditore, d'altro canto, evita ogni sorta di contestazione o di azione legale da parte del compratore volta a far valere le disposizioni codicistiche in materia di garanzie per vizi, di qualità della cosa venduta e di *aliud pro alio*, dal momento che le caratteristiche dei "beni" direttamente ed indirettamente oggetto dell'accordo sono stati sottoposti ad un esame preventivo ed approfondito da parte del compratore stesso. Per maggiori delucidazioni si vedano: Stesuri A., *Le verifiche nel corso dei processi di acquisizione e l'interferenza sulla due diligence della riforma societaria fiscale*, in *Rev. Cont.*, 2004; Alpa G., Saccomani A., *Procedure negoziali, due diligence e memorandum informativi*, in *I Contratti*, Milano, 2007, n. 3, p. 267 ss; Tersillia S., *La due diligence per l'acquisizione di un pacchetto azionario di controllo di una società non quotata in borsa: obblighi di informazione e responsabilità dei soggetti coinvolti*, in *Dir. comm. internaz.*, 2002, p. 969-999; Picone L., *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, p. 234-269; Carriere P., *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 338-372; Gambaro F. L., *Brevi considerazioni in tema di così detta Due Diligence - Diligentia maximum etiam mediocris ingenii subsidium. Seneca, Controversiae*, in *Riv. dir. priv.*, 2006, p. 897-920.

¹¹⁸ Sui diversi metodi per valutare la situazione finanziaria della società bersaglio si vedano in particolare: Conca V., *Le acquisizioni. Il processo*, *cit.*, p. 87 ss; Bruner R., *Applied mergers & acquisitions*, New York, 2004, p. 247 ss.; Frankel M., *Mergers and acquisitions basics. The key steps*

negoziati successivi alla *due diligence* riguardano anzitutto le condizioni economiche dell'operazione e l'impatto che i diversi schemi contrattuali possibili e le clausole via via ipotizzate possono avere sulle economie dell'operazione; 12) le trattative *inter partes* preparano poi via via il contratto di acquisizione (con le relative clausole di *warranties and representations*)¹¹⁹, che può essere preceduto da atti ricognitivi dello stato di avanzamento delle trattative, dal *term sheet*, e dall'invio della *disclosure letter*, e che è . tipicamente seguito dal *closing* ed eventualmente dal *closing memorandum*; 13) a questo punto le parti decidono di concludere, stipulare ed eseguire i contratti; 14) il versante contrattuale degli acquirenti può costituire una *new company ad hoc* (spesso indicata come una *newco*), ed affidare ad essa l'acquisizione diretta della partecipazione dell'impresa *target*: e ciò avviene ad

of acquisitions, divestitures and investment, cit., p. 191 ss; Corrado D., *La valutazione dell'impresa target e gli aspetti fiscali delle acquisizioni*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, a cura di Draetta U., Monesi C., Milano, 2007, p. 319 ss.

¹¹⁹ Si deve ricordare che l'espressione *warranties e representations* viene adoperata nei contratti di acquisizione come un'endiadi che "sintetizza ed individua un complesso sistema di garanzie unitario". A ben vedere è tuttavia possibile tracciare più di una distinzione all'interno delle *warranties e representations*. In particolare le *warranties* si distinguono a seconda che siano *legal* o *business*: le prime riguardano gli aspetti legali relativi alle quote sociali, quali ad esempio le attestazioni relative alla titolarità della piena e libera disponibilità delle partecipazioni trasferite, all'inesistenza di vincoli statutari o pattizi che limitino o impediscano la circolazione di queste ultime, alla effettiva percentuale di capitale sociale che le azioni vendute rappresentano, etc.; le seconde hanno invece ad oggetto la situazione patrimoniale della società bersaglio ed in particolare il patrimonio o singoli cespiti di quest'ultima. Le *business warranties* possono poi a loro volta distinguersi in clausole di garanzia sintetiche od analitiche: le prime hanno un carattere omnicomprensivo e garantiscono a livello generale una determinata situazione finanziaria della società target, mentre le seconde riguardano voci patrimoniali specifiche ed hanno così una portata circoscritta. Sul punto si veda per tutti Tina A., *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 328. In dottrina e giurisprudenza è pacifico inquadrare le *legal warranties* come clausole volte a contrattualizzare i rimedi previsti dagli artt. 1479 c.c. ss.. Sulle clausole di garanzia e sulle distinzioni tra *warranties e representations* si vedano: Pistorelli L., *Le garanzie "analitiche" sulle voci della situazione patrimoniale di riferimento*, in *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli F., De Andrè M., Milano, 1990, p. 157 ss; Panzarini G., *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*, in Galgano F. (a cura di), *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Torino, 1995 p. 291 ss.; Montalenti P., *Le acquisizioni societarie: profili contrattuali*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, Padova, 1999, p. 158 ss; D'Alessandro C., *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003, p. 62 ss; Giulianelli S., *Alienazione di partecipazioni societarie, autonomia patrimoniale della società e principi di correttezza e buona fede*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, I, p. 214 ss; Pinto V., *Le garanzie «patrimoniali» nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. società*, 2003, 418 p. ss; Iorio G., *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006, p. 4 ss; Speranzin M., *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, p. 48 ss.

esempio quando l'impresa acquirente è una sola, ma vuole o è obbligata per legge a tenere separate le proprie attività da quelle dell'impresa *target*¹²⁰; oppure ancora quando quest'ultima è acquisita non da una sola, ma da una cordata di imprese che costituiscono insieme la *newco* e vi centrano i propri rapporti di alleanza¹²¹.

Si deve considerare che la mera classificazione svolta in questa sede non è universale; sovente, infatti, il contratto di acquisizione può subordinare la conclusione dell'operazione al compimento di ulteriori due *diligence* il cui compimento può incidere notevolmente sia sulla determinazione del prezzo dell'acquisizione sia sulla predisposizione di ulteriori clausole da inserire nel contratto finale. Così ancora le parti possono procedere anzitutto alla stipulazione del contratto di acquisizione e successivamente subordinare l'esito del *closing* al compimento di una o più *due diligence*.

Lo svolgimento di tutte queste attività, presuppone l'utilizzo di normative e di modelli stranieri che assai di frequente contengono disposizioni in grado di produrre la nullità del contratto di acquisizione per contrasto con norme imperative o c.d. materiali¹²²; in alcuni casi tali disposizioni possono addirittura svuotare di contenuto

¹²⁰ Nell'ambito della prassi si può portare l'esempio di come avrebbe dovuto fare Telecom Italia nell'acquisizione di imprese che svolgessero il servizio *wi-fi*. In tale ipotesi, l'Autorità antitrust aveva subordinato la concentrazione all'impegno di Telecom di realizzare una "separazione societaria" di tutte le attività inerenti la fornitura di servizi *wi-fi* proprie della società bersaglio (cfr. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Provvedimento n. 12319, del 7 agosto 2003, in *Bollettino* 32/2003). In determinati casi l'Autorità antitrust può obbligare a separare un'attività rispetto ad altre mediante la costituzione (non di una *newco*, ma) di unità operative autonome e indipendenti, come ad esempio è avvenuto nel caso della concentrazione tra la Società Interbancaria per l'Automazione – Cedborsa s.p.a (Sia) e la Società per i Servizi Bancari s.p.a. (Ssb), che è stata autorizzata a condizione della "creazione, all'interno della nuova entità derivante dalla fusione, di una specifica *business unit* preposta alle attività di rete, separata dalle altre attività (Mercati, Carte e Pagamenti)" (cfr. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Provvedimento n. 16641, del 4 aprile 2007, in *Bollettino* 12/2007).

¹²¹ Si veda per tutti Cambini C., Giannaccari A., *Il matrimonio tra Telecom-Telefonica, tra reti alternative e scenari di separazione*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2007, p. 277 ss.

¹²² Per un approfondimento critico si vedano per tutti: De Nova G., *The law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy: il contratto alieno*, in *Riv. dir. Priv.*, 2007, p. 11-12; *Id.*, *Parent Company Guarantee*, in *Il contratto alieno*, Torino, 2007, p. 73-81; *Id.*, *Accordi delle parti e*

le clausole predisposte, per mancanza di strumenti di tutela italiani o per incompatibilità con i rimedi nazionali previsti dall'ordinamento¹²³.

La dottrina, a tal proposito ricorre alle nozioni di «flusso giuridico»,¹²⁴ ovvero di «circolazione e mutazione di modelli giuridici» per indicare il fenomeno di percezione da parte di un ordinamento di dati dell'esperienza giuridica propri di un altro; tale circolazione, tuttavia, causando una rottura dell'equilibrio dell'ordinamento ricevente, comporta che il flusso giuridico possa essere o respinto o metabolizzato¹²⁵.

Quanto al contratto di acquisizione, non può ancora sostenersi che tale flusso sia stato rifiutato dall'ordinamento vigente, sebbene la scelta di metabolizzarlo richieda un approccio fortemente critico¹²⁶.

Tuttavia, non pare si pongano particolari problematiche in merito alle modalità di

decisione, ibidem, p. 83-93; *Id.*, *Merger clause e contratto alieno, ibidem*, p. 95-101; Lupoi M., *Sistemi giuridici comparati, Traccia di un corso*, Napoli, 2001, p. 69.

¹²³ Per un approfondimento su tale problematica si vedano: Roveda A., *Il Closing*, in *Federnotizie*, 2008; Morello U., *Contratti atipici e ruolo della prassi: un esame del diritto in azione, con particolare riferimento ai contratti associativi atipici e alle vendite di partecipazioni di controllo*, in *Accordi tra imprese e acquisizioni, Prassi, codificazione, normativa speciale*, a cura di Collegio notarile di Trento e Rovereto, Milano, 1994, p. 3-66; Di Sabato F., *Cessione di azienda e cessione di pacchetti di riferimento: appunti per una riflessione sulla prassi contrattuale*, in *Impresa e tecniche di documentazione giuridica*, Roma, 1990, p. 629-642 e in *Il Contratto. Silloge in onore di Giorgio Oppo*, vol. II, Padova, 1992, p. 637; Breccia U., *Prospettive del diritto dei contratti*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, p. 177.

¹²⁴ Cfr per tutti Lupoi M., *op. cit.*, p. 60.

¹²⁵ Di recente, al riguardo, la dottrina ha elaborato la nozione di «contratto alieno», ove l'aggettivo alieno ha «come calco "alius", e quindi "altro, straniero", ma anche "alien", e quindi "extraterrestre"», per indicare un fenomeno più ampio dell'autonomia contrattuale di cui all'art. 1322 c.c. per un approfondimento si veda De Nova G., *Contratto: per una voce*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, p. 633-659; *Id.*, *I contratti atipici e i contratti disciplinati da leggi speciali: verso una riforma?*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, p. 345-349; *Id.*, *The law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy: il contratto alieno*, in *Riv. dir. Priv.*, 2007, p. 7-17; *Id.*, *I contratti di oggi e la necessità di un elenco condiviso di divieti e di clausole vietate*, in *Riv. dir. Priv.*, 2007, p. 463 ss; *Id.*, *Parent Company Guarantee*, in *Il contratto alieno*, Torino, 2007, p. 73-81; *Id.*, *Accordi delle parti e decisione, ibidem*, p. 83-93; *Id.*, *Merger clause e contratto alieno, ibidem*, p. 95-101.

¹²⁶ In dottrina si vedano tra gli altri: Sacco R., *Circolazione e mutazione di modelli giuridici*, in *Digesto IV*, p. 365-370; Bin M., *La circolazione internazionale dei modelli contrattuali*, in *Contr. Impr.*, 1993, p. 475 ss; Montalenti P., *La compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Scritti in onore di Rodolfo Sacco*, Milano, 1994, p. 767, ove si afferma che i «contratti di compravendita di azioni hanno contribuito, in ragione del carattere naturalmente «transnazionale» che li connota, a creare una forte osmosi tra modelli e sistemi giuridici differenziati».

conduzione delle trattative nonché delle indagini relative alla società *target*, sebbene sia da domandarsi quali natura e vincolatività possano avere le lettere di intenti con cui generalmente si dà avvio alle negoziazioni¹²⁷, nonché quale rilevanza abbia la conoscenza degli elementi della società bersaglio acquisita durante lo svolgimento della *due diligence*.

Per quanto concerne il contenuto del contratto di acquisizione, si tratta di compiere una valutazione di compatibilità delle clausole recepite dalla prassi di modelli contrattuali stranieri con principi e norme inderogabili dell'ordinamento italiano.

Tale verifica, tuttavia, andrebbe compiuta durante la redazione del contratto, pena il rischio di invalidità delle clausole stesse; se, invece, la valutazione fosse condotta *a posteriori*, si tratterebbe di una applicazione di criteri già esistenti e relativi ai contratti internazionali.

In altri termini, come è noto, anche quando ricorrano le condizioni dettate dalla Convenzione di Roma del 1980 sulle obbligazioni contrattuali, e i contraenti scelgano la legge applicabile, la clausola *de lege utenda* non esime dalla predisposizione di clausole contrattuali non in contrasto con le cosiddette norme di applicazione necessaria o norme materiali dell'ordinamento regolatore del contratto¹²⁸.

¹²⁷ Per tutti Ubertazzi T. U., *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Padova, 2008, p. 175 ss.

¹²⁸ A tal proposito si veda l'art. 3 della Convenzione di Roma sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali del 19 giugno 1980, secondo cui "il contratto è regolato dalla legge scelta dalle parti. La scelta deve essere espressa, o risultare in modo ragionevolmente certo dalle disposizioni del contratto o dalle circostanze. Le parti possono designare la legge applicabile a tutto il contratto, ovvero a una parte soltanto di esso. /2. Le parti possono convenire, in qualsiasi momento, di sottoporre il contratto ad una legge diversa da quella che lo regolava in precedenza, vuoi in funzione di una scelta anteriore secondo il presente articolo, vuoi in funzione di altre disposizioni della presente convenzione. Qualsiasi modifica relativa alla determinazione della legge applicabile, intervenuta posteriormente alla conclusione del contratto, non inficia la validità formale del contratto ai sensi dell'articolo 9 e non pregiudica i diritti dei terzi. /3. La scelta di una legge straniera ad opera delle parti, accompagnata o

I problemi di compatibilità e di valutazione della validità di prassi anglosassoni portate nell'ordinamento italiano si pongono relativamente ai seguenti aspetti: struttura del testo contrattuale, clausole convenzionali di interpretazione, clausole di *severability* ovvero previsione pattizia del criterio legale di nullità parziale, clausole di limitazione di responsabilità, clausole penali irriducibili, clausole *if and when* e clausole di *no waiver*.

In conclusione, la barriera del diritto italiano non ferma i c. d. contratti alieni ma pone in discussione singole clausole, anche sotto il profilo della potenziale natura di clausole di stile, prive di efficacia nell'ordinamento italiano¹²⁹.

Vale la pena di ricordare che il diritto privato italiano è destinato ad applicarsi ad un numero importante di operazioni di acquisizioni del genere di quelle qui considerate. Esso si applica anzitutto quando l'operazione avviene tra imprese esclusivamente italiane, e si può inoltre applicare quando le parti del contratto hanno scelto di sottoporlo alla legge regolatrice italiana: ciò che può avvenire quando una delle imprese in campo è italiana e riesce ad imporre la propria legge per la disciplina

non dalla scelta di un tribunale straniero, qualora nel momento della scelta tutti gli altri dati di fatto si riferiscano a un unico paese, non può recare pregiudizio alle norme alle quali la legge di tale paese non consente di derogare per contratto, qui di seguito denominate «disposizioni imperative»¹²⁹. Per approfondimenti si vedano: Carbone F., *Conflitti di leggi e tra giurisdizioni nella disciplina dei trasferimenti di pacchetti azionari di riferimento*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli, De Andrè, Milano, 1990, p. 457 ss; Pocar F., *Brevi appunti sull'incidenza della Convenzione di Roma relativa alla legge applicabile ai contratti sul diritto italiano*, in *Studi in ricordo di Panzera*, Bari, 1995, II, p. 696; Ubertazzi B., *La capacità delle persone fisiche nel diritto internazionale privato*, Padova, 2007, p. 45 ss.

¹²⁹ È assai importante ricordare la presenza di direttive comunitarie che si innestano nel procedimento di acquisizione, mediante tale strumento si cerca di raccordare le diverse legislazioni dei Paesi aderenti all'UE. La dottrina, a tal proposito, parla di una vera e propria *lex mercatoria*, ossia un diritto di prassi sorto grazie all'azione delle *transnational corporation* (le grandi imprese multinazionali) statunitensi. Per uno studio su tale materia si vedano: Grossi P., *Globalizzazione, diritto, scienza giuridica*, in *Foro it.*, 2002, V, p. 163; Galgano F., *Lex mercatoria*, Mulino, Bologna, 1993, p. 9 ss; Marrella F., *La nuova lex mercatoria. Principi Unidroit ed usi dei contratti del commercio internazionale*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano F., Padova, 2003, p. 1 ss; Galgano F., Marrella F., *Diritto del commercio internazionale*, Padova, 2007, 2 ed., p. 243 ss. In generale sul carattere internazionale del contratto di acquisizione si veda Galgano F., *Della qualificazione come internazionale del contratto di acquisizione*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Milano, 1990, p. 1 ss.

del contratto; e più raramente quando le imprese che partecipano all'operazione appartengono a stati terzi diversi, preferiscono sottoporre il contratto ad una legge neutrale, e scelgono quella italiana. E d'altro canto la disciplina privatistica italiana dei contratti relativi ad un'operazione di acquisizione contiene una serie non piccola di norme che debbono essere qualificate come regole di applicazione necessaria secondo la disciplina internazional-privatistica vigente in Italia, e che secondo la *lex fori* italiana sono perciò destinate a regolare in un certo qual modo anche le acquisizioni sottoposte per il resto ad una legge straniera¹³⁰.

Per consentire al meglio la comprensione della disciplina sulle *M&A*, stante la sua disciplina stratiforme, nel prossimo paragrafo del presente lavoro si analizzerà la disciplina codicistica concernente le fusioni e le acquisizioni. Alla luce dei principi che si evinceranno da tale analisi, sarà più agevole comprendere la distanza tra la disciplina vigente nell'ordinamento e le regole inerenti alle pratiche svolte dagli operatori economici.

¹³⁰ È bene ricordare che durante la negoziazione di un contratto di acquisizione le parti non contrattualizzano necessariamente tutte le regole di condotta normalmente ricavabili dall'art. 1337 c.c.: in questi casi "l'eventuale violazione di qualsiasi obbligazione precontrattuale prevista direttamente dalla legge [...] dovrà essere valutata in virtù (e le relative controversie dovranno essere decise dal giudice) dell'ordinamento giuridico dello Stato da scegliere secondo i criteri rilevanti ai fini della disciplina delle obbligazioni extracontrattuali" e dunque anche qui in base ai criteri stabiliti dal Regolamento Roma II", in tal senso Carbone F., *Lettere di intenti, legge regolatrice e scelta del giudice nei trasferimenti di pacchetto azionario*, in *Dir. comm. internaz.*, 2006, p. 536.

2. LA DISCIPLINA CODICISTICA DELLE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE DOPO LA RIFORMA DEL 2003

2.1 NOZIONE E TIPI DI FUSIONE

Il costante utilizzo della fusione e dell'acquisizione come strumenti economico-giuridici volto ad espandere le società in funzione di una maggiore redditività, ha indotto il legislatore della riforma, in attuazione delle indicazioni della legge delega 3 ottobre 2001 n. 366, a semplificarne il procedimento nel rispetto, per quanto concerne le società di capitali, delle direttive comunitarie¹³¹.

La normativa civilistica non fornisce la definizione di fusione¹³² ma specifica,

¹³¹ Per degli spunti di approfondimento si vedano: Scognamiglio G., *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, 4, p. 889 ss; De Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società*, in *Studi e materiali*, 2004, 1 - supplemento, p. 583 ss; Santagata R., *La fusione (semplificata) di società non azionarie*, in *Il Nuovo Diritto delle Società* collana diretta da Abbadessa P., Portale G. B., 2004, p. 313 ss; Atlante N., *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, in *Fondazione italiana per il notariato*, Milano 2007, p. 17.

¹³² Circa la natura della fusione, nel silenzio legislativo anteriore alla riforma, due erano le opinioni principali. La prima, condivisa dalla dottrina tradizionale e dalla giurisprudenza prevalente, considerava la fusione come una successione universale tra enti comportante l'estinzione delle società partecipanti (ed eventualmente la costituzione di una nuova società nel caso di fusione in senso stretto) con traslazione dei rapporti giuridici sostanziali e processuali in capo alla società incorporante o risultante dalla fusione. Cfr. da questo punto di vista: Cottino G., *Diritto commerciale*, Padova, 1987, p. 641; Messineo F., *Manuale di diritto civile e commerciale*, IV, Milano, 1958, p. 558, secondo il quale la fusione costituisce «un fenomeno analogo a quello della successione a titolo universale»; Salandra V., *Manuale di diritto commerciale*, I, Bologna, 1949, p. 2 ss; Graziani A., *Diritto delle società*, Napoli, 1963, p. 552. Per la giurisprudenza si vedano: Cass., 25 ottobre 1977, n. 4565, in *Giur. comm.*, 1978, II, p. 352; Cass. marzo 1987, n. 2381, in *Mass. Foro it.*, 1987; Cass., 27 gennaio 1994, n. 833, in *Riv. notariato*, 1994, p. 861; Cass., 11 giugno 2003, n. 9355, in *Impresa*, 2003, p. 1639. La Suprema Corte sosteneva l'efficacia traslativa della fusione perché essa comportava la concentrazione e quindi il trasferimento dei patrimoni delle società partecipanti in un'unica struttura produttiva ed era altresì considerata un'operazione a carattere oneroso perché tali trasferimenti erano tra loro collegati ed interdipendenti (cfr. Cass., 22 novembre 2000, n. 15093, in *Rep. Foro it.*, 2000, voce *Redditi (imposte)*, n. 858). Dopo la riforma, ancora nel senso del fenomeno estintivo-costitutivo: Cass., 25 giugno 2006, n. 14143, in *Mass. Foro it.*, 2006, p. 128; Cass., 25 novembre 2004, n. 22236, in *Giur. it.*, 2005, p. 1183; Cass., 9 settembre 2004, n. 18176, in *Giur. it.*, 2005, p. 318; Cass., 6 maggio 2005, n. 9432, in *Rep. Foro it.*, 2005, voce *Società*, n. 1156; Cass., 16 febbraio 2007, n. 3695,

nella formulazione dell'art. 2501 c.c., che la fusione “può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società o mediante l’incorporazione in una società di una o più altre”, limitandosi quindi ad indicare le diverse forme con cui si può realizzare¹³³.

L’art. 2501 c.c. è altresì importante come norma introduttiva, in quanto al 2° co. prevede che: “*la partecipazione alla fusione non è consentita alle società sottoposte a procedure concorsuali né a quelle in liquidazione che abbiano iniziato la*

in Mass. Giur. it., 2007, 708; Trib. Mantova, 9 giugno 2005, in *Giur. it.*, 2005, p. 2308; Trib. Torino, 20 luglio 2006, in www.giurisprudenza.piemonte.it. La tesi sostenuta da altra parte della dottrina rifiuta la visione successoria dell’istituto in quanto la volontà dei soci nel deliberare la fusione è di continuare i loro rapporti sociali nel nuovo ente e non di estinguere le società di appartenenza. In base a quest’ultima ricostruzione, la fusione andrebbe qualificata come una “*mera modifica dell’atto costitutivo*”, come un’integrazione reciproca dei contratti preesistenti e non come un nuovo contratto. In tal senso si vedano in dottrina: Santagata C., *La fusione tra società*, Napoli, 1964, p. 157; Tantini G., *Trasformazione e fusione delle società*, in *Tratt. Galgano F.*, VIII, Milano, 1985, p. 282 ss; Serra A., *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Tratt. Rescigno P.*, XVII, Torino, 1985, p. 346 ss; Magliulo F., *La fusione delle società*, Milano, 2005, p. 16; Civerra E., *La fusione come fenomeno successorio*, in *Soc.*, 2006, p. 197 ss; Quatraro B., *La fusione delle società*, in *AA.VV.*, *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, fiscali e penali*, a cura di Ambrosini S., Torino, 2005, p. 164; Salerno M. E., *Sub art. 2504-bis*, in *Comm. Sandulli Santoro*, Torino, 2003, p. 459; Tamburini M., *Sub art. 2504-bis*, in *Comm. Maffei Alberti*, IV, Padova, 2005, p. 2558; Riccio A., *Nella fusione di società si ha, dunque, continuità dei rapporti giuridici anche processuali*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 486 ss. Cfr., però Campobasso G., *Diritto commerciale, II, Diritto delle società*, Torino, 2006, p. 632 ss., ove, pur escludendo che la fusione sia una vicenda successoria, si riconosce l’estinzione di una o alcune società partecipanti senza soluzione di continuità nei rapporti giuridici. Sul punto si veda anche Tino E. A., *Fusione: evento modificativo o estintivo? Brevi riflessioni a seguito della riforma*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006, II, p. 228 ss. Per la giurisprudenza adesiva a quest’ultimo filone di pensiero si vedano: Trib. Napoli, 5 dicembre 1989, in *Soc.*, 1990, p. 939; Trib. Napoli, 17 luglio 1989, *ivi*, 1990, p. 356 ss; Trib. Milano, 24 settembre 1970, in *Giur. it.*, 1971, I, 2, p. 431. Sulla giurisprudenza più recente si veda l’ordinanza della Cass., 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Soc.*, 2006, p. 459, ove si afferma per la prima volta che la fusione non determina «l’estinzione della società incorporata, né crea un nuovo soggetto di diritto (...), ma attua l’unificazione mediante l’integrazione reciproca delle società partecipanti alla fusione»; Cass., 28 dicembre 2007, n. 27183, in *Mass. Foro it.*, 2007, p. 2044; Cass., 29 ottobre 2007, n. 22658, *ivi*, 2007, p. 1665; Cass., 19 ottobre 2007, in *Mass. Giur. it.*, 2007, p. 228; Cass., 23 giugno 2006, n. 14526, in *Mass. Foro it.*, 2006, p. 1844.

¹³³Si deve ricordare che, accanto alla rinnovata disciplina dell’incorporazione di società interamente possedute, la riforma del 2003 ha introdotto una vasta gamma di nuove semplificazioni che vanno dalle norme applicabili all’incorporazione di società possedute da novanta per cento, alle semplificazioni procedurali previste per le fusioni a cui non partecipino società azionarie, ovvero ancora alle rinunzie ai termini o alle alterazioni procedurali consentite dagli artt. 2501 *ter* ultimo comma, 2501 *septies* co. 1°, 2501-*sexies* co. 3° e 2503 co. 1° c.c. Più di recente il d.lgs. 13 ottobre 2009 n. 147 (pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 254 del 31 ottobre 2009 ed in vigore dal 15 novembre 2009), in attuazione della direttiva comunitaria 2007/63/CE e della delega contenuta nella Legge Comunitaria 2008 (art. 1 della legge 7 luglio 2009 n. 88), ha modificato gli artt. 2501 *sexies* e 2505 *quater* c.c., sancendo anche per le società azionarie la possibilità di omettere la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio, con il consenso di tutti i soci delle società partecipanti alla fusione, con ciò peraltro accogliendo un risultato a cui il notariato era già pervenuto in via interpretativa.

distribuzione dell'attivo". Tale divieto ricalca quello imposto dall'art. 3, punto 2 della Direttiva comunitaria 78/855/CEE, articolo che, nel consentire agli Stati membri di prevedere che la fusione possa attuarsi anche quando una o più società a fondersi siano in liquidazione, ammette tale possibilità soltanto per le società che non abbiano ancora iniziato la distribuzione dell'attivo tra i propri soci¹³⁴.

Nella vigenza ante riforma del cennato divieto per tutte le società partecipanti alla fusione, ampiamente dibattuto era stato il problema relativo all'individuazione del primo atto della procedura di liquidazione classificabile come atto di distribuzione del residuo attivo¹³⁵; il nuovo art. 2505 *quater* pone, viceversa, il problema di

¹³⁴ Il primo sostanziale intervento in materia di fusioni e di scissioni societarie è stato compiuto dal legislatore italiano con il D. Lgs. 16 gennaio 1991, n. 22 (entrato in vigore il 7 febbraio 1991). Tale decreto fu emanato in attuazione delle Direttive del Consiglio delle Comunità Europee n. 78/855 (cosiddetta Terza Direttiva del 9 ottobre 1978) e n. 82/891 (cosiddetta Sesta Direttiva del 17 dicembre 1982). Con tale provvedimento si è introdotta nel nostro ordinamento, per la prima volta, una organica e sistematica disciplina delle fusioni e delle scissioni, la quale ha costituito la Sezione II, del Capo VIII (Della trasformazione, della fusione e della scissione delle società), del Titolo V (Delle società), del Libro V (Del lavoro) del Codice Civile (artt. 2501 – 2504-*decies*). Si vedano per tutti: Lambertini L., *Sub art. 2501*, in *Tratt. Lo Cascio G.*, IX, Milano, 2003, p. 370; Scognamiglio G., *Fusione e scissione di società: lo schema di legge di attuazione delle direttive CEE*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, p. 109 ss. Si ricordi inoltre che l'eliminazione del divieto risponde ad una politica legislativa di promozione delle operazioni straordinarie sempre nell'ambito del margine di discrezionalità consentito agli Stati membri dalla direttiva 78/855/CEE. Tuttavia, come previsto dall'art. 2499 c.c., per le trasformazioni, anche la fusione di società sottoposte a procedura concorsuale dovrebbe pur sempre risultare compatibile con la finalità o lo stato di quest'ultima, compatibilità che non può essere valutata a priori, ma necessita di un giudizio concreto caso per caso. A quest'ultimo riguardo, le procedure concorsuali con finalità non liquidatorie (concordato preventivo e amministrazione straordinaria) risultano certamente compatibili con la fusione in quanto tramite questa operazione straordinaria si persegue il risanamento dell'impresa in crisi a tutto vantaggio dei creditori sociali. Le procedure concorsuali con finalità liquidatorie invece, presupponendo uno stato di insolvenza, non sembrano astrattamente compatibili con la fusione volta al proseguimento (se non addirittura al potenziamento) dell'attività imprenditoriale; tuttavia anche in questo caso la fusione potrebbe rivelarsi utile per i creditori quando dall'unione ad altre e più forti realtà produttive, ne possa derivare un salvataggio della società in fallimento. Per gli stessi motivi validi per le società in liquidazione, si ritiene ammissibile la fusione di società sottoposte a procedure concorsuali solo prima della distribuzione dell'attivo.

¹³⁵ In giurisprudenza si vedano sulla compatibilità del procedimento di fusione per incorporazione con lo stato di scioglimento della società: App. Milano 4 maggio 1993, in *Le Società* n. 9, 1993, p. 1229, con commento di Salafia V., *Incompatibilità tra stato di scioglimento e operazioni di fusione*, ove la Corte ha escluso l'esistenza di un'incompatibilità e ha ritenuto che tale assunto risulti ancora più fondato qualora la società in stato di scioglimento sia destinata ad essere incorporata ed il patrimonio di questa sia già interamente compreso nel patrimonio dell'incorporante. Sulla partecipazione alla fusione di società in liquidazione si vedano inoltre, Trib. Roma 29 gennaio 1993, in *Riv. notar.*, 1993, II, 678, che ha ritenuto illegittima l'operazione di fusione con altra società nel caso in cui la società incorporante abbia perduto interamente il proprio capitale e non abbia provveduto alla

individuare il momento ultimo della fase della liquidazione in cui sia ancora possibile attribuire alla società una valenza attiva, suscettibile di una valutazione economica che consenta di quantificare un rapporto di cambio fra le società a fondersi e, comunque, non abbia ad incidere su diritti ormai acquisiti dai soci alla distribuzione di un residuo attivo sociale.

Occorre in proposito valutare le finalità perseguite dalla Riforma del 2003 nel consentire anche alle società non azionarie in liquidazione, e in pratica a qualsiasi fase della liquidazione stessa, di partecipare ad una fusione; se, cioè, tale possibilità debba intendersi comunque circoscritta alla condizione che tutte le società destinate a fondersi, anche se in liquidazione, siano suscettibili di una valutazione economica che determini, per effetto della fusione, la nascita di un soggetto società operativo sul mercato, o invece allargata anche a semplice finalità di risparmio, nel senso che la

ricapitalizzazione ad un livello pari al minimo previsto dalla legge; App. Roma, decreto del 24 luglio 1993, *ivi*, 1993, II, p. 679, in cui si è posto in evidenza come la legge non abbia previsto una disciplina differenziata dell'ammissibilità del procedimento di fusione a seconda che la società in liquidazione sia l'incorporante o l'incorporanda; Trib. Roma 2 aprile 2001, App. Roma 25 giugno 2001, *Illegittimità della delibera non conforme al progetto di fusione - illegittimità dell'omissione della relazione degli esperti per la determinazione del rapporto di cambio, anche in presenza di consenso unanime, in caso di mancata preventiva informazione*, in *Riv. not.*, 2002, 1, p. 195 con nota di Gisolfi S., *Modificabilità del progetto di fusione*. In dottrina si veda Portale G. B., *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, p. 701 ss. Tuttavia occorre considerare che l'affermazione giurisprudenziale secondo la quale la mancata distribuzione dell'attivo da parte della società in liquidazione deve essere provata, ad esempio nella relazione degli amministratori, non sembra aderente allo spirito della riforma di semplificare il procedimento di fusione e non sembra giustificabile nell'ottica di una rigida tutela dei creditori, considerato che questi ultimi dispongono già dello strumento dell'opposizione *ex art. 2503 c.c.* per far accertare eventuali vizi procedurali idonei a ridurre la garanzia patrimoniale. Il requisito richiesto per poter procedere alla fusione di società in liquidazione dovrà essere riscontrato in concreto vigilando sull'operato del liquidatore che non abbia eseguito l'obbligazione del riparto dell'attivo. Nel caso di fusione per incorporazione può trovarsi in liquidazione solo la incorporata o la incorporante o entrambe; nella fusione in senso proprio lo stato di liquidazione può riguardare alcune o tutte le società partecipanti, anche se la fusione implica la revoca dello stato di liquidazione. Il legislatore della riforma ha definitivamente sancito la legittimità della decisione di fusione senza la preventiva revoca dello stato di liquidazione, che cessa automaticamente una volta attuata la fusione. Cfr. su questo punto Trib. Milano 3 settembre 1990, in *Giur. it.*, 1991, IV, p. 517. In dottrina si vedano: Guerrera F., *Trasformazione, fusione e scissione*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003, p. 325 ove si asserisce che è necessaria la contestuale revoca dello stato di liquidazione se la fusione sia volta a favorire la ripresa dell'attività economica; Libertini L., L., *Sub art. 2501, cit.*, p. 150; Miserocchi L., *La fusione*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma*, Milano, 2003, p. 368.

fusione di più società in liquidazione, lungi dal dover determinare la nascita di un nuovo soggetto operativo sul mercato, possa invece essere determinata dalla opportunità di ridurre le spese, attraverso un unico procedimento di liquidazione per più società, una volta fusesi in un soggetto destinato non ad operare sul mercato, ma a continuare una fase di liquidazione in termini unitari, consentendo di realizzare risparmi tali da rendere distribuibili attività residue, in caso contrario magari non conseguibili¹³⁶.

L'espressa previsione della possibilità che partecipino ad una fusione società in liquidazione elimina la necessità che si proceda preventivamente, per la società in liquidazione, alla formale revoca dello stato di liquidazione, in quanto, in questo caso, verrebbe a partecipare alla fusione una società non più in liquidazione, nuovamente operativa e nel pieno possesso delle proprie facoltà sul mercato, come tale idonea ad avvalersi della procedura di fusione, a prescindere da qualsiasi specifico riferimento normativo alle società in liquidazione; né la partecipazione ad una fusione per una società in liquidazione può determinare un'alterazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi dell'assemblea che delibera appunto la fusione, dovendosi a tali *quorum* aversi riguardo, senza ipotizzare la necessità nel caso in esame, di decisioni da adottarsi in assemblea con le maggioranze statutariamente o pattiziamente previste per le delibere di revoca dello stato di liquidazione¹³⁷.

¹³⁶ In dottrina si vedano tra gli altri: Picciau A., *La scissione semplificata*, in AA.VV., *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, Milano, 2007, p. 33 ss; Paolini E., *Nozione, natura giuridica e ambito applicativo della scissione*, in *Trasformazione, fusione, scissione, opa, società quotate*, in *Trattato teorico-pratico delle società*, a cura di Schiano Di Pepe G., Milano, 1999, p. 283 ss; Morera U., *Riflessioni intorno al procedimento di fusione tra società*, in *Giur. comm.*, 1985, I, p. 664 ss.

¹³⁷ Per i dovuti approfondimenti si vedano tra gli altri: Perrino M., *Sub art. 2501 c.c.*, in *Società di capitali*, Niccolini G., Stagno S'Alcontres A., (a cura di), Napoli, 2004, p. 1933-1941; Paciello A., *Su alcuni profili problematici della fusione e della scissione di società di liquidazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, I, p. 641 ss. In particolare, si noti il particolare filone dottrinario secondo il quale il divieto posto dalla Direttiva 78/855/CEE operi *soltanto* quando le società abbiano iniziato il *primo* atto di

Nell'ordinamento, dalla lettura della norma contenuta nell'articolo *de quo* e dalla prassi operativa, si possono identificare le seguenti tipologie di fusione: *a) fusione propria o per unione o pura*, nella quale le società partecipanti all'operazione si "estinguono" e danno origine ad una nuova entità giuridica; in tale situazione, i soci delle società partecipanti, a fronte dell'annullamento delle azioni o quote di partecipazione nelle stesse, ottengono azioni o quote della nuova entità sulla base del rapporto di cambio tra nuove e vecchie azioni o quote; *b) fusione per incorporazione*, nella quale viene ad "estinguersi" la sola società incorporata mentre la incorporante effettua un aumento di capitale sociale con conseguente attribuzione ai soci della società incorporata delle relative azioni o quote, sulla base del rapporto di cambio tra nuove azioni o quote emesse e azioni o quote della incorporata che vengono contestualmente annullate¹³⁸. In tale ambito si distingue: 1) fusione per incorporazione di società fra le quali esiste un rapporto di partecipazione e ove sono incluse le seguenti principali sotto-tipologie: *i) fusione per incorporazione di una società posseduta al 100%*; *ii) fusione per incorporazione di una società posseduta almeno al 90%*; *iii) fusione per incorporazione inversa nella quale la società*

ripartizione dell'attivo, per un ragguaglio si vedano: Spolidoro M. S., *Fusioni e Scissioni di società: commento al D. Lgs. 16 gennaio 1991, n. 22*, in *Quaderni di dir. comm.*, Milano, 1994, p. 1-23; Salafia V., *Le fusioni*, cit., p. 5; Lucarelli P., *I poteri dell'assemblea durante la fase di liquidazione*, in *Vita not.*, 2000/2, p. 1130 ss; Santagata R., *Le fusioni*, cit., p. 25; *contra* Laurini F., *La scissione di società*, in *Riv. soc.*, 1992, II, p. 932.

¹³⁸ In entrambe le forme di fusione avviene un concambio, perché i soci della società fusa o incorporata si vedono sostituire le azioni o quote possedute in essa con quelle della società risultante dalla fusione o incorporante. Tuttavia nella fusione per incorporazione può anche non verificarsi il concambio qualora la società incorporante detenga già la partecipazione totalitaria nella società incorporata e provveda, a seguito della fusione, ad annullare tale partecipazione. Cfr sul punto: Cass., 28 settembre 2007, n. 20423, in *Mass. Foro it.*, 2007, p. 1854; Gelosa G., Insalaco M., *Fusioni e scissioni di società*, Milano, 2002, p. 7. Nel senso della necessità della determinazione del rapporto di cambio anche nella fusione inversa in cui la società partecipata incorpora la società partecipante, si veda *amplius* Perrotta R., *Le diverse modalità di attuazione della fusione e della scissione inversa*, in *Riv. notariato*, 2007, I, p. 14 ss; Maltoni M., *Fusione, scissione e società di persone*, in *Studi e materiali*, 2005, 2, p. 1238.

controllata incorpora la controllante¹³⁹; iv) fusione per incorporazione a seguito di acquisizione con indebitamento; tale operazione, nella sua forma più semplice prevede la costituzione di una nuova società (destinata a fungere poi da incorporante) la quale, con i mezzi finanziari ottenuti concedendo in garanzia i beni della società incorporanda, procede all'acquisto della stessa ed alla sua successiva fusione per

¹³⁹ La fusione inversa, è una forma particolare di fusione per incorporazione nella quale la società partecipata incorpora la società partecipante. Le ipotesi di maggiore interesse sono quelle in cui la partecipante esercita il controllo sulla partecipata. In tale ambito, si possono verificare tre casi: a) società controllante-incorporata che detiene il 100% della società controllata incorporante. È questa l'ipotesi principale di fusione inversa (detta anche fusione "rovesciata"). In questa ipotesi, poi, si può configurare una situazione in cui la controllante-incorporata è una *holding* di partecipazioni che ha nel suo attivo unicamente la partecipazione totalitaria nella società controllata incorporante; b) società controllante-incorporata che detiene una partecipazione di maggioranza non totalitaria nella società controllata-incorporante; c) società controllante-incorporata che possiede una partecipazione di controllo non maggioritario nella società controllata-incorporante (art. 2359, 1° co., n. 2 c.c.). La fusione inversa ha la medesima disciplina giuridica della fusione diretta, incluse le disposizioni previste dall'art. 2504 *bis* c.c., tuttavia, presenta alcuni problemi peculiari (specie in tema di utilizzo delle azioni della controllata-incorporante possedute dalla controllante/incorporata e di valutazione delle attività e passività della controllata-incorporante). Le ragioni economiche per cui due società possono voler procedere ad una fusione inversa possono essere varie: di solito si tratta dell'ottenimento di risparmi di natura economica, se per esempio alla società controllata facciano capo rapporti giuridici o beni la cui trasferibilità risulti onerosa, difficoltosa o impossibile; oppure se la controllata goda di un particolare *status* o la gestione operativa sia accentrata su di essa. La fusione inversa potrebbe consentire quindi di ottenere benefici in termini di adempimenti contabili ed amministrativi, quali ad esempio le comunicazioni a clienti e fornitori, le volture di autorizzazioni e licenze, il subentro nei rapporti contrattuali e le trascrizioni ipotecarie e catastali. Alla fusione inversa, trattandosi di una forma particolare di fusione per incorporazione, si ritengono applicabili tutte le disposizioni in tema di fusione per incorporazione previste dal Codice Civile, in termini sia di documentazione necessaria, sia di procedimento e quindi di tempistica, sia di bilanci e situazioni contabili da predisporre. In particolare: 1) il progetto di fusione contiene le indicazioni previste dall'art. 2501-*ter* c.c. in materia di rapporto di cambio, modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società incorporante, data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili e data a decorrere dalla quale le operazioni delle società che partecipano alla fusione sono imputate al bilancio della società incorporante; 2) è prevista la predisposizione delle situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione secondo quanto previsto dall'art. 2501 *quater* c.c.; 3) la relazione dell'organo amministrativo è predisposta secondo quanto previsto dall'art. 2501 *quinquies* c.c.; 4) relativamente alla relazione dell'esperto prevista dall'art. 2501 *sexies* c.c., in caso di incorporazione da parte della società controllata della propria controllante in possesso del 100% della controllata stessa, sembra consolidata l'opinione secondo la quale non sia necessaria tale relazione, pur in presenza di un rapporto di cambio (salvo in alcune ipotesi particolari); 5) occorre procedere alla redazione del bilancio di chiusura della società incorporata e del bilancio di apertura della società incorporante dopo la fusione. La peculiarità di tale fattispecie è rappresentata dal fatto che nel procedimento di aggregazione delle attività e passività, la società controllata "incorporante" si troverà ad avere nel proprio attivo azioni o quote proprie, situazione opportunamente regolamentata dal Codice Civile agli artt. 2357 e seguenti per le società per azioni mentre, per le società a responsabilità limitata, il possesso di quote proprie è vietato dall'art. 2474 c.c. In dottrina si vedano per tutti: Spolidoro M. S., *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, in *Le Società*, 2000, p. 333 ss; Santagata G., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo G., Portale G. B., Torino 2004, p. 169 ss. In giurisprudenza si veda in materie di fusione inversa: Trib. Milano, Decr. del 4 maggio 1999, con nota anche di Spolidoro M. S., in *Le Società*, n. 3/2000.

incorporazione¹⁴⁰; 2) fusione per incorporazione di società fra le quali non esiste un rapporto di partecipazione (ad esempio nel caso in cui la società A - posseduta dal socio X - fonde per incorporazione la società B - posseduta dai soci Y e Z - e la società risultante dalla fusione A+B avrà come soci X, Y e Z).

Inoltre, secondo il tipo di società partecipanti alla fusione, è possibile distinguere due tipologie: c) fusione “omogenea”, che si realizza fra società di persone oppure fra società di capitali; d) fusione “eterogenea”, di società di persone in società di capitali¹⁴¹.

Per esigenze di completezza occorre distinguere la fusione da altre figure simili: con la trasformazione essa ha in comune il fatto di determinare una modificazione dell'organizzazione societaria, ma mentre la trasformazione è una deliberazione di un unico soggetto giuridico, la fusione è pur sempre un negozio concluso tra più

¹⁴⁰ Per gli approfondimenti dovuti si veda il paragrafo appositamente dedicato alla tipologia *de quo*.

¹⁴¹ Le originarie incertezze in merito alla possibilità di fusione tra società semplici, derivanti dall'assenza di pubblicità legale e conseguentemente dall'inapplicabilità delle tutele previste per i creditori sociali, sono state superate dall'art. 8, l. 380/1993 e dal relativo reg. att. 1995, che hanno previsto l'iscrizione delle società semplici in una sezione speciale del registro delle imprese. Altri dati normativi confermano l'ammissibilità di fusioni tra società di capitali e società di persone: l'art. 2502 c.c. disciplina la maggioranza richiesta per l'approvazione della fusione anche nelle società personali, l'art. 2502-bis prevede l'obbligo di deposito presso il registro delle imprese per la decisione di fusione delle medesime società, l'art. 2505-*quater* detta norme particolari per le fusioni cui non partecipano società con capitale azionario (cioè società di persone, società a responsabilità limitata e cooperative senza azioni). Sempre per mancanza di pubblicità, è stata considerata inammissibile la fusione di fatto, essendo gli oneri pubblicitari essenziali al buon fine dell'operazione. Si è ritenuta altresì impossibile la fusione nel caso in cui una delle partecipanti sia una società irregolare giacché non si potrebbe dar corso alla pubblicità della delibera di fusione, fondamentale per l'esercizio del diritto di opposizione dei creditori. Per quanto riguarda le fusioni eterogenee invece, in passato si è considerata inammissibile la fusione di una società con un ente associativo del Libro primo, considerati l'incompatibilità di causa tra di essi e il divieto di trasformazione della prima nel secondo e viceversa. Parimenti si escludeva la fusione tra società e impresa individuale, potendosi meglio inquadrare la fattispecie nel conferimento dell'azienda in società o nell'acquisto da parte della società di un'azienda individuale. Si è invece reputata legittima la fusione per incorporazione di una società lucrativa in un ente non commerciale. Per un approfondimento sulle ipotesi suesposte si vedano tra gli altri: Oppo G., *Fusione e scissione delle società secondo il d.lg. 1991, n. 22*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, p. 502 ss; Marasà G., *Nuovi confini delle trasformazioni e delle fusioni nei contratti associativi*, ivi, 1994, II, p. 311 ss; Serra A., Spolidoro M. S., *Fusioni e scissioni di società*, Torino, 1994, p. 18; Morano A., Zini G. P., *La nuova disciplina delle fusioni*, in *Soc.*, 1991, p. 910 ss; Atlante N., *La fusione*, in *AA.VV., Studi sulla riforma del diritto societario*, Milano, 2004, p. 485; Magliulo F., *La fusione delle società*, Milano, 2005, p. 217; Zampaglione L., *Sulla forma delle decisioni dei soci di società di persone aventi ad oggetto la fusione/scissione tra società di persone e società di capitali*, in *Studi e Materiali*, 2007, p. 154 ss.

organismi societari ed attuato tramite una molteplicità di atti volitivi plurilaterali¹⁴².

Con il conferimento di azienda la fusione condivide lo scopo della concentrazione delle imprese sociali, differenziandosene poiché il primo consiste in un trasferimento a titolo particolare nell'azienda senza che si verifichi una successione dell'universalità dei rapporti giuridici tra enti¹⁴³.

2.2 LE DIVERSE FASI DEL PROCEDIMENTO ED I LORO EFFETTI GIURIDICO-FINANZIARI

Le principali fasi del procedimento di fusione (il cui istituto giuridico è disciplinato, dopo la riforma del diritto societario, dagli artt. 2501-2505 *quater* c.c.) possono agevolmente riassumersi mediante tale classificazione: 1) *Redazione da*

¹⁴² Oltre a quanto rilevato nel testo, nella trasformazione non ricorre il dato, caratteristico delle operazioni di fusione e di scissione per cui a fronte dell'assegnazione di tutto o di parte del patrimonio della società fusa o scissa alla (o alle) società beneficiarie, le partecipazioni in esse corrispondenti al patrimonio che forma oggetto dell'operazione non vengono attribuite alla società fusa o scissa, ma ai suoi soci, ciò che è in grado di determinare una modifica della consistenza del patrimonio delle società coinvolte. La peculiarità della trasformazione rispetto alla fusione e alla scissione non sembra presa in considerazione dalle più recenti pronunce della Suprema Corte, che, nel qualificare la fusione di società come una vicenda meramente evolutivo-modificativa del medesimo soggetto giuridico tendono a equiparare la struttura della fusione a quella della trasformazione (cfr. Cass., 23 giugno 2006, n. 14526, in *Mass.*, 2006, p. 1844, e, ancor più di recente, Cass., 23 gennaio 2007, n. 1476, in *Mass.*, 2007, p. 103). Nello stesso senso delle pronunce ora citate si vedano anche: Tar Lazio-Roma, Sez. III *ter*, 17 luglio 2007, n. 6500, sul sito *internet* www.leggiditalia.it. In dottrina si consultino: Civerra E., *La fusione come fenomeno successorio*, commento a App. Roma, 27 gennaio 2005, in *Le società*, 2006, p. 197 ss, che, dissertando in tema di fusione, osserva che: "un particolare punto di osservazione la disciplina della trasformazione, laddove la norma cardine dell'art. 2498 c.c. – rubricata "continuità dei rapporti giuridici" – dimostra che anche il passaggio tra enti causalmente distanti, come, per esempio, una società per azioni e una fondazione, non segna una rottura della continuità soggettiva, rappresentando una vicenda che nulla ha a che fare con la successione ad un soggetto estinto"; Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimenti, scissione e liquidazione delle società*, Milano, 2002, p. 171; Tantini G., *Trasformazione e fusione di società nel Trattato di dir. comm. e di dir. pubblico dell'economia* diretto da Galgano F., 1985, p. 275 ss; Scardulla F., *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Tratt. dir. civ. e comm.* fondato da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni, vol. XXX, Milano, 1989, p. 309 ss. (ed. 2000, p. 307 ss).

¹⁴³ In tal senso si vedano per tutti: Marasà G., *Spunti sulla nuova disciplina di trasformazioni e fusioni*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 781; Marziale G., *Sub art. 2501*, in *Cod. Ipsoa*, Milano, 2004, p. 1275. Per la giurisprudenza si consulti Cass., 25 ottobre 1976, n. 3844, in *Giur. comm.*, 1977, II, p. 73.

parte degli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione dei seguenti documenti: a) Progetto di fusione (art. 2501 *ter* c.c.). Il progetto ha l'obiettivo di definire le condizioni e le caratteristiche dell'operazione da sottoporre all'approvazione dell'assemblea e costituisce un documento unico, nonostante sia formalmente presentato dall'organo amministrativo di ciascuna società¹⁴⁴. Il contenuto minimo è dettato dall'art. 2501 *ter* co. 1° c.c. ed include, ove applicabile, l'indicazione del rapporto di cambio delle azioni o quote in base al quale la partecipazione in una società partecipante alla fusione viene trasformata in partecipazione nella società risultante dalla fusione, nonché l'eventuale conguaglio in denaro¹⁴⁵; b) Situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione (art. 2501

¹⁴⁴ Nelle società di persone il progetto viene redatto dai soci amministratori in conformità al sistema di amministrazione adottato. Pertanto, se l'amministrazione è congiuntiva, gli amministratori dovranno procedere congiuntamente; se è disgiuntiva, ogni amministratore può redigere e sottoscrivere il progetto di fusione, anche all'insaputa degli altri, ferma restando l'applicabilità dell'istituto dell'opposizione dell'art. 2257 c.c. 2° co. Cfr. Maltoni M., *Fusione, scissione e società di persone*, studio n. 5620/I approvato dalla Commissione studi d'impresa del Consiglio nazionale del notariato, in www.federnotizie.org; Bolognesi M., *L'amministrazione delle società a responsabilità limitata dopo la riforma. Le lacune normative e le incertezze della dottrina*, in *Impresa*, 2004, p. 455 ss.

¹⁴⁵ L'art. 2503 *ter* dispone che: "L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige un progetto di fusione, dal quale devono in ogni caso risultare: 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione; 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione; 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro; 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni della società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni; 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione. Il conguaglio in danaro indicato nel numero 3) del comma precedente non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate. Il progetto di fusione è depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione. Tra l'iscrizione del progetto e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime". La funzione principale del progetto di fusione è di garantire la completa informazione preventiva ai soci e ai terzi in merito agli elementi essenziali dell'operazione, valendo anche come criterio per l'individuazione dei creditori legittimati all'opposizione. Il progetto di fusione è stato opportunamente definito come proposta contrattuale dal contenuto identico per tutte le società partecipanti, con la conseguente applicazione dei principi privatistici relativi ai doveri contrattuali. In particolare, si è discusso circa la configurabilità della responsabilità precontrattuale, per violazione del progetto di fusione, nei confronti della società partecipante che abbia posto in essere atti e comportamenti tali da generare nelle altre parti l'affidamento sul buon esito dell'operazione. Si vedano per i dovuti approfondimenti: Marchetti P., *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv.*

quater c.c.)¹⁴⁶. Le situazioni patrimoniali devono essere predisposte ad una data non

notariato, 1991, p. 28; Serra A., *La trasformazione e la fusione delle società*, in Tratt. Rescigno P., XVII, Torino, 1985, p. 348; Picciau A., *Osservazioni alle istruzioni del Tribunale di Milano per le omologazioni in materia di fusione*, in *Giur. it.*, 1991, IV, p. 498 il quale ipotizza una responsabilità precontrattuale in capo alla società che receda ingiustificatamente dalle trattative preliminari; *contra*, Scardulla F., *La trasformazione e la fusione delle società*, in Tratt. Cicu A., Messineo F., XXX, 2, Milano, 1989, p. 351.

¹⁴⁶ La situazione patrimoniale costituisce il documento contabile fondamentale della fase preparatoria alla fusione, che consente ai creditori sociali di valutare l'eventuale pregiudizio ai loro diritti in vista della possibile opposizione alla delibera di fusione. La funzione della situazione patrimoniale è quella di fornire ai creditori delle società partecipanti alla fusione informazioni aggiornate circa lo stato patrimoniale, economico e finanziario degli enti per il consapevole esercizio del diritto di opposizione. Prima del d.lg. 22/1991, l'art. 2502 c.c., si limitava a prevedere l'obbligo di iscrizione nel registro delle imprese della situazione patrimoniale al tempo della deliberazione, senza precisare la natura giuridica di tale documento e le modalità di redazione dello stesso. La giurisprudenza prevalente comunque riteneva che la situazione patrimoniale non fosse preordinata alla valutazione del patrimonio sociale in vista della determinazione del rapporto di cambio e del nuovo assetto del capitale sociale, ma che essa fosse diretta a consentire ai terzi e ai creditori il relativo esame per l'esercizio dell'opposizione (cfr. Trib. Milano, 21 aprile 1986, in *Soc.*, 1986, p. 869; Trib. Genova, 3 novembre 1988, in *Soc.*, 1989, p. 481. Per l'altra tesi, secondo la quale la situazione patrimoniale doveva essere utile ai soci per la determinazione del rapporto di cambio, si veda Perotta R., Garegnani G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 1999, p. 192). Di conseguenza, la situazione patrimoniale era considerata, nella sostanza, un vero e proprio bilancio, sia pure adeguato alla particolare funzione che esso è chiamato a svolgere, e pertanto soggetto agli obblighi di chiarezza e precisione dettati per i bilanci d'esercizio (cfr. Trib. Milano, 18 ottobre 1970, in *Giur. di merito*, 1972, II, p. 374). Il d.lg. 22/1991 prima (con l'art. 2501-*ter*) e il d.lg. 6/2003 poi (con l'art. 2501-*quater*) hanno chiarito che la situazione patrimoniale è assimilabile ad un bilancio d'esercizio infrannuale (bilancio di fusione) che assolve esclusivamente alla tutela dei creditori (mentre i soci ricevono delucidazioni sul rapporto di cambio dalla relazione degli amministratori) e che deve essere redatto secondo le norme sul bilancio d'esercizio. Ciò è ulteriormente confermato dal 2° co. dell'art. 2501-*quater*, a mente del quale la situazione patrimoniale può essere sostituita, entro certi limiti temporali (ossia a patto che il bilancio si riferisca ad una situazione contabile anteriore di non oltre 120 giorni alla data della fusione), dal bilancio dell'ultimo esercizio. Anche dal punto di vista contenutistico, l'incertezza che regnava prima della riforma del 1991 in merito alla finalità precipua della situazione patrimoniale, si rifletteva sull'individuazione degli elementi che dovevano essere contenuti nel documento e dei criteri di redazione dello stesso. In particolare, sull'errato presupposto che la situazione patrimoniale assolvesse anche alla tutela degli interessi dei soci, parte della dottrina giungeva a ritenere che il documento dovesse contenere anche i valori economici relativi alla società: quindi l'avviamento, la redditività il valore corrente dei cespiti (cfr. in dottrina Tantini G., *Problemi in tema di fusione*, in AA.VV., *Fusione, trasformazione e scioglimento di società*, Milano, 1987, p. 10 ss; Potito L., *L'informazione nelle operazioni di fusione*, in *Riv. società*, 1985, p. 620 ss). Tuttavia parte della giurisprudenza era già pervenuta alla soluzione corretta, affermando che la situazione patrimoniale delle società partecipanti alla fusione doveva seguire gli stessi criteri previsti per la redazione del bilancio, possedendone la stessa struttura (stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa). L'odierno art. 2501-*quater* non lascia alcun dubbio sulla circostanza che la situazione patrimoniale si componga dei tre documenti contabili tipici del bilancio e che essa debba rispettarne i criteri prudenziali di valutazione. Infatti, è stata considerata illegittima la deliberazione di fusione preceduta da una situazione patrimoniale non conforme alla struttura dello stato patrimoniale e del conto economico, anche nel caso in cui essa fosse stata integrata da una dichiarazione *ad hoc* dei rappresentanti legali delle società. Si vedano per i dovuti approfondimenti giurisprudenziali: Cass., 10 ottobre 1955, n. 2959, in *Dir. fall.*, 1956, II, p. 106; Trib. Cassino, 23 dicembre 1988, in *Foro it.*, 1989, I, c. 2960; Trib. Cassino, 21 novembre 1990, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1991, II, p. 235. Dopo il d.lg. 22/1991, la giurisprudenza si è uniformata al dettato normativo, si vedano pertanto: Trib. Napoli, 14 ottobre 1993, in *Soc.*, 1994, p. 251; Trib. Alba, 9 maggio 1994, in *Riv. notariato*, 1995, II, 1561; Trib. Napoli, 5 dicembre 1995, in *Soc.*, 1996, p. 578; Trib. Udine, 6 ottobre 2000, in *Soc.*, 2001,

anteriore di oltre centoventi giorni dal giorno del deposito del progetto di fusione nella sede della società. Nei casi in cui la data di chiusura dell'ultimo esercizio non sia anteriore di oltre sei mesi a quella del deposito sopra indicato le situazioni patrimoniali possono essere sostituite dal bilancio dell'ultimo esercizio¹⁴⁷; c) Relazione dell'organo amministrativo (art. 2501 *quinquies* c.c.). La relazione deve illustrare e giustificare, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione ed in particolare, ove applicabile, il rapporto di cambio delle azioni o delle quote, indicando i criteri di determinazione di detto rapporto e segnalando le eventuali difficoltà di valutazione; 2) *Redazione da parte di uno o più esperti indipendenti di una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o quote* (art. 2501 *sexies* c.c.). Uno o più esperti devono cioè redigere una relazione sulla congruità del rapporto di cambio, esprimendo inoltre un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi adottati dall'organo amministrativo. L'art. 2501 *sexies* c.c. definisce inoltre le

p. 200.

¹⁴⁷ La disciplina attuale chiarisce che la data della situazione patrimoniale non può essere anteriore di oltre 120 giorni al giorno del deposito del progetto di fusione nella sede della società oppure, nel caso in cui la situazione patrimoniale sia sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio, questo non deve essere stato chiuso oltre 6 mesi prima del giorno del deposito. La nuova disposizione non ha però risolto un antico problema, quello della necessità di un aggiornamento della situazione patrimoniale in presenza di eventi rilevanti che comportino una modifica della consistenza patrimoniale della società. Al riguardo, parte della giurisprudenza ha sostenuto la non omologabilità della delibera di fusione quando la situazione patrimoniale non avesse tenuto conto dei mutamenti intervenuti nel capitale sociale prima della deliberazione stessa (cfr. App. Venezia, 20 luglio 1990, in *Soc.*, 1990, p. 1641). Tuttavia, l'art. 2501-*ter* c.c. (oggi 2501-*quater*), prevedendo la possibilità che la situazione patrimoniale sia surrogata dal bilancio dell'ultimo esercizio chiuso fino a 6 mesi prima del deposito del progetto di fusione, contempla implicitamente l'evenienza che in tale semestre si siano verificate variazioni dello stato patrimoniale, senza che perciò insorgano obblighi specifici in capo agli amministratori (cfr. Trib. Milano, 4 ottobre 1983, in *Soc.*, 1984, p. 7). Per la verità, se è vero che il margine temporale abbastanza ampio previsto dall'art. 2501-*quater* sembra deporre per la non obbligatorietà della modifica della situazione patrimoniale, è anche vero che la funzione informativa tipica di tale documento verrebbe inevitabilmente compromessa dall'improvvisa alterazione delle reali condizioni economiche. Pertanto, qualora venga meno la veridicità e l'attualità della situazione patrimoniale a causa di eventi innovativi, il procedimento di fusione dovrebbe immediatamente arrestarsi per evitare frode a danno dei creditori. In giurisprudenza si vedano: App. Venezia, 20 luglio 1990, in *Soc.*, 1990, p. 1641; App. Napoli, 18 aprile 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, p. 318; Cass., 22 luglio 1994, n. 6828, in *Giur. it.*, 1995, p. 1034; Trib. Napoli, 20 dicembre 1995, in *Riv. notariato*, 1997, p. 210. In dottrina si veda tra gli altri: Bergamo E., *La fusione*, in *ID.*, Tiburzi P., *Le nuove trasformazioni, fusioni, scissioni*, Milano, 2005, p. 172, secondo il quale non rilevano eventuali variazioni della situazione patrimoniale, a meno che non si tratti di eventi che incidano sulla legittimità del procedimento.

modalità di scelta dell'esperto e la sua responsabilità. Il medesimo articolo, ultimo comma, prevede poi che nell'ipotesi di fusione di società di persone in società di capitali, l'esperto debba anche procedere alla stima del patrimonio della società di persone, ai sensi dell'art. 2343 c.c.; 3) *Deposito dei documenti* (art. 2501 *septies* c.c.)¹⁴⁸. I documenti contabili di cui ai punti precedenti ed i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione con le relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e il controllo contabile, devono restare depositati in copia nella sede delle società partecipanti alla fusione durante i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione. Il progetto di fusione è inoltre depositato, secondo quanto previsto dall'art. 2501 *ter* c.c., per l'iscrizione nel Registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione; l'iscrizione deve avvenire almeno trenta giorni prima dalla data fissata per la decisione in ordine alla fusione¹⁴⁹;

¹⁴⁸ L'adempimento pubblicitario *de quo*, assolve ad una funzione di informazione per i terzi più che per i soci, visto che costoro possono avere conoscenza del progetto grazie all'obbligo di depositare copia di quest'ultimo nella sede delle società partecipanti alla fusione (art. 2501-*septies*). Peraltro va ricordato che l'iscrizione nel registro delle imprese rimane oggi l'unico adempimento in grado di assicurare la conoscenza dei terzi, dopo che la l. 340/2000 ha soppresso l'originario obbligo, per le società di capitali, di pubblicazione per estratto del progetto di fusione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica. Prima della riforma, la giurisprudenza era divisa in ordine alla rinunciabilità del suddetto termine. Alcune sentenze affermavano che il termine di 30 giorni si doveva considerare dettato non nell'esclusivo interesse dei soci ma a tutela essenzialmente dei terzi, con la conseguenza che i soci non avrebbero potuto legittimamente rinunciarvi. Sul punto si vedano: Trib. Asti, 4 gennaio 1995, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, p. 921; Trib. Bologna, 14 febbraio 1995, in *Soc.*, 1995, p. 1230; Trib. Udine, 21 marzo 1995, *ivi*, 1995, p. 1088; Trib. Verona, 24 marzo 1995, *ivi*, 1995, p. 968; Trib. Alessandria, 14 agosto 1996, in *Giur. di merito*, 1996, I, p. 856. Altri giudici ritenevano che il termine fosse stabilito esclusivamente nell'interesse dei soci, i quali erano quindi liberi di rinunciarvi. Cfr da questo punto di vista: App. Torino, 18 maggio 1995, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, p. 922; Trib. Napoli, 25 ottobre 1995, in *Dir. e giur.*, 1996, p. 686. La riforma ha accolto quest'ultima tesi, prevedendo non solo la rinunciabilità del termine dell'art. 2501-*ter*, ma anche quella del termine che intercorre tra il deposito dei documenti presso la sede sociale e la decisione di fusione (art. 2501-*septies*). Tuttavia, la scelta del legislatore delegato non è scevra da critiche giacchè la rinuncia dei soci non incide soltanto sui diritti di costoro, ma anche sulla posizione dei creditori sociali, i quali vedrebbero abbreviarsi il termine per verificare l'eventuale lesione della loro garanzia patrimoniale: se infatti, a norma di legge, essi possono fruire del termine di 30 giorni a partire dall'iscrizione del progetto nel registro delle imprese per valutare se fare successivamente opposizione alla delibera di fusione entro 60 giorni dall'ultima delle iscrizioni di tali deliberazioni, con la rinuncia dei soci al termine dell'art. 2501-*ter* invece essi sono costretti a decidere più rapidamente. Forse sarebbe stato più rispondente alle esigenze di tutela delle ragioni creditorie subordinare l'esercizio del diritto di rinuncia da parte dei soci al consenso unanime dei creditori anteriori al deposito del progetto di fusione presso il registro delle imprese.

¹⁴⁹ È molto importante l'allegazione dell'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o

4) *Decisione in ordine alla fusione* (art. 2502 c.c.). Ciascuna società partecipante alla fusione procede all'approvazione del progetto di fusione, decidendo pertanto in ordine alla fusione¹⁵⁰. L'art. 2502 c.c. definisce le formalità e le maggioranze necessarie per la decisione in ordine alla fusione; per le società di capitali si applicano le norme previste per la modificazione dello statuto o dell'atto costitutivo. La delibera di fusione deve essere depositata per l'iscrizione nel Registro delle imprese entro trenta giorni dalla data della decisione; 5) *Attuazione della fusione; stipula e sottoscrizione dell'atto di fusione* (artt. 2503 e 2504 c.c.). Dalla data di iscrizione nel Registro delle imprese della delibera di fusione devono decorrere sessanta giorni affinché la fusione possa avere attuazione. L'art. 2503 c.c., infatti, indica in tale periodo il lasso temporale nel quale i creditori delle società partecipanti

di quella incorporante, con l'indicazione, in questo secondo caso, delle modificazioni statutarie derivanti dal procedimento di fusione, allo scopo di consentire ai soci di decidere sulla fusione con cognizione di causa in merito al nuovo contratto sociale. Secondo un'autorevole dottrina, per atto costitutivo deve intendersi solo lo statuto e non la parte dell'atto pubblico di sottoscrizione contenente la nomina dell'organo di gestione e di quello di controllo, mentre le modifiche da segnalare comprenderebbero anche quelle slegate all'operazione di fusione. Cfr. per tutti Marchetti P., *ult. op. cit.*, p. 45 ed in giurisprudenza si veda Trib. Napoli, 3 novembre 1998, in *Soc.*, 1999, p. 729.

¹⁵⁰ Prima della riforma, la giurisprudenza tradizionale e la prevalente dottrina ritenevano imm modificabile il progetto di fusione, potendo le assemblee sociali soltanto approvarlo o respingerlo in *toto*, e ciò allo scopo di tutelare il diritto di informazione dei soci e dei terzi. Tuttavia, recentemente parte della giurisprudenza ha consentito limitate modifiche al progetto di fusione al fine di adeguarlo a nuove norme imperative o di introdurre lievi cambiamenti che non ledano l'interesse dei soci e dei terzi. L'attuale art. 2502 c.c., *ult. co.*, ha recepito quest'ultimo orientamento, consentendo «solo le modifiche che non incidono sui diritti dei soci o dei terzi», senza quindi necessità di un nuovo deposito nel registro delle imprese. Pertanto, resta tuttora vietata qualsiasi alterazione del rapporto di cambio, che è uno dei punti salienti del progetto di fusione e che incide direttamente sulla posizione dei soci. Probabilmente le modifiche che l'assemblea dei soci potrà apportare al progetto di fusione, in sede di approvazione dello stesso, coincidono, dopo la riforma, con quelle medesime già consentite in passato da una parte della giurisprudenza di merito. Per il più recente orientamento si vedano: Trib. Roma, 7 giugno 1996, in *Foro padano*, 1996, I, c. 394; App. Roma, 25 giugno 2001, in *Soc.*, 1997, p. 1210; Cass., 24 aprile 2003, n. 6526, in *Rep. Foro it.*, 2003, voce *Società*, n. 1172, la quale ha ribadito che: «il principio di imm modificabilità del progetto di scissione (e quindi, per analogia, anche del progetto di fusione) opera proprio nei confronti dei terzi, i quali si basano su quanto esposto nel progetto depositato per opporsi all'operazione straordinaria che pregiudichi i loro interessi»; Trib. Udine, 1 luglio 1994, in *Dir. fall.*, 1995, II, p. 703; Trib. Roma, 1 ottobre 1996, in *Foro padano*, 1997, I, c. 127. A favore della modificabilità del progetto purché non lesiva della garanzia patrimoniale dei creditori sociali e non incidente sul termine di decorrenza contabile della fusione: Ferri G. Jr., *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Milano, 2001, p. 58 ss.

alla fusione possono opporvisi¹⁵¹. Peraltro lo stesso articolo prevede alcune eccezioni alla regola indicata con possibilità quindi di attuazione anticipata della fusione (ad esempio se è stato ottenuto il consenso di tutti i creditori anteriormente alla data di deposito del progetto di fusione nel Registro delle imprese, oppure se la società ha soddisfatto tutti i creditori che non hanno prestato il consenso alla fusione o se sono state depositate presso una banca le somme corrispondenti al valore dei crediti cui si riferisce il mancato consenso). Trascorsi i sessanta giorni (o il minor periodo nei casi eccezionali previsti) viene stipulato dalle società partecipanti alla fusione l'atto di fusione. L'art. 2504 c.c. prevede che l'atto di fusione: risulti da atto pubblico, e sia depositato per l'iscrizione entro trenta giorni presso il Registro delle imprese nei luoghi ove hanno sede le società partecipanti alla fusione e nel luogo ove ha sede la società risultante dalla fusione, se diverso.

Si tenga presente che l'art. 2505-*quater* c.c. riduce a metà alcuni termini (come quello di sessanta giorni sopra indicato), quando alla fusione partecipano società non azionarie, ad esempio società a responsabilità limitata.

A seguito della fusione, i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione vengono assunti dalla società incorporante o risultante dalla fusione, subentrando pertanto in tutti i rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione. L'art. 2504 *bis* c.c., consente in alcuni casi e per specifici aspetti, di postdatare o di retrodatare gli effetti della fusione rispetto alla data dell'ultima iscrizione dell'atto.

La postdatazione o posticipazione di tutti gli effetti della fusione, e quindi dell'assunzione degli obblighi e diritti, è possibile solo nel caso di fusione per incorporazione. La retrodatazione degli effetti ad una data anteriore a quella della

¹⁵¹ Per i dovuti approfondimenti si veda l'apposito paragrafo dedicato a tale problematica.

predetta iscrizione può essere stabilita con riferimento non agli effetti di tipo reale ma esclusivamente ai seguenti aspetti: 1) la determinazione della data a decorrere dalla quale le azioni o quote della società che risulta dalla fusione o della incorporante partecipano agli utili; 2) la determinazione della data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o della incorporante; la retrodatazione contabile normalmente effettuata al primo giorno dell'esercizio nel corso del quale è effettuata la fusione, comporta l'aggregazione degli utili o perdite delle società partecipanti alla fusione.

Come si è visto nell'apposita sezione del presente lavoro, la fusione e l'acquisizione rilevano anche sotto l'aspetto fiscale, a tal proposito occorre citare l'art. 172 del Testo Unico delle imposte sui redditi (T.U.I.R.). Ai fini delle imposte dirette le operazioni di fusione sono neutrali, così come disposto dai co. 1°, 2° e 3° dell'art.172¹⁵². Dalla data di efficacia reale la società risultante dalla fusione o incorporante subentra a tutti gli obblighi e diritti delle società fuse o incorporate, inclusi quelli relativi alle imposte sui redditi (co. 4°), fatte salve le specifiche disposizioni relative alle riserve in sospensione di imposta (co. 5°) e all'utilizzo delle perdite (co 7°). Inoltre, il co. 9° illustra il concetto di retrodatazione degli effetti della fusione mentre il co. 10° del medesimo articolo regola gli obblighi di

¹⁵² La legge n. 296 del 27 dicembre 2007, finanziaria per l'anno 2007, ha previsto un'agevolazione temporanea valida per le aggregazioni aziendali effettuate nel 2007 e 2008. La norma, contenuta nell'art. 1, commi da 242 a 249, riguarda le società di capitali che risultano da operazioni di aggregazione aziendale realizzate attraverso fusione o scissione. L'agevolazione consiste nel riconoscimento fiscale del valore dell'avviamento e di quello attribuito ai beni strumentali materiali e immateriali per effetto dell'imputazione in bilancio del disavanzo da concambio per un ammontare complessivo non eccedente l'importo di 5 milioni di euro. La disposizione pone numerose condizioni (operatività delle imprese da almeno due anni, ecc.) e non si applica se le imprese che partecipano alle operazioni in oggetto fanno parte dello stesso gruppo societario: in ogni caso sono esclusi i soggetti legati tra loro da un rapporto di partecipazione, ovvero controllati anche indirettamente dallo stesso soggetto ai sensi dell'articolo 2359 c.c..

versamento, inclusi quelli relativi ad acconti di imposta e ritenute delle società che partecipano alla fusione.

In particolare l'art. 172 disciplina i seguenti aspetti: 1) neutralità in capo alle società partecipanti e ai soci (co. 1° e 3°); 2) modalità di ricostituzione delle riserve in sospensione di imposta (co. 5°); 3) modalità di riporto delle perdite fiscali in capo alla società risultante dalla fusione o incorporante (co. 7°); 4) modalità di determinazione del reddito dei periodi infrannuali (co. 8°).

Si rammenta che, in base a quanto previsto nell'art. 37-*bis* del Dpr n. 600/73, le operazioni di fusione sono comprese tra le operazioni potenzialmente elusive per le quali è possibile presentare interpello all'Amministrazione finanziaria (art. 21, Legge n. 413/91). Infatti, a parere dell'Amministrazione finanziaria, tali operazioni proprio perché fiscalmente neutrali, potrebbero essere utilizzate in sostituzione di altre operazioni fiscalmente rilevanti e dalle quali potrebbe emergere materia imponibile (per esempio, conferimenti, cessioni, ecc.).

Il co. 1° dell'art. 172 sancisce la neutralità fiscale delle operazioni di fusione, precisando che le stesse non costituiscono né realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative a rimanenze e avviamento¹⁵³.

¹⁵³ Fra i numerosi contributi dottrinari si vedano: Falsitta G., *Manuale di diritto tributario, Parte speciale. Il sistema delle imposte in Italia*, Padova, 2008, p. 561 ss; Miccinesi M., *Le plusvalenze d'impresa*, Milano, 1993, p. 39 ss; Lupi R., *Profili tributari della fusione di società*, Padova, 1989; Pansieri S., *Fusione di società*, in *Enc. Giur.*, XIV, Roma, 1988; Tiburzi P., *La fusione*, in Bergamo E., Tiburzi P., *Le nuove trasformazioni, fusioni, scissioni*, Milano, 2005, p. 373 ss; Bondavalli D., *Operazioni societarie straordinarie*, Milano, 1999, p. 127 ss. In giurisprudenza la Cassazione ha avuto modo di precisare che nell'incorporazione di società le cui azioni sono interamente possedute dall'incorporante non si ha realizzazione di plusvalenze tassabili. Nel caso in cui la società incorporante sia l'unica socia dell'incorporata, qualora i beni di quest'ultima siano stati trasferiti al valore loro originariamente attribuito senza che sia stata deliberata la rivalutazione, le eventuali plusvalenze rimangono allo stato potenziale e non sono tassabili, sul punto cfr. Cass. 20 giugno 1986, n. 4106, in *Giur. comm.*, 1987, II, p. 225; Cass., 21 novembre 1983, n. 6937, *ivi*, 1985, II, p. 27; Cass. 25 febbraio 2002, n. 2716, in *Impresa*, 2002, p. 682.

La disposizione in oggetto opera a partire dal 1° gennaio 2004, mentre in precedenza l'art. 6 del D.Lgs n. 358/97 consentiva di affrancare da un punto di vista fiscale i maggiori valori derivanti dall'imputazione del disavanzo di fusione, mediante il pagamento di una imposta sostitutiva.

Pertanto, a partire dal 1° gennaio 2004 le operazioni di fusione sono fiscalmente neutrali e i maggiori valori derivanti dall'imputazione del disavanzo di fusione non sono rilevanti e quindi neppure ammortizzabili da un punto di vista fiscale. Questo comporta la gestione di un doppio binario, con valori civilistici e fiscali che devono essere evidenziati in apposito prospetto della dichiarazione dei redditi - Modello Unico. Il co. 3° dell'art. 172 inoltre precisa che il cambio delle partecipazioni originarie con quelle nelle società fuse o risultanti dalla fusione non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze e minusvalenze e neppure conseguimento di ricavi per i soci della società fusa o incorporata, fatta salva l'applicazione, in caso di conguaglio, dell'art. 47, co. 7° e, ricorrendone le condizioni degli artt. 58 e 87. La norma sancisce quindi l'irrelevanza fiscale del concambio delle partecipazioni sia nella fusione propria per i soci di tutte le società fuse sia nella fusione per incorporazione per i soci della società incorporata. Tuttavia, nel caso sia previsto un conguaglio, questo è soggetto a tassazione in base alle specifiche disposizioni sopra citate che operano nei confronti del socio-persona fisica non imprenditore, del socio-persona fisica imprenditore, del socio-soggetto Ires e delle società di persone¹⁵⁴.

¹⁵⁴ Di recente è stata considerata legittima, in quanto sorretta da valide ragioni economiche e non finalizzata ad aggirare le norme tributarie, la fusione con costituzione di una nuova società che recepisca in neutralità fiscale tutti gli elementi patrimoniali attivi e passivi delle due società preesistenti e prosegua l'attività imprenditoriale già svolta da queste, in assenza di perdite fiscali nelle due società fuse ed anzi in costanza di risultati positivi: l'operazione consente un rafforzamento economico-finanziario del soggetto imprenditoriale societario, soprattutto attraverso la riduzione dei costi e la congiunzione in unica società dei rami di attività esercitati dagli enti che si fondono. Cfr. Pareri 27 ottobre 2004, nn. 24 e 25 del Comitato consultivo per l'applicazione delle norme antielusive, pubblicati in Sole 24 Ore, 25 novembre 2004.

Il co. 5° dell'art. 172 tratta delle riserve in sospensione di imposta, che possono essere di due tipologie: riserve tassabili in ogni caso se non ricostituite nel bilancio successivo alla fusione (bilancio di apertura) della società risultante dalla fusione o incorporante o risultante dalla fusione, e riserve in sospensione di imposta tassabili solo in caso di distribuzione (ad esempio, riserve di rivalutazione relative alle specifiche leggi appositamente emanate).

La ricostituzione di tali riserve dovrà avvenire se emerge un avanzo di fusione, oppure in presenza di aumento di capitale dell'incorporante di ammontare superiore al capitale complessivo delle società che partecipano alla fusione. In assenza di queste due situazioni, non vi è alcun obbligo di ricostituzione delle riserve in oggetto. Le riserve che, anteriormente all'operazione di fusione, sono state imputate al capitale delle società fuse e incorporate si considerano trasferite al capitale della società risultante dalla fusione o incorporante e concorrono a formare il reddito in caso di riduzione del capitale per esuberanza.

Il co. 7° dell'art. 172 consente, alla società risultante dalla fusione o incorporante, il riporto delle perdite di tutte le società che partecipano alla fusione (compresa l'incorporante) soltanto a condizione che tali società siano "operative". L'operatività sussiste se ricavi e proventi dell'attività caratteristica e spese per lavoro subordinato, risultanti dal conto economico delle società le cui perdite sono riportabili relativo all'esercizio precedente a quello nel quale la fusione è stata deliberata, sono superiori al quaranta per cento della media dei due esercizi anteriori. Inoltre, le perdite sono riportabili per la parte che non eccede l'ammontare del rispettivo patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio d'esercizio, oppure, se inferiore, dalla situazione patrimoniale di cui all'art. 2501 *quater* c.c., senza tenere conto dei conferimenti e

versamenti fatti negli ultimi ventiquattro mesi anteriori alla data cui si riferisce la situazione stessa.

L'ar. 35 del D.L. n. 223/06 ha esteso le regole illustrate anche alle fusioni con effetto retroattivo, eliminando così il vantaggio derivante da eventuali compensazioni. In sostanza, in caso di retrodatazione degli effetti fiscali della fusione, le limitazioni al riporto delle perdite si applicano anche al risultato negativo, determinato applicando le regole ordinarie, che si sarebbe generato in modo autonomo in capo ai soggetti che partecipano alla fusione in relazione al periodo che intercorre tra l'inizio del periodo di imposta e la data antecedente a quella di efficacia giuridica della fusione. Ovviamente, per determinare il risultato negativo che si sarebbe generato in modo autonomo in capo alle società che partecipano alla fusione, si deve operare extracontabilmente, ricostruendo lo stesso. La disposizione si applica a partire dalle fusioni deliberate dalle assemblee delle società partecipanti dalla data di entrata in vigore del decreto legge, ovvero dal 4 luglio 2006¹⁵⁵.

Tuttavia, l'Amministrazione Finanziaria si riserva l'eventuale verifica delle operazioni deliberate in precedenza, applicando la norma antielusiva, prevista dall'art. 37-*bis* del D.p.R. n. 600/73.

Il co. 8° dell'art.172 prevede che debba essere determinato il reddito del periodo compreso tra l'inizio del periodo di imposta e la data in cui ha effetto reale la fusione, trattandosi di autonomo periodo di imposta. Il reddito di tale periodo, determinato mediante apposito conto economico, forma oggetto di specifica dichiarazione dei redditi. Tuttavia, in caso di fusione per incorporazione, se nell'atto di fusione gli effetti contabili e fiscali della stessa sono fatti retroagire ad una data

¹⁵⁵ Il D. L. n.223 del 4 luglio 2006 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 153 del 4 luglio 2006.

anteriore a quella della stipula dell'atto di fusione, non si dovrà presentare la dichiarazione per la frazione di esercizio della società incorporata compresa tra l'inizio del periodo di imposta e la data di effetto reale della fusione: da tale possibilità concessa dalla norma nasce la consuetudine di far retroagire la fusione alla data del 1° gennaio (o di inizio dell'esercizio dell'incorporante diverso dall'anno solare).

In materia di documenti contabili caratteristici del procedimento di fusione occorre considerare: *a*) la situazione patrimoniale riferita ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato presso la sede della società (art. 2501 c.c.). In alternativa, tale situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del deposito del progetto di fusione nella sede della società; *b*) i documenti contabili ed extracontabili necessari per la determinazione del rapporto di cambio; *c*) i bilanci e situazioni contabili di chiusura della società incorporata o fusa; *d*) il primo bilancio successivo alla fusione (art. 2504-*bis* c.c.), ossia il bilancio di apertura; *e*) il primo bilancio d'esercizio successivo alla fusione¹⁵⁶.

La situazione patrimoniale in oggetto, da predisporre con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio, rappresenta una delle componenti a corredo del progetto di fusione ed è diretta sia ai soci che approvano l'operazione di fusione sia

¹⁵⁶ Il termine "bilancio" è usato a volte come sinonimo di situazione contabile, ma ciò non implica che debba necessariamente essere costituito da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa. Si tenga presente che se per ciascuna delle società interessate, fra l'inizio del procedimento di fusione e la sua conclusione sopravviene la chiusura dell'esercizio, dovrà essere predisposto ed approvato il bilancio di quell'esercizio. Si ricorda infine che, ai sensi dell'art. 2501-*septies* c.c., i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione devono rimanere depositati presso la sede delle società partecipanti alla fusione. Cfr. in dottrina Messina S. B., *Gli adempimenti formali richiesti dalla disciplina in materia di fusioni societarie*, in *Soc.*, 1995, p. 603; Atlante N., *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, in *Fondazione italiana per il notariato*, Milano 2007, p. 17; Magliulo F., *La fusione delle società*, in *Notariato e Nuovo Diritto Societario*, Collana diretta Laurini G., II Edizione, Milano, 2009, p. 558 ss.

ai creditori sociali ed ai terzi interessati alla stessa. La sua funzione è quindi quella di aggiornare i saldi dei conti dell'ultimo bilancio di esercizio e non viene utilizzata per determinare il rapporto di cambio. Si tratta di conseguenza di un bilancio infrannuale, di tipo ordinario, la cui data di riferimento non coincide né con la data di deposito del progetto di fusione né con la data di adozione della delibera di fusione¹⁵⁷.

Conformemente alla dottrina prevalente e alla prassi giurisprudenziale, la situazione patrimoniale è costituita dallo stato patrimoniale e dal conto economico, in quanto essa consente di valutare compiutamente le società partecipanti alla fusione e le cause delle variazioni intervenute nel periodo di tempo successivo alla data di

¹⁵⁷ Esiste un obbligo di aggiornamento della situazione patrimoniale riconosciuto sia dalla dottrina maggioritaria sia dal legislatore nell'art. 2446, co. 1° c.c., il quale, in tema di riduzione del capitale per perdite, prevede, dopo aver prescritto che all'assemblea chiamata a deliberare della riduzione, debba essere presentata una «relazione sulla situazione patrimoniale della società», da depositarsi presso la sede della società, che nell'assemblea gli amministratori diano conto dei fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione di tale relazione. Cfr. per tutti Cacchi Pessani S., *sub art. 2501 quater, c.c.*, in *Trasformazione - Fusione - Scissione*, a cura di Bianchi L. A., *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, p. 569. Con riguardo ai creditori, si precisa che, per quanto essi abbiano interesse a conoscere l'incidenza della fusione sulla garanzia concessa al proprio credito dal capitale sociale, ciò non può essere soddisfatto dalla situazione patrimoniale, in quanto ancorata a valori "storici" e contabili di bilancio. Nella realtà, «i creditori hanno un interesse concreto maggiore a conoscere le indicazioni relative al «capitale economico» delle società partecipanti ed ai valori di riferimento della fusione, contenute nelle relazioni degli organi amministrativi e degli esperti». Il dibattito dottrinario si era focalizzato, prima e dopo la riforma del 1991, sul problema dei criteri di redazione della situazione patrimoniale. I dubbi maggiori, prima del 1991, riguardavano il fatto se anche per la situazione patrimoniale si dovessero utilizzare i criteri previsti per la redazione del bilancio di esercizio. E' lecito affermare che essi siano stati fugati dall'introduzione espressa nell'art. 2501 *quater*, c.c., del dovere per gli amministratori di osservare, nella redazione della situazione patrimoniale, le norme sul bilancio d'esercizio. Tuttavia, il co. 2° dell'art. 2501 *quater*, c.c., secondo cui «la situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito del progetto di fusione nella sede della società», ha ingenerato perplessità sul rapporto tra i due documenti e sulla loro concreta assimilabilità. La dottrina è giunta alla conclusione che dal richiamo ai criteri di redazione del bilancio di esercizio e dalla possibile sostituzione della situazione patrimoniale con esso, si ricava che i due documenti non solo debbano avere lo stesso contenuto, ma che gli amministratori siano tenuti a redigere anche il conto economico relativo al periodo di riferimento e la nota integrativa. Sul punto si vedano: Cacchi Pessani S., *Sub art. 2501 quater, c.c.*, cit., p. 565 ove l'A. non ritiene invece obbligatoria la redazione della relazione sulla gestione. Si vedano altresì: Marchetti P., *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, p. 33; Bianchi L. A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002, p. 185; Jovenitti P., *La fusione fra società quotate: problemi valutativi*, in *Riv. soc.*, 1989, p. 960 – 987.

riferimento dell'ultimo bilancio approvato¹⁵⁸. Pur nel silenzio del legislatore e tenuto conto della giurisprudenza e della dottrina summenzionate, è raccomandata la presentazione della nota integrativa. Tuttavia, essa potrà avere un contenuto più snello di quello previsto dall'art. 2427 c.c., data la funzione cui assolve la situazione patrimoniale in questione.

Per quanto concerne il rapporto di cambio, l'art. 2501 *sexies* c.c., prevede che debba essere «congruo» per tutte le società partecipanti alla fusione¹⁵⁹.

¹⁵⁸ Cfr. in giurisprudenza: Trib. Alba, 9 maggio 1994, in *Società*, 1995, p. 398; Trib. Milano, *Massime in tema di omologazione*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 195; Trib. Udine 26 marzo 1993, *Obbligatorietà del deposito del progetto di fusione*, in *Vita Not.* 1992, 5-6, p. 1265; *Id.*, in *Società*, 1992, p. 1102. Sia in dottrina che in giurisprudenza è orientamento consolidato che il rinvio della normativa alla disciplina del bilancio d'esercizio debba interpretarsi come un completo rinvio per quanto riguarda i principi di redazione, i criteri di valutazione e la struttura e il tipo dei documenti che formano, completano o corredano il bilancio stesso. In dottrina si vedano: Ferri G. Jr, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, collana diretta da Abbadessa P., Portale G. B., 4, 2005, p. 229 ss; Lucarelli P., *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. soc.*, 2004, 6, p. 1343; Zabban F., *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, in *Fondazione italiana per il notariato*, Milano 2007, p. 12 ss.

¹⁵⁹ L'art. 2501 *sexies*, co. 1°, stabilisce che: «Uno o più esperti per ciascuna società devono redigere una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi: a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; b) le eventuali difficoltà di valutazione». Alla luce di tale norma occorre segnalare le numerose problematiche che sorgono in sede di analisi di tale requisito, giacché non esistono riferimenti normativi che indichino dei criteri di giudizio della congruità del concambio. La definizione di «congruità» può cogliersi in relazione a differenti profili: a) se si considera il concambio cosiddetto “teorico”, ovvero che riflette il rapporto tra il valore di capitale economico attribuito dagli organi amministrativi a ciascuna delle società partecipanti alla fusione, per congruità si intende «ragionevole, motivata e non arbitraria scelta del o dei criteri di valutazione applicati tra quelli utilizzati nella prassi aziendalistica; adeguatezza del o dei metodi prescelti rispetto alle caratteristiche delle società partecipanti, al tipo di attività svolta; [...] correttezza nell'applicazione dei metodi prescelti»; b) se si considera il concambio “negoziale”, «congruità» significa «dimostrabilità» e «comparabilità» dello scostamento del rapporto di cambio effettivo rispetto a quello teorico, alla luce delle caratteristiche dell'operazione e del contesto di riferimento; c) «congruità» è «motivata e non arbitraria scelta valutativa e metodologica e sussiste sempre che non appaiano scelte apodittiche, logicamente contraddittorie, estranee ed ingiustificate rispetto alle esperienze ed opinioni seguite e sostenute dai tecnici del settore». In dottrina si vedano fra gli altri: Bianchi L. A., *ult. op. cit.*, p. 18 e p. 46-47 ove l'A. a questo proposito, rivendica il ruolo fondamentale dei vincoli che discendono dalle caratteristiche giuridiche della fusione; Cacchi Pessani S., *Sub art. 2501 quinquies, c.c., in Trasformazione - Fusione - Scissione*, a cura di Bianchi L. A., *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, p. 583, il quale considera più specificatamente concambio “teorico” e concambio “negoziale” o “effettivo” due componenti del rapporto di cambio; Vicari A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, p. 73-74, secondo cui: “gli amministratori devono fissare un concambio che non si discosti eccessivamente dal valore puro (o teorico) in caso di fusione tra società controllante e società controllata o di società appartenenti allo stesso gruppo. Infatti tale valore (teorico) è quello che «non tiene conto dei differenti interessi delle parti in causa e, in senso generale, delle loro forze contrattuali ed appare il solo idoneo ad escludere ipotesi di conflitti di interessi *ex artt.*”

Il bilancio per la determinazione del rapporto di cambio non è richiesto dalle norme di legge e non è da considerarsi obbligatorio. È pertanto inquadrato nella categoria dei bilanci di tipo “straordinario” e sarà redatto tenendo in considerazione anche quegli elementi non indicati nelle scritture contabili delle società interessate alla fusione, così da esporre il valore effettivo del patrimonio delle società e quindi utilizzando i criteri propri della determinazione del “capitale economico” in ipotesi di cessione di azienda in funzionamento. I criteri di valutazione applicabili agli elementi del patrimonio saranno orientati alla determinazione del valore corrente di ciascun elemento patrimoniale. Saranno comunque applicati i principi generali di veridicità, correttezza e chiarezza, di continuazione dell’attività aziendale e di prudenza, in particolare relativamente all’obbligo di considerare tutti i fondi rischi ed oneri per tener conto anche delle passività probabili.

Per quanto riguarda il suo contenuto, si compone della sola situazione patrimoniale senza conto economico né nota integrativa, seppur di norma vengano predisposti conti economici normalizzati relativi agli esercizi passati e conti economici prospettici. Tale bilancio non è esplicitato in un documento da presentare ai soci durante l’assemblea che deciderà in merito alla fusione: sono i suoi risultati che sono esplicitati nelle relazioni degli organi amministrativi e che servono da base

2391 e 2373 c.c. in caso di fusioni infragrupo, per le quali il rischio di conflitto è molto alto, anche alla luce delle difficoltà di identificare reali vantaggi compensativi»; Garegnani G. M., *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e mlbo*, Milano, 2006, p.16, ad opinione del quale la determinazione del concambio “teorico”, se svolta in modo accurato e approfondito, può evitare parte del successivo “dibattito negoziale”; Pardolesi R., *Leveraged Buyout: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 411 secondo cui: “«per quanto attiene alla possibilità che l’azionista di minoranza, l’outsider di turno, si veda trapiantato da una società florida ad altra entità, oberata di debiti, assume importanza nevralgica la determinazione del rapporto di cambio, con il quale si procede, previo aumento del capitale, a sostituire con azioni della società incorporante quelle dell’incorporata. Se il concambio è correttamente parametrato all’abissale disparità delle relative situazioni patrimoniali, la minoranza vedrà fortemente incrementata la propria partecipazione, con l’ulteriore prospettiva di dover, sì, rinunciare, per un certo lasso di tempo, ai dividendi (posto che il flusso di cassa sarà totalmente assorbito dal servizio del debito), ma di poter aspirare, nel lungo periodo, a consistenti guadagni in conto capitale.

alla determinazione del rapporto di cambio.

Il risultato finale è pertanto un patrimonio netto “di fusione”, diverso dal patrimonio netto contabile delle società partecipanti alla fusione, che sarà utilizzato per la determinazione del rapporto di cambio¹⁶⁰.

Per quanto riguarda il procedimento di formazione del bilancio di chiusura, è importante ricordare che la sua stesura è influenzata dalla presenza o meno delle clausole di retroattività degli effetti della fusione. A tal fine, per meglio comprenderne le implicazioni concernenti la predisposizione dei bilanci e delle situazioni patrimoniali di chiusura delle società partecipanti alla fusione, è necessario considerare alcune variabili molto importanti attinenti alla retroattività reddituale, contabile e fiscale¹⁶¹.

Come ritenuto dalla dottrina civilistica¹⁶², occorre procedere con una distinzione tra gli effetti “reali”, “*erga omnes*” (detti anche esterni o assoluti) e gli effetti “obbligatori” (o interni, esplicandosi solo fra le parti) della fusione. Gli effetti “reali” consistono: a) nell’“estinzione” delle società incorporate o fuse come autonomi

¹⁶⁰ Si veda per tutti il recente contributo di Caratozzolo M., *I bilanci straordinari*, Milano, 2009, p. 91 ss.

¹⁶¹ Per avere una migliore cognizione della problematica in questione, occorre considerare la definizione di periodo “interinale” con la quale ci si riferisce al tempo che intercorre fra la data alla quale viene riferita la determinazione del rapporto di cambio (*ex art. 2501-*quater* c.c.*), e la data di effetto “reale” della fusione. Nella normalità dei casi il periodo “interinale” ha una durata di sei/sette mesi, ma in alcuni casi può anche essere di alcuni anni (ad esempio nel caso in cui vi fossero opposizioni alla fusione da parte dei creditori o si verificassero situazioni impreviste).

¹⁶² Cfr. in dottrina: Magliulo F., *La fusione delle società*, Milano, 2005, p. 15 ss; Quatraro B., *La fusione delle società*, in Aa. Vv., *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, fiscali e penali*, a cura di Ambrosini, Torino, 2005, p. 164; Riccio A., *Nella fusione di società si ha, dunque, continuità dei rapporti giuridici anche processuali*, in *Contr. Impr.*, 2005, p. 486 ss; Salerno F., *Commento all’art. 2504 bis c.c.*, in Aa.Vv., *La riforma delle società*, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, 2003, p. 459; Tamburini C., in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti A., IV, Padova, 2005, *sub art. 2504 bis*, p. 2558; Presti G., Rescigno M., *Corso di diritto commerciale*, II, 2005, Bologna, p. 338. In giurisprudenza si vedano le numerose sentenze si sono soffermate a considerare la distinzione di cui sopra, tra le stesse meritano di essere menzionate: Trib. Busto Arsizio 24 gennaio 1968, in *Dir. Fall.*, 1968, II, p. 617 ss; Trib. Milano 24 settembre 1970, in *Giur. it.*, 1971, I, 2, p. 431 ss; Trib. Napoli 17 luglio 1989, in *Le Società*, 1990, p. 356 ss; Trib. Napoli 5 dicembre 1989, in *Le Società*, 1990, p. 939 ss. con commento di Santagata R.; Trib. Napoli 3 giugno 1994, in *Foro nap.* 1995, p. 154 ss.

soggetti di diritto; b) nella successione universale della società incorporante o risultante dalla fusione nel patrimonio e nella totalità dei rapporti giuridici facenti capo alle società estinte; c) nell'annullamento delle azioni o quote nelle società estinte e nella loro "conversione", in base al rapporto di cambio, in azioni o quote nella società incorporante o risultante dalla fusione.

Ai sensi dell'art. 2504-bis co. 2°c.c., gli effetti "reali" si producono *simultaneamente ipso iure* (come afferma la III Direttiva CEE sulle fusioni n. 78/855/CEE, attuata nel nostro ordinamento col D.Lgs. 16 Gennaio 1991, n. 22) dalla data di iscrizione dell'atto di fusione nel Registro delle imprese dell'incorporante o, per le fusioni proprie, dalla data dell'ultima delle iscrizioni nel Registro delle imprese delle società fuse. Tuttavia, per le sole fusioni per incorporazione, può anche essere stabilita una data di efficacia "reale" successiva alla data dell'ultima iscrizione dell'atto¹⁶³. La postdatazione o posticipazione dell'effetto reale è indicata già nel progetto di fusione. Tuttavia, la dottrina e la giurisprudenza sono unanimi nel ritenere che l'effetto "reale" della fusione non possa essere anticipato o retrodatato, essendo la data fissata dalla legge per tale effetto non modificabile da parte dell'autonomia privata¹⁶⁴.

¹⁶³ A tale comportamento si può fare ricorso, ad esempio, per ragioni pratiche quando la data dell'ultima delle iscrizioni è prossima alla chiusura dell'esercizio, stabilendo che l'efficacia reale è posticipata alle ore zero del primo giorno del successivo esercizio.

¹⁶⁴ In dottrina si veda per tutti: Campobasso G., *Diritto Commerciale. Diritto delle società*, Torino, 2002, p. 623. In giurisprudenza: nella fusione per incorporazione, in relazione al disposto dell'art. 2504-bis, co. 2°, c.c., occorrerà espressa autorizzazione dell'assemblea che approva il progetto di fusione affinché gli amministratori possano stabilire gli effetti della fusione in data successiva all'iscrizione del relativo atto: da *Massime elaborate dal Giudice del registro presso il Tribunale di Como in tema di omologazione di atti societari*, in *Federnotizie*, 1998. È dubbio, in relazione al disposto dell'art. 2504-bis, co. 2°, c.c. (nella fusione mediante incorporazione può essere stabilita una data successiva all'iscrizione dell'atto di fusione, per stabilire gli effetti di quest'ultimo) se, nulla prevedendo al riguardo lo schema legislativo del progetto di fusione, tale facoltà degli amministratori debba essere autorizzata dall'assemblea (trattandosi di facoltà da esercitare successivamente all'approvazione del progetto di fusione lo stabilire la necessità delle delibere assembleare non contrasterebbe con il disposto dell'art. 2502 c.c.): da *Orientamenti del Tribunale di Milano in tema di omologhe*, 1991, I. Nel caso di fusione o di scissione con effetti differiti dopo la scadenza

Riguardo agli effetti “obbligatorî”, l’art. 2504-*bis* co. 3° c.c. prevede che “*per gli effetti ai quali si riferisce il primo comma dell’art. 2501-ter, nn. 5) e 6) del Codice Civile possono essere stabilite date anche anteriori*”, rispetto a quella di efficacia “reale”.

L’art. 2501-*ter*, come indicato in precedenza, disciplina il contenuto del progetto di fusione e stabilisce che da tale progetto devono *in ogni caso* risultare: 1) la data dalla quale tali azioni o quote (ossia quelle della società incorporante o risultante dalla fusione propria, date in concambio ai soci delle società incorporate o fuse) partecipano agli utili; 2) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante. Pertanto, se non è possibile modificare secondo esplicita volontà delle parti, la data fissata dalla legge per l’effetto “reale” della fusione, fatta salva la previsione di una data successiva per le sole incorporazioni, è invece possibile anticipare: *a)* la data a partire dalla quale le azioni o quote attribuite in concambio parteciperanno agli utili (retroattività reddituale); *b)* la data (che potrebbe essere diversa da quella precedente) dalla quale gli effetti patrimoniali e reddituali delle operazioni compiute dalle società incorporate o fuse, fino alla loro

dell’esercizio, gli adempimenti fiscali e di bilancio delle società estinte sono a carico della società beneficiaria; ove più società partecipino alle operazioni di fusione o scissione, è opportuno che il progetto indichi la società che si assume quest’onere, non essendo ammissibile che il bilancio delle società estinte non sia depositato o sia smembrato secondo le diverse componenti trasferite alle diverse società. Proprio perché fusione e scissione sono fenomeni di modificazione delle società, gli obblighi che gravano sulle società che cessano di esistere si trasferiscono a quelle che traggono benefici dall’operazione. È costantemente ammesso che le delibere di fusione e scissione, come tutte le altre delibere societarie, possono prevedere un termine ultrattivo di efficacia e gli operatori normalmente fissano questo termine alla prima scadenza dell’esercizio sociale successiva alla delibera di fusione o scissione. Accade pertanto che i bilanci delle società conferenti o scisse, nei casi di fusione e scissione con estinzione di queste società, devono essere redatti e presentati in epoca in cui risultano estinte. Gli adempimenti devono dunque essere eseguiti dalle società conferitarie o beneficiarie, che dovranno tener conto della situazione esistente prima del termine di efficacia della trasformazione. Per evitare contestazioni o incomprensioni, con implicazioni di carattere penale, nel progetto di fusione o scissione è opportuno venga indicato, in caso di più società risultanti, quale società si assumerà l’onere di questi adempimenti: da *Orientamenti del Tribunale di Milano in tema di omologhe*, 1997.

“estinzione”, saranno attribuite alla società incorporante o risultante dalla fusione. Tali operazioni sono pertanto rilevate, con le modalità che saranno precisate, anche nella contabilità e nel bilancio della società incorporante o risultante dalla fusione (retroattività contabile)¹⁶⁵.

Esiste poi un terzo tipo di retroattività, quella fiscale ai fini delle imposte sui redditi che teoricamente è distinta dalle altre due, ma che nella prassi è strettamente legata alla retroattività contabile, nel senso che, una volta stabilita quest’ultima, sembra debba necessariamente verificarsi anche quella fiscale, sia pur con i limiti più stringenti previsti dall’art. 172, co 9° del T.U.I.R. Quest’ultima norma, il cui

¹⁶⁵ Con riguardo alla «retroattività» nella fusione, la dottrina la definisce «la possibilità di «anticipare» la decorrenza di taluni degli effetti della fusione ed è concorde nel riferire la previsione dell’art. 2504 bis, co. 3° c.c., a fenomeni di retroattività «reddituale» (per la partecipazione agli utili) e «contabile» (per la contabilizzazione delle operazioni) della fusione. La dottrina distingue inoltre tra «retroattività reale», che ha effetto sul trasferimento giuridico della proprietà dei beni apportati alla società incorporante o rinveniente dalla fusione, e «retroattività obbligatoria», che ricorre «quando (dalla legge o dalle parti del negozio) venga costituito un rapporto obbligatorio diretto a neutralizzare - per quanto possibile - il significato economico di una situazione giuridica che si è già verificata e che si mantiene formalmente intatta». A tal proposito si vedano in particolare: Marchetti P, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, cit., p. 48; Genovese A., *La decorrenza dell’effetto e la retroattività contabile della fusione*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 141-192; Portale G. B., *Clausole di “retroattività” e bilanci nelle fusioni di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 1281-1282. L’A. sostiene che: “in relazione alla disciplina previgente, il legislatore - avendo escluso la competenza degli amministratori a decidere sul rapporto di cambio, come pure la spettanza agli stessi di un potere di rettifica con controlli a posteriori - ha considerato definitiva la fissazione del rapporto di cambio ad opera della deliberazione di fusione (salvo revoca di quest’ultima): e ciò per un’esigenza di semplificazione del procedimento”. In altri termini, anche per il diritto italiano bisogna concludere che le clausole di retroattività della fusione si rivelano prive di contenuto dispositivo, dal momento che è la stessa legge a stabilire la «retroattività contabile» (o, se si preferisce, la retroattività dell’effetto economico) dell’atto di fusione, rendendo immutabile il rapporto di cambio, quali che siano i risultati della gestione delle società partecipanti durante il periodo interinale. Dette clausole servono solo a specificare la data in cui sono stati “chiusi i conti” delle società per fissare le condizioni dell’operazione, data che, nel diritto italiano, non può non coincidere con quella di riferimento della “situazione patrimoniale” ex art. 2502 c.c., salvo poi indagare se come tale possa valere un bilancio di esercizio chiuso ad una data prossima a quella di assunzione delle delibere di fusione». Successivamente al 2003, seppure l’art. 2504 bis, co. 3°, sia rimasto immutato a seguito della riforma del 2003, la dottrina (cfr. Di Sarli M., *Sub art. 2504 bis*, commi 2 e 3, in *Trasformazione - Fusione - Scissione*, a cura di Bianchi L. A., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P., Bianchi L. A., Ghezzi F., Notari M., Milano, 2006, p. 848) sostiene che sono ritenute invalide le pattuizioni che dispongono la decorrenza di tutti gli effetti della fusione da un momento anteriore al completamento del relativo procedimento (è utile ricordare che l’art. 2504 bis, co. 2°, c.c., prevede che, per la fusione mediante incorporazione, si può stabilire per la decorrenza degli effetti reali una data successiva, non anteriore all’esecuzione dell’ultima delle iscrizioni prescritte dall’art. 2504). Sono invece rimesse all’autonomia delle parti soltanto le clausole di retroattività aventi natura obbligatoria, che hanno ad oggetto solo gli effetti “disponibili” della fusione, ossia gli effetti contabili e reddituali.

contenuto corrisponde esattamente a quello del previgente art. 123, prevede quanto segue: “*L’atto di fusione può stabilire che ai fini delle imposte sui redditi gli effetti della fusione decorrano da una data non anteriore a quella in cui si è chiuso l’ultimo esercizio di ciascuna delle società fuse o incorporate o a quella, se più prossima, in cui si è chiuso l’ultimo esercizio della società incorporante*”¹⁶⁶.

Mentre la norma dettata dall’art. 2504-*bis* c.c. sembra quindi non porre alcun limite all’autonomia privata nel retrodatare gli effetti reddituali e contabili, al contrario la norma tributaria fissa dei limiti precisi, che a parere della dottrina prevalente manifestano la loro efficacia anche sul piano civilistico.

Il fatto che l’art. 2501-*ter* nn. 5) e 6) c.c., richieda “in ogni caso” l’indicazione nel progetto di fusione della data di decorrenza del diritto all’utile e degli effetti contabili, non implica che debba essere indicata sempre una data anteriore; se non viene precisato nulla in proposito, deve ritenersi che quegli effetti si producono dalla medesima data di efficacia reale della fusione. Lo stesso vale per l’effetto fiscale per il quale, peraltro, la retroattività potrebbe anche essere disposta in un secondo momento, in sede di redazione dell’atto di fusione¹⁶⁷.

Il problema dell’individuazione della data alla quale può farsi risalire la retroattività reddituale è collegato ai seguenti aspetti: *a)* le modalità con le quali è stato valutato il patrimonio della società incorporata (o fusa) ai fini della

¹⁶⁶ La retroattività fiscale risponde ad innegabili esigenze pratiche, manifestate dai contribuenti e riconosciute dall’Amministrazione Finanziaria già vari anni prima dell’emanazione del T.U.I.R. del 1986, quali: - la possibilità di evitare la redazione, per il periodo che intercorre dall’inizio dell’esercizio a quella di effetto reale della fusione, di un apposito “bilancio di chiusura” per la società incorporata o fusa e di una apposita distinta dichiarazione dei redditi; - la possibilità di compensare perdite di tale periodo dell’incorporata con utili dell’incorporante, e viceversa, dovendo ambedue essere imputati al bilancio d’esercizio dell’incorporante successivo alla fusione.

¹⁶⁷ Cfr. in dottrina: Vasapolli G., *Novità fiscali delle scissioni di società*, in *Corr. Trib.*, 1993, n. 5; Tesauro F., *Aspetti fiscali della trasformazione eterogenea*, in *Trib. Impresa*, 2005, n. 2, p. 10; Stevanato D., *Scissioni: prime riflessioni sull’attribuzione alle società beneficiarie delle “posizioni” fiscali della società stessa*, in *il Fisco*, 1993, n. 10, con particolare riferimento alla nota 16.

determinazione del rapporto di cambio; b) il diritto o meno dei *solii* soci dell'incorporata all'utile prodotto da questa nel periodo "interinale" e fino alla sua "estinzione". Inoltre tale problema, anche se teoricamente sembra autonomo, è strettamente connesso alla definizione della retroattività contabile, in quanto per la dottrina prevalente non è possibile stabilire date distinte, una per la retroattività reddituale ed un'altra per la retroattività contabile.

La contabilizzazione della fusione deve comunque rispettare il contenuto del progetto di fusione e dell'atto di fusione in merito all'attribuzione degli utili del periodo "interinale"¹⁶⁸. Pertanto, anche in base a quanto ritenuto da una recente autorevole dottrina¹⁶⁹: a) se, nella valutazione del patrimonio di ciascuna delle società incorporate e nella fissazione del rapporto di cambio, si è tenuto conto dell'utile maturato dall'inizio dell'esercizio fino alla data della situazione patrimoniale *ex art. 2501 quater c.c.* e della "redditività prospettica", allora gli utili del periodo "interinale" saranno attribuiti a *tutti* i soci, vecchi e nuovi, e saranno distribuiti dall'incorporante dopo l'attuazione della fusione; nel frattempo essi saranno rilevati, se interviene la chiusura dell'esercizio, nel bilancio dell'incorporata come "utili portati a nuovo" che andranno ad accrescere il patrimonio netto contabile iniziale; b) se, nella valutazione del patrimonio di ciascuna delle società incorporate e nella fissazione del rapporto di cambio, non si è tenuto conto degli utili già conseguiti dalle singole società e di quelli "previsti" fino alla conclusione del periodo

¹⁶⁸ Diffusamente sul tema si vedano: Scipione L., *La nuova disciplina delle operazioni straordinarie*, Torino, 2006, 13 p. ss; Di Sarli M., *Commento all'art. 2501 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, in A.a.V.V., Milano, 2006, p. 451. In termini generali, è sufficiente ricordare che la situazione patrimoniale richiesta dall'art. 2501 *quater c.c.* ha la funzione di offrire un'informazione contabile aggiornata sulle società partecipanti alla fusione, nell'interesse, sia dei creditori sociali, sia dei soci. Per un ampio ed esauriente riepilogo delle principali questioni in tema e delle soluzioni proposte dalla dottrina si veda per tutti, Cacchi Pessani S., *Commento all'art. 2501 quater*, in *Commentario alla riforma delle società*, in A.a.V.v., *artt. 2498 - 2506 quater c.c.*, Milano, 2006, p. 562 ss.

¹⁶⁹ Cfr per tutti Lambertini L., *Sub art. 2501-quater*, in *Tratt. Lo Cascio F.*, IX, Milano, 2003, p. 413.

“interinale” (ad esempio, è stato utilizzato il metodo patrimoniale di valutazione, oppure è stata esplicitamente prevista la spettanza degli utili maturati fino alla data di “estinzione” ai *soli* soci dell’incorporata), è necessario precisare la data di cui al n. 5) dell’art. 2501-*ter* c.c., se nel frattempo si chiude l’esercizio, gli utili rilevati nel bilancio dell’incorporata possono essere distribuiti ai (soli) soci di essa; c) se, nel progetto di fusione non viene prevista alcuna retrodatazione, o viene precisato che *tutti* gli effetti, anche quelli reddituali e contabili, si producono dalla data di efficacia *reale* della fusione, gli utili prodotti nel periodo “interinale” e rilevati sia nel bilancio dell’esercizio in cui ha avuto inizio il procedimento di fusione, sia nel bilancio di chiusura relativo ad una frazione del successivo esercizio fino all’estinzione dell’incorporata, sono di esclusiva spettanza dei soci dell’incorporata. Ciò comporta che nel bilancio di apertura, ai fini dell’incorporazione, detti utili sono esclusi dal patrimonio netto di riferimento dell’incorporata e sono rilevati come debiti nei confronti dei soci della medesima¹⁷⁰¹⁷¹.

¹⁷⁰ Il bilancio di apertura consiste in una situazione patrimoniale con valenza esclusivamente interna. Tale documento contabile ha lo scopo di rilevare in modo ordinato le attività e passività delle società incorporate o fuse alla data di efficacia reale, dopo l’esecuzione delle operazioni di consolidamento previste e dopo aver effettuato il trattamento contabile degli avanzi e disavanzi di fusione di cui si veda nel prosieguo del presente paragrafo. Esso, una volta redatto in base alla norma dell’art. 2504-*bis*, co. 4° c.c. avrà una struttura e composizione che integra quella del bilancio di chiusura, relativamente alle voci dell’attivo e del passivo, con la possibilità di iscrivere come voce nuova e residuale quale avviamento, in sostituzione del disavanzo, da annullamento o da concambio. Peraltro, rispetto al bilancio di chiusura “completo” (ossia quello che viene redatto in assenza di retroattività contabile) non include né il conto economico (perché si tratta di una rilevazione patrimoniale straordinaria “*una tantum*” e non di un bilancio di periodo) né la nota integrativa. Si ritiene opportuna, a corredo del bilancio d’apertura la redazione di una “nota esplicativa” che chiarisca ed illustri i criteri di valutazione delle attività e passività, le rettifiche ed eliminazioni di consolidamento ed il trattamento contabile degli avanzi e disavanzi di fusione, specie quando viene iscritto un avviamento. Particolare importanza assume il bilancio d’apertura nelle fusioni proprie, laddove esso rappresenta, per la nuova società che nasce dalla fusione, l’“inventario iniziale” dell’impresa, previsto dall’art. 2217 c.c., esponendo anche l’importo del capitale sociale (oltre a quello delle eventuali riserve). Per quanto riguarda le poste del patrimonio netto, mentre esse non figurano più in ipotesi di disavanzo, da annullamento o da concambio, la loro articolazione è necessaria ed importante in presenza di avanzi di fusione. E ciò sia per la successiva ricostituzione ai fini fiscali delle riserve in sospensione d’imposta ai sensi delle disposizioni dell’art. 172, co. 5° del T.U.I.R., per la quale si utilizzeranno in via provvisoria proprio le riserve finali facenti parte dell’avanzo di fusione, sia per la disciplina giuridica cui le medesime erano assoggettate prima dell’operazione, a fini sia civilistici che fiscali. Le attività e

La retroattività contabile consente di imputare al bilancio dell'incorporante gli effetti patrimoniali e reddituali delle operazioni di gestione poste in essere dagli amministratori dell'incorporata nel periodo intercorrente fra la data alla quale viene fatta risalire la retroattività e la successiva data in cui si produce l'effetto reale della fusione. Se il procedimento di fusione ricade interamente in un esercizio, e vi è la coincidenza fra gli esercizi di incorporante ed incorporata, *naturalmente* le risultanze del bilancio di chiusura vengono imputate alla contabilità ed al bilancio dell'incorporante (salvo diversa disposizione pattizia per la distribuzione degli utili), mentre la necessità di definire l'eventuale retroattività contabile si pone quando il procedimento di fusione ha inizio in un esercizio e si completa nell'esercizio

passività da iscrivere nel bilancio di apertura in sostituzione del disavanzo sono non solo quelle iscritte nel bilancio di chiusura delle società incorporate o fuse, ma anche le altre attività e passività (delle *sole* società incorporate o fuse) *effettivamente esistenti* alla data di efficacia della fusione, anche se non distintamente figuranti nel bilancio di chiusura. Ciò vale, ovviamente, per l'avviamento ma, ad esempio, anche per gli altri elementi patrimoniali attivi, interamente ammortizzati ma ancora utilizzati nell'attività produttiva e provvisti di un valore economico positivo e per quelle entità immateriali *non iscritte* nel bilancio dell'incorporata ma *iscrivibili* in base alle disposizioni del Codice Civile e del Principio contabile 24 (*know-how, software, ecc.*). Inoltre, l'emersione delle attività (e passività) effettivamente esistenti alla data di efficacia della fusione sarà oggetto di adeguata informativa nel primo bilancio d'esercizio successivo alla fusione, riportando in particolare le motivazioni in materia di capitalizzabilità/iscrivibilità secondo quanto previsto dalle disposizioni del Codice Civile. Per quanto riguarda i *valori* da attribuire alle attività e passività iscritte nel bilancio d'apertura, la norma fa riferimento non ai valori correnti, ai *fair value*, bensì ai "*valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima*". La norma, tuttavia, non va interpretata in senso letterale, sia perché sui valori contabili iscritti nel bilancio di chiusura vanno eseguite le rettifiche ed eliminazioni richieste dalla procedura di consolidamento dei saldi, sia perché in presenza di disavanzo di fusione, è possibile iscrivere, sia pur nell'ambito di un *plafond* massimo costituito dall'importo del disavanzo, maggiori valori correnti delle attività, minori valori correnti delle passività e l'avviamento. Non si ha, dunque, il puro e semplice mantenimento dei medesimi valori contabili *ante* fusione. Le attività e passività alle quali si riferisce la norma *sono solo quelle delle società incorporate* (o fuse), non anche le attività e passività dell'incorporante, in quanto: *a*) come risulta anche dalla relazione alla legge delega della riforma societaria e dalla relazione al decreto delegato n. 6/2003, la norma intende disciplinare i "criteri di assunzione" del patrimonio *dell'incorporata* da parte dell'incorporante; *b*) la norma, interpretata estensivamente, non potrebbe essere mai applicata nelle fusioni proprie nei confronti della nuova società che non è ancora nata e non ha, prima della fusione, un patrimonio *proprio*; *c*) un'interpretazione estensiva della norma sarebbe in contrasto con la "sostanza economica" dell'operazione che oggi, dopo la modifica dell'art. 2423-bis, n. 1) c.c., assume un rilevante valore interpretativo ai fini della soluzione dei problemi di redazione dei bilanci e situazioni patrimoniali.

¹⁷¹ La dottrina è unanime nel ritenere che, qualora si verificassero perdite impreviste ed imprevedibili di entità rilevante, rispetto a quelle già previste e tenute presenti in sede di valutazione del rapporto di cambio, sarebbe necessario riconvocare le assemblee delle società interessate per procedere o alla modifica del rapporto di cambio o alla revoca della fusione. Cfr. per tutti: Pansieri S., *Il riporto delle perdite nelle fusioni di società*, in *Rass. Trib.*, 1987, n. 6, p. 284 ss.

successivo¹⁷².

L'art. 2501-ter, n. 6) c.c., individua le “operazioni delle società partecipanti alla fusione imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante”. Tale previsione, peraltro, non significa che per il periodo in cui ha effetto la clausola di retroattività, l'incorporata sia legittimata a *non tenere la contabilità e non redigere il bilancio d'esercizio* e che le operazioni di gestione possano essere rilevate esclusivamente nella contabilità dell'incorporante.

Le norme inderogabili degli artt. 2214 ss c.c. sulla tenuta delle scritture contabili devono essere necessariamente osservate. Conseguentemente, se sopravviene la data di chiusura dell'esercizio, gli amministratori dell'incorporata *dovranno provvedere* alla redazione del bilancio d'esercizio, che sarà assoggettato alle medesime procedure di controllo già previste prima dell'inizio del procedimento di fusione ed all'approvazione da parte dell'assemblea dei soci dell'incorporata medesima. Pertanto, la data alla quale può esser fatta risalire la retroattività contabile non può essere anteriore a quella di chiusura del precedente esercizio dell'incorporante¹⁷³.

Una conferma di tale tesi si può riscontrare nella disciplina della retroattività

¹⁷² La possibilità prevista dall'art. 2501-*quater* c.c. 2° co., di utilizzare, come base per la delibera di fusione, il bilancio dell'ultimo esercizio (entro un limite temporale) in luogo della situazione patrimoniale, risponde ad esigenze di semplificazione del procedimento e di contenimento dei costi. Nè il d.lg. 22/1991, nè il d.lg. 6/2003 hanno chiarito se il bilancio in questione debba essere stato regolarmente approvato o possa anche essere stato impugnato. La giurisprudenza prevalente è arrivata alla conclusione che l'irregolarità del bilancio non ostacoli il suo utilizzo come documento contabile per la deliberazione di fusione. In particolare, l'art. 2501-*quater* si limita a prevedere il bilancio dell'ultimo esercizio come possibile alternativa alla redazione della situazione patrimoniale senza richiederne anche la preventiva regolare approvazione. Inoltre, è bene ricordare che non sono causa di nullità della delibera di fusione le irregolarità del relativo bilancio, poiché quest'ultimo svolge una funzione diversa da quella propria del bilancio d'esercizio, sicché le difformità dei dati contabili rispetto a quest'ultimo non sono di per sè indice della falsità del primo. Pertanto, gli eventuali vizi del bilancio di fusione o della situazione patrimoniale potranno essere fatti valere soltanto in sede di opposizione della relativa deliberazione. In giurisprudenza si vedano: Trib. Reggio Emilia, 18 agosto 1998, in *Soc.*, 1999, p. 204; App. Milano, 29 maggio 1973, in *Giur. it.*, 1973, I, 2, p. 1198; Trib. Roma, 13 settembre 1977, in *Giur. comm.*, 1978, II, p. 100; Trib. Cassino, 27 settembre 1990, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1991, II, p. 235.

¹⁷³ Cfr per tutti Santagata R., *Lineamenti generali dell'istituto della fusione: natura giuridica e procedimento*, in *Fusioni e scissioni di società. Profili civili e fiscali*, Milano, 1993, p. 27.

fiscale, prevista dall'art. 172 co. 9° del T.U.I.R. In base a tale norma, gli effetti fiscali della fusione non possono decorrere da una data anteriore a quella in cui si è chiuso l'ultimo esercizio di ciascuna delle società fuse o incorporate o a quella, se più prossima, in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della società incorporante¹⁷⁴.

La retroattività contabile e quella fiscale sono strettamente collegate, perché il reddito d'impresa si determina in base al risultato economico che emerge dal bilancio d'esercizio o infrannuale che sia. Pertanto, se viene pattuita la retroattività contabile (ad esempio, all'inizio dell'esercizio dell'incorporata in cui si completa il procedimento di fusione) automaticamente ciò comporterà anche la retroattività fiscale, ossia l'attribuzione *anche ai fini fiscali* del risultato del periodo (utile o perdita) all'incorporante e la sua inclusione nel bilancio e nella dichiarazione dei redditi di quest'ultima¹⁷⁵.

Non è invece sempre valida, la soluzione opposta, vale a dire si potrebbe pattuire

¹⁷⁴ Ad esempio, se l'incorporante e l'incorporata hanno ambedue l'esercizio coincidente con l'anno solare e il procedimento di fusione inizia il 1° Ottobre 2010 e termina il 10 Aprile 2011, la data cui può essere fatta risalire la retroattività contabile non può essere anteriore al 31 Dicembre 2010 (poiché è questo il caso più frequente, di solito si stabilisce che la data è quella del 1° Gennaio 2011, ossia il primo giorno dell'esercizio in cui si ha il completamento del procedimento di fusione e l'effetto "reale" della fusione). Se, invece, l'esercizio dell'incorporante si è chiuso il 31 Dicembre 2010 e quello dell'incorporata il 30 Giugno 2010, la data di decorrenza della retroattività non può essere anteriore al 31 Dicembre 2010, con la conseguenza che per il periodo 1° Luglio – 31 Dicembre 2010 dell'incorporata, sarà redatto un apposito bilancio infrannuale per accertare il risultato economico di tale periodo ed una apposita dichiarazione dei redditi. Dubbia, per una parte della dottrina, è l'ammissibilità della retroattività contabile nelle fusioni proprie, perché, nascendo la nuova società (che in ipotesi è una società di capitali) come soggetto di diritto dopo l'iscrizione dell'atto-fusione nel Registro delle imprese, si verrebbe ad attribuire la soggettività fiscale ed il "possesso dei redditi", ad un soggetto non ancora nato, che alla data da cui decorre la retroattività (di solito, l'inizio dell'ultimo esercizio delle società fuse) non ha ancora un patrimonio e non ha compiuto alcun atto di gestione. Inoltre, in questo caso, la "nuova società", che ancora non esiste come soggetto giuridico neanche ai fini tributari, non ha ancora "chiuso" alcun esercizio; requisito questo che viene richiamato dall'art. 172 co. 9° del T.U.I.R. Esiste, tuttavia, una risoluzione dell'Amministrazione Finanziaria che ammette la retroattività fiscale anche nelle fusioni proprie (R.M. 134/E/III-6-1098 del 30 Maggio 1997 – Dipartimento Entrate – Direzione Centrale Affari Giuridici e Contenzioso). Per i dovuti approfondimenti in dottrina si vedano: Michelutti R., *Problematiche tributarie della fusione inversa*, in *Riv. Dir. Trib.*, 2001, p. 1195; Cappellotto L., *La fusione inversa tra riforma societaria e fiscale*, in *Corr. Trib.*, 2004, p. 3447; Lupi R., Stevanato D., *La fiscalità nelle operazioni straordinarie di impresa*, in *Il Sole 24 ore*, 2000.

¹⁷⁵ Cfr. in dottrina: Santagata R., *Le fusioni*, cit., p. 224 ss; Magliulo F., *La fusione delle società*, Milano, 2005, p. 314; Marchetti P., *Appunti sulla disciplina della fusione*, in *Riv. Not.*, 1991, I, p. 45.

la sola retroattività fiscale ma non quella contabile, precisando nel progetto di fusione che anche gli effetti contabili si producono alla data dell'ultima delle iscrizioni dell'atto di fusione nel registro delle imprese. In questa ipotesi l'utile o la perdita dell'incorporata da attribuire, *ai soli fini fiscali* al soggetto incorporante, sarà determinato in base ad un bilancio di chiusura "completo".

Per quanto concerne il bilancio di chiusura delle società incorporate, occorre da subito indicare che tale strumento costituisce la sintesi dei valori contabili che vengono trasferiti nella contabilità della incorporante o della società risultante dalla fusione, e rappresenta pertanto i fatti di gestione delle società partecipanti alla fusione fino alla data in cui le stesse confluiscono nella incorporante o nella società risultante dalla fusione¹⁷⁶.

I criteri di redazione di questi bilanci e situazioni contabili di chiusura dipendono dalla definizione della data di "efficacia contabile" della fusione. Nel caso in cui gli effetti contabili della fusione vengano definiti in accordo con quanto consentito dall'art. 2504-*bis*, co. 3° e quindi si realizzi una retrodatazione degli effetti contabili ad una data antecedente a quella in cui si realizzano gli effetti "reali", i fatti di gestione dell'incorporata per il periodo dall'inizio dell'esercizio in cui si realizza la fusione fino al momento in cui si verificano gli effetti reali della fusione sono rilevati nella contabilità dell'incorporante (o società che risulta dalla fusione) recependo nella stessa una situazione contabile riferita a tale periodo e non risulta necessaria la redazione di un bilancio intermedio.

Nel caso in cui gli effetti contabili coincidano con gli effetti reali della fusione, la

¹⁷⁶ Cfr. Notari M., *Appunti sull'iscrizione dei beni dell'incorporata nel bilancio dell'incorporante successivo alla fusione*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, Padova, 1997, p. 1375 ss; Caratozzolo M., *I criteri di formazione del primo bilancio successivo alle fusioni e scissioni*, in *Le società*, 2004, p. 1340 ss; Dimundo F *Sub art. 2504-bis c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2006, p. 813 ss.

situazione contabile della incorporata che viene trasferita nella incorporante (o nella società risultante dalla fusione) è rappresentata da un vero e proprio bilancio infrannuale che rappresenta i fatti di gestione dell'incorporata dall'inizio dell'esercizio nel corso del quale è realizzata la fusione fino alla data in cui l'incorporata perde la propria individualità e confluisce nell'incorporante (o nella società risultante dalla fusione).

Riguardo alle modalità di tenuta delle scritture contabili, in entrambi i casi gli amministratori della società incorporata o fusa dovranno provvedere all'aggiornamento del libro giornale, dei conti di mastro, e degli altri libri e registri contabili fino alla data di effetto della fusione, tenendo separata la gestione delle società coinvolte nel processo di fusione.

L'art. 2504 *bis* co. 4° c.c., disciplina il primo bilancio *successivo* alla fusione, ossia il *primo* dei bilanci che la società incorporante o risultante dalla fusione redige dopo l'operazione e prima ancora della conclusione dell'esercizio nel quale essa ha avuto compimento; è il bilancio d'apertura del complesso aziendale unificato dopo l'aggregazione dei patrimoni e consiste tecnicamente in una situazione patrimoniale, senza conto economico e senza nota integrativa¹⁷⁷. Tale bilancio ha solo un'efficacia

¹⁷⁷ Come ha rilevato la dottrina, se si trattasse del primo bilancio d'esercizio, la cui data di riferimento di solito è distante vari mesi da quella di completamento del procedimento di fusione, la norma, richiedendo l'iscrizione delle attività e passività ai valori risultanti dalle scritture contabili *alla data di efficacia della fusione medesima*, sarebbe praticamente inapplicabile nella generalità dei casi, perché comporterebbe l'iscrizione nel bilancio d'esercizio di saldi contabili relativi non alla data di chiusura dell'esercizio medesimo, bensì ad una data diversa ed antecedente, con conseguente violazione dei principi di veridicità, correttezza e chiarezza del bilancio. Per data di efficacia della fusione si intende qui, anche per la stessa collocazione della norma nell'art. 2504-*bis* la cui rubrica è "Effetto della fusione", la data in cui si produce l'effetto *reale, erga omnes*, della fusione; ossia, come precisa il co. 2° del medesimo art. 2504-*bis*, la data "in cui è stata eseguita l'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504", o, nelle sole incorporazioni, la *successiva* data stabilita dalle parti (e di solito coincidente, per motivi pratici, con quella di chiusura dell'esercizio nel quale si completa il procedimento, quando esso dista pochi giorni dalla data dell'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504). Non può, invece, essere assunta come tale la data alla quale, ai soli fini contabili e fiscali, si fanno retroagire gli effetti della fusione, anche perché questa retroattività può mancare e non costituisce un connotato naturale della fusione. Nel primo bilancio d'esercizio successivo alla fusione, per ogni voce dell'attivo e del

interna nelle incorporazioni, mentre ha anche una valenza esterna nelle fusioni proprie, in quanto corrisponde all'inventario iniziale dell'impresa, da iscrivere nel libro degli inventari ai sensi dell'art. 2217, co. 1°c.c.

Pertanto, anche nell'ipotesi che venga attuata la retroattività contabile della fusione, il bilancio di apertura è redatto con riferimento al giorno successivo alla data in cui si produce l'effetto *reale* della fusione, vale a dire l'“estinzione” della società incorporata o fusa e nascita, nelle fusioni proprie, della “nuova” società, oppure l'annullamento delle partecipazioni nella società incorporata e conversione delle medesime nelle attività e passività delle incorporate e la successione universale dell'incorporante nel patrimonio e nei rapporti giuridici facenti capo all'incorporata.

Come già indicato, fino alla data della sua “estinzione”, la società incorporata continua a gestire l'impresa e tiene regolarmente le proprie scritture contabili. I

passivo i singoli conti delle società partecipanti alla fusione saranno aggregati in un'unica voce di identico contenuto e saranno applicati i principi di redazione e valutazione previsti dal Codice Civile in materia. L'aggregazione di cui sopra sarà effettuata anche per quanto riguarda le voci di conto economico, qualora sia stata prevista la retrodatazione degli effetti contabili dell'operazione. Per quanto riguarda i dati comparativi, in caso di fusione per incorporazione saranno indicati i dati dell'esercizio precedente (anteriore a quello di completamento del procedimento di fusione) relativamente alla società incorporante, mentre nel caso delle fusioni proprie, nulla verrà esposto tenuto conto che in tale fattispecie la società risultante dalla fusione è una nuova società. In caso di fusione per incorporazione, per consentire al lettore del bilancio d'esercizio la comprensione degli effetti contabili derivanti dall'operazione di fusione sarà predisposta una tabella, allegata alla Nota Integrativa, che, sia per lo stato patrimoniale che per il conto economico, riporti in colonne affiancate: *a*) gli importi risultanti dal bilancio del precedente esercizio (dell'incorporante); *b*) gli importi iscritti per tutte le incorporate (cumulativamente se sono più di una) nel bilancio d'apertura; *c*) gli importi dell'incorporata iscritti nel bilancio dell'esercizio, se determinabili, senza eccessiva difficoltà. Tale tabella avrà pertanto l'obiettivo di rendere conoscibile ai soci ed agli altri portatori di interessi la composizione del patrimonio delle società incorporate, preso in carico dall'incorporante. L'importo dell'avanzo e/o disavanzo, da annullamento e da concambio, che non risulta da tale tabella, è illustrato, per ciascuna società interessata e precisandone il trattamento contabile, con l'indicazione dei criteri seguiti nell'iscrizione dei valori correnti delle attività e passività e dell'avviamento in sostituzione del disavanzo. Nei casi di fusione propria e per incorporazione nell'ipotesi di assenza di retroattività contabile, qualora gli effetti della fusione sulla situazione economica e patrimoniale siano significativi, è opportuno predisporre, ad integrazione dell'informativa nel primo bilancio d'esercizio successivo alla fusione, un'apposita situazione economico-patrimoniale sintetica pro-forma, che evidenzii quali sarebbero stati i dati salienti dell'esercizio precedente qualora gli effetti della fusione fossero stati riflessi retroattivamente all'inizio di tale esercizio. Si precisa inoltre che, quale parte integrante dell'informativa del primo bilancio d'esercizio successivo alla fusione, sarà predisposto il rendiconto finanziario ed in calce allo stesso andrà evidenziata in forma tabellare e per ciascuna incorporata la presentazione distinta per classi delle attività e passività acquisite con la fusione, che non hanno dato luogo a flussi finanziari.

valori risultanti dalla scritture contabili cui fa riferimento la norma sono i saldi alla data di “compenetrazione” dei due organismi aziendali, che è appunto la data di effetto *reale* della fusione. È a questa data che si verifica l’“immissione” dei saldi dell’incorporata nella contabilità dell’incorporante ed è a questa medesima data che, *in conseguenza di tale immissione*, si vengono a formare gli avanzi e i disavanzi di fusione. I “valori contabili” da trasferire nella contabilità dell’incorporante o della nuova società risultante dalla fusione sono quelli iscritti, alla data di “estinzione” dell’incorporata, nel “bilancio di chiusura”.

Come si è visto, si tratta, in assenza di retrodatazione contabile, di un vero e proprio bilancio ordinario infrannuale oppure, in caso contrario, di una situazione contabile riferita, anche in questo caso, alla data di “estinzione” della società incorporata o fusa.

A seguito di quanto sopra, i valori contabili delle attività e passività che saranno iscritti nel bilancio d’apertura sono i medesimi valori che figurano nel bilancio di chiusura, salve le rettifiche ed eliminazioni di consolidamento e gli avanzi e disavanzi di fusione¹⁷⁸.

Alla data di effetto della fusione e di “compenetrazione” o “unificazione” dei patrimoni dell’incorporata e dell’incorporante (o delle società fuse, nelle fusioni proprie) occorre procedere all’esecuzione di una serie di operazioni contabili analoghe a quelle del bilancio consolidato, per eliminare l’eventuale partecipazione dell’incorporante nell’incorporata, se si tratta di fusione per incorporazione e qualunque sia la percentuale di possesso, e per eliminare i saldi reciproci dei conti patrimoniali ed economici derivanti da operazioni compiute fra le società interessate

¹⁷⁸ Sul punto si vedano tra gli altri: Spolidoro M. S., *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione*, in *Società*, 2000, p. 303; Caratozzolo M., *I criteri di formazione del bilancio post-fusione*, in *Società*, 2004, p. 1340 e p. 1460.

prima di quella data.

Il procedimento di consolidamento è diverso a seconda che sia stata pattuita o meno la retrodatazione contabile della fusione. Qualora sia stata pattuita la retroattività contabile, ipotesi applicabile solo nel caso di fusioni per incorporazione, occorre individuare la data alla quale gli amministratori delle società interessate hanno convenuto di far risalire l'effetto economico dell'unificazione dei patrimoni e delle gestioni delle società partecipanti.

In presenza di retroattività contabile, nella procedura di consolidamento occorre eliminare non solo i crediti e debiti reciproci e le poste reciproche dei conti d'ordine, ma anche i costi e ricavi e gli utili e le perdite interni *scaturenti dalle operazioni compiute fra incorporante ed incorporata nel periodo*; questo in quanto, in questa ipotesi, manca *da un punto di vista sostanziale* l'alterità dei soggetti, perché le operazioni sono state compiute dall'incorporata *per conto* dell'incorporante ed è come se quest'ultima avesse operato direttamente.

Occorre inoltre procedere all'eliminazione della partecipazione detenuta dall'incorporante nell'incorporata, all'eliminazione dei saldi dei conti di patrimonio netto dell'incorporata (salvo quelli riguardanti riserve di natura fiscale che devono essere ricostituite nel bilancio dell'incorporante, nei termini e con le modalità previste dall'art. 172 T.U.I.R.), e all'eliminazione dei dividendi infragruppo distribuiti nel periodo¹⁷⁹.

Esaurito il procedimento di consolidamento, i saldi contabili così "assestati" dell'incorporata saranno la base per la determinazione della differenza di fusione.

Una particolare ipotesi che occorre considerare concerne il consolidamento dei

¹⁷⁹ Cfr. per tutti Cappellotto L., *La fusione inversa tra riforma fiscale e societaria*, in *Corr. Trib.* n. 44/2004, p. 3447 ss.

saldi contabili a seconda del tipo di fusione espletata.

Nel caso di fusione per incorporazione, essendo stato redatto a tale data un bilancio di chiusura completo, la società incorporante prenderà in carico le attività e le passività nonché i saldi dei conti di patrimonio netto, incluso il conto acceso al risultato economico del periodo infrannuale, così come riportati nel bilancio di chiusura¹⁸⁰.

Nell'ambito del consolidamento dei saldi contabili, l'incorporante procederà all'eliminazione dei crediti e debiti reciproci che si estinguono per confusione ai sensi dell'art. 1253 c.c., mentre restano in vita, nell'ipotesi prevista dall'art. 1254 c.c., l'usufrutto o il pegno sui crediti acquisito dai terzi.

Non occorre procedere, invece, all'eliminazione delle altre poste reciproche di natura reddituale derivanti da operazioni compiute nel periodo fra incorporante e incorporata (ad esempio costi e ricavi per acquisti e vendite di beni e servizi, interessi attivi e passivi per finanziamenti concessi e ricevuti, ecc.) né gli eventuali utili e perdite conseguiti. Infatti, fino alla data di effetto della fusione, incorporante ed incorporata sono due entità distinte e i ricavi, proventi ed utili scaturenti dalle operazioni compiute fra di loro sono "realizzati" e figurano distintamente nei rispettivi bilanci. Questo anche tenendo in considerazione che essi concorrono a formare l'utile del periodo dell'incorporata, del quale gli accordi di fusione potrebbero aver contemplato la distribuzione ai soli soci dell'incorporata, senza, quindi, portarlo ad aumento del suo patrimonio netto (ipotesi, questa, molto concreta nell'incorporazione di una società di persone in una società di capitali, dove i soci

¹⁸⁰ Il procedimento è identico anche per quanto concerne la fusione propria con l'unica variante data dall'eliminazione della partecipazione.

hanno un vero e proprio “diritto agli utili”¹⁸¹.

Se l’incorporata è una società di capitali partecipata dall’incorporante ed ha distribuito dividendi a quest’ultima prima della data di effetto della fusione, l’utile registrato nella contabilità dell’incorporante non è eliminato per la ragione sopra esposta, mentre saranno eliminati i relativi crediti e debiti reciproci se il dividendo non è stato ancora corrisposto. Per quanto riguarda le eventuali poste reciproche dei conti d’ordine, si elideranno parimenti quelle, di uguale importo, che rappresentano obbligazioni o impegni reciproci, mentre non si estinguono di norma, ai sensi dell’art. 1255 c.c., le fideiussioni o altre garanzie prestate a terzi dalla società risultante dalla fusione per debiti delle società fuse e viceversa. Si procederà inoltre all’eliminazione della partecipazione nell’incorporata ed all’eliminazione dei saldi dei conti accesi al capitale sociale ed alle riserve, salvo quelle da ricostituire ai sensi dell’art. 172 T.U.I.R. in presenza di “avanzo di fusione”. È opportuno che, per ragioni di chiarezza, le poste dell’attivo e del passivo provenienti dall’incorporata

¹⁸¹ Dal punto di vista economico la fusione (come anche la scissione), quando comporta il trasferimento del controllo sull’azienda della società incorporata, equivale ad un acquisto di azienda ed è dunque un’operazione di scambio. La conferma di quanto sostenuto, pare trovarsi nella disciplina dettata dall’art. 2504-bis c.c., come modificato dalla riforma del diritto societario: il quarto comma della disposizione prescrive che nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e le passività siano iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione, aggiungendo che «se dalla fusione emerge un disavanzo, esso deve essere imputato, ove possibile, agli elementi dell’attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dal n. 6) dell’art. 2426 c.c. ad avviamento»; tale ultima disposizione permette l’iscrizione nell’attivo dell’avviamento solo ove esso sia «acquisito a titolo oneroso», nei limiti del costo per esso sostenuto. Si è osservato, al riguardo, che «nell’ipotesi di disavanzo da annullamento, l’avviamento deriva, in un certo qual modo, da un acquisto a titolo oneroso dal momento che la società incorporante ha acquisito la partecipazione nell’incorporata ad un valore superiore rispetto al patrimonio netto di quest’ultima. La fusione per incorporazione comporta, infatti, nel bilancio della società incorporante, la sostituzione di un bene di secondo grado, quale la partecipazione, con beni e diritti di primo grado. In altre parole, in luogo del valore della partecipazione posseduta nella società incorporata vengono indicati beni che integrano l’azienda sottesa alla stessa società; il prezzo della partecipazione, pertanto, viene imputato ai beni che ne hanno giustificato la corresponsione da parte della società acquirente (incorporante). Sul punto si vedano: Fico D., *Aspetti civilistici e fiscali del disavanzo da annullamento imputato ad avviamento*, in *Le società*, 1998, p. 471 ss; D’Aluro G., *Differenze di fusione e riforma del diritto societario*, in *Le società*, 2004, p. 669 ss; Caratozzolo M. *I criteri di formazione del primo bilancio successivo alle fusioni e scissioni*, cit., p. 1340 ss. Per ulteriori approfondimenti si veda sul testo del presente paragrafo.

siano iscritte, nella contabilità dell'incorporante, in conti distinti da quelli relativi alle medesime poste dell'incorporante.

In un procedimento di *M&A* sono inoltre assai importanti, ai fini contabili e giuridici, le c.d. differenze di fusione che si distinguono in: differenze “da concambio” e “da annullamento”. Le prime si originano nella fusione fra soggetti indipendenti non legati da rapporti di partecipazione e sono determinate dalla differenza fra il valore dell'aumento di capitale sociale della società incorporante e la quota di patrimonio netto contabile della incorporata di competenza dei soci terzi. In particolare può emergere un *disavanzo da concambio* nel caso in cui il valore dell'aumento del capitale dell'incorporante sia maggiore rispetto alla corrispondente quota di terzi del patrimonio netto dell'incorporata, ovvero un *avanzo da concambio* nel caso in cui il valore dell'aumento del capitale dell'incorporante sia minore rispetto alla corrispondente quota di terzi del patrimonio netto contabile dell'incorporata.

Nelle incorporazioni in cui vi è più di una società incorporata, possono aversi contemporaneamente un disavanzo per una o più società ed un avanzo per altre società¹⁸². Analogamente, nelle fusioni proprie che interessano almeno due società

¹⁸² Come si è visto, nel caso di incorporazione di società interamente o parzialmente posseduta, il disavanzo di fusione esprime la differenza tra il valore del patrimonio netto dell'incorporata ed il prezzo pagato per l'acquisto delle partecipazioni: la sua utilizzazione serve a «riallineare» il valore contabile del patrimonio netto dell'incorporata al costo delle partecipazioni, mediante la considerazione di valori, come quello dell'avviamento, ignorati nel bilancio d'esercizio dell'incorporata. Cfr. Cass. 25 febbraio 2002, n. 2716, in *Impresa*, 2002, p. 682 ed in dottrina si veda Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 72, *Imputazione del disavanzo “da concambio” nella fusione e nella scissione (art. 2504-bis, comma 4, c.c.)*, reperibile sul sito internet www.scuolanotariatodellalombardia.org in cui si sostiene che: “Il principio della continuità dei bilanci in sede di fusione [...] implica che, di regola, il capitale sociale della società risultante dalla fusione non possa eccedere la somma del capitale sociale e delle riserve delle società partecipanti alla fusione. Tale assunto è peraltro suscettibile di deroga in caso di disavanzo ‘da concambio’, dovuto alla differenza tra il capitale sociale dell'incorporata *ante* fusione e l'aumento di capitale sociale deliberato dall'incorporante a servizio della fusione, in misura necessaria per soddisfare il rapporto di cambio, qualora non vi siano sufficienti riserve (nel patrimonio netto dell'incorporata e/o dell'incorporante) per ‘coprire’ detta differenza. Deve infatti ritenersi consentita anche in questo caso – oltre che

possono aversi contemporaneamente avanzi e disavanzi da concambio. Quando sono interessate all'operazione più società incorporate o fuse, ai fini del calcolo delle differenze da concambio, l'importo dell'aumento del capitale sociale dell'incorporante è frazionato in più parti, in base al rapporto di cambio con ciascuna delle società incorporate. Analogo frazionamento in parti si effettua nelle fusioni proprie.

Le seconde si originano nella fusione fra soggetti legati fra loro da legami di partecipazione, e sono originate dalla differenza fra il valore della partecipazione nella società incorporata iscritto nel bilancio della società incorporante e la quota di patrimonio netto contabile della incorporata di competenza dell'incorporante. In particolare, se il valore contabile della partecipazione annullata è superiore alla quota di pertinenza nel patrimonio netto contabile dell'incorporata, la differenza costituisce il *disavanzo da annullamento*; se la differenza è negativa, essa costituisce l'*avanzo da annullamento*¹⁸³.

Nel caso più semplice, che ricorre con una certa frequenza, di società incorporante che sia socio al 100% dell'incorporata, non vi è concambio e non vi sono differenze

nell'ipotesi di disavanzo "da annullamento", pacifica in giurisprudenza e in dottrina – l'imputazione del disavanzo da concambio 'agli elementi dell'attivo e del passivo [...] a norma dell'art. 2504-bis, co. 4°, seconda frase, c.c.'".

¹⁸³ Per gli approfondimenti del caso si vedano i contributi di: Bianchi L. A., *Art. 2504-bis, comma 4 – Il primo bilancio successivo alla fusione*, in *Commentario Marchetti P., Trasformazione fusione scissione*, a cura di Bianchi L. A., Milano, 2006, p. 872. Secondo l'A., tra l'altro: "il disavanzo da annullamento [...] può ritenersi [...] espressione [...] di un maggior valore che i singoli beni, unitariamente considerati, hanno, giustificando il mantenimento in bilancio del plusvalore della partecipazione rispetto al patrimonio netto contabile della partecipata-incorporanda", "all'infuori del caso in cui la fusione venga effettuata contestualmente all'acquisto della partecipazione e il patrimonio dell'incorporata non abbia subito variazioni dopo quella data". D'altronde, l'indiretta attribuzione (mediante la quantificazione del prezzo della partecipazione) a singoli beni di primo grado di un valore maggiore rispetto a quello espresso nelle scritture contabili della società partecipata è strutturalmente dovuta alla tendenziale sottostima degli *assets* e alla tendenziale sovrastima di debiti o rischi, in seguito all'applicazione dei criteri prudenziali di valutazione. Sull'argomento in generale, si vedano anche: Garegnani G. M., *La rappresentazione delle operazioni di fusione nel bilancio d'impresa. Le tendenze in atto*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2002, p. 585; Bianchi L. A., *Le «differenze» da annullamento della partecipazione nel «primo bilancio successivo alla fusione» (art. 2504 bis, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Campobasso G. F.*, diretto da Abbadessa P., Portale G. B., vol. 4, Milano, 2007, p. 333 ss.

da concambio. Quando la partecipazione dell'incorporante nell'incorporata è inferiore al 100%, il concambio delle azioni o quote si effettua solo per le partecipazioni in possesso dei soci diversi dall'incorporante. In questa ipotesi si avranno contemporaneamente: 1) un avanzo o disavanzo da annullamento, in relazione alla partecipazione dell'incorporante che viene annullata; 2) un avanzo o disavanzo da concambio per la differenza tra l'aumento di capitale attribuito agli altri soci e la quota del patrimonio netto contabile della società fusa di loro pertinenza¹⁸⁴.

Per quanto riguarda la composizione del patrimonio netto contabile dell'incorporata da confrontare col valore della partecipazione per determinare la differenza da annullamento, occorre considerare se sia stata pattuita o meno la retrodatazione reddituale e contabile. Ove sia stata pattuita la retroattività reddituale e contabile (di solito alla data di inizio dell'esercizio dell'incorporante nel corso del quale si ha il compimento del procedimento) oppure sia stato convenuto, con patto parasociale, che l'utile del periodo risultante dal bilancio di chiusura spetti ai *soliti* soci dell'incorporata (e dunque esso non può andare ad accrescere il patrimonio di quest'ultima trasferito all'incorporante), il patrimonio netto è pari a quello risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio anteriore a quello in cui si compie l'operazione, in assenza di operazioni che abbiano interessato le altre voci del patrimonio netto.

Ove non sia stata pattuita la retroattività reddituale e contabile della fusione, e non

¹⁸⁴ Si ritiene che la nuova disciplina delle differenze di fusione dell'art. 2504 *bis* c.c. si applichi sia alle differenze da concambio che alle differenze da annullamento, per le seguenti ragioni: - la norma in questione non opera alcuna distinzione fra i due tipi di differenze, né differenze risultano dalle relazioni alla legge delega ed al decreto delegato; - la disciplina prevista contiene i necessari margini di elasticità per la sua applicazione a differenze di fusione aventi natura diversa; - l'intento del legislatore è stato quello di fornire una disciplina *completa* del fenomeno delle differenze di fusione; - il legislatore tributario, all'art. 172 del T.U.I.R. fornisce anch'esso una disciplina che riguarda sia le differenze da concambio che le differenze da annullamento. Va poi osservato che, applicandosi la disciplina civilistica delle fusioni a qualsiasi operazione straordinaria di tale natura anche se effettuata nell'ambito dei gruppi di imprese, il trattamento contabile degli avanzi e disavanzi previsto dall'art. 2504-*bis* c.c. si applica sia alle fusioni fra società "indipendenti" sia alle fusioni fra società "assoggettate ad un comune controllo".

sia stata prevista la distribuzione dell'utile del periodo risultante dal bilancio di chiusura, ad esclusivo vantaggio dei soci della società incorporata, tale risultato va a costituire, insieme al capitale sociale ed alle riserve, l'importo del patrimonio netto contabile alla data di efficacia reale della fusione, da utilizzare per il computo del disavanzo o dell'avanzo.

Per quanto concerne gli aspetti contabili del disavanzo, l'art. 2504 *bis* 4° co. c.c., stabilisce che *“esso deve esser imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dal n. 6 dell'art. 2426 ad avviamento”*. La norma in questione è analoga a quella dei co. 2° e 3° dell'art. 33 del D.Lgs. n. 127/1991 sul trattamento contabile delle differenze di consolidamento, stabilendo che le differenze *contabili* sono anzitutto imputate, anche qui *“ove possibile”*, agli elementi dell'attivo e del passivo delle imprese incluse nel consolidamento e, se l'imputazione non è possibile, o se residua una ulteriore differenza, questa è considerata avviamento, iscritta all'attivo ed ammortizzata ai sensi dell'art. 2426, n. 6) c.c.; *se invece non può essere considerata avviamento*, è eliminata dall'attivo, portandola in detrazione dalla riserva di consolidamento.

L'imputazione agli elementi dell'attivo e del passivo effettuato sulla base di una situazione contabile espressa a valori correnti e mediante rettifiche extra-contabili, così come previsto dalla normativa sopra indicata, comporta l'iscrizione delle imposte differite ed anticipate a fronte di tali rettifiche extracontabili. Tali imposte, data l'irrilevanza fiscale dei plus/minusvalori emersi dal procedimento di fusione secondo l'attuale normativa tributaria, avranno l'obiettivo di neutralizzare i maggiori o minori carichi fiscali che potranno emergere negli esercizi successivi.

La norma dell'art. 2504 *bis* c.c., per quanto riguarda la porzione di disavanzo non assorbita dai valori correnti delle attività e passività dell'incorporata, non fa un riferimento *esplicito* ad un trattamento contabile diverso da quello dell'iscrizione a titolo di avviamento¹⁸⁵. Si ritiene, però, che qualora l'avviamento non vi sia, o sia di importo inferiore a quello della differenza residua, l'importo non allocato ad avviamento non possa essere iscritto in bilancio e debba ricevere il trattamento che è il più consono rispetto alla sua natura economica¹⁸⁶. Questa conclusione è basata non solo sulla necessità di osservare pur sempre il principio di veridicità e correttezza del

¹⁸⁵ A fronte del silenzio normativo circa i criteri che devono essere seguiti per l'imputazione del disavanzo da annullamento agli elementi patrimoniali, preliminarmente si pone la questione circa il limite quantitativo di rivalutazione dei singoli elementi patrimoniali di pertinenza della società partecipata-incorporata. Secondo la concorde lettura aziendalistica, le rivalutazioni devono effettuarsi sino al valore corrente (*fair value*) degli elementi medesimi, nella logica della loro funzionalità rispetto al complesso produttivo derivante dall'operazione straordinaria, nonché economicamente recuperabile tramite i risultati economico-finanziari che i beni medesimi contribuiranno a generare per la società risultante dalla fusione o scissione. Non risulta, pertanto, sufficiente l'effettiva sussistenza dei valori correnti, dovendosi verificare l'ulteriore condizione che i medesimi, inseriti nell'ambito del capitale di funzionamento, non eccedano il loro valore economicamente recuperabile. Resta, ad ogni modo, fermo il limite massimo di rivalutazione nell'ammontare del disavanzo, non potendosi, complessivamente superare il valore di carico della partecipazione. Nella letteratura aziendalistica si vedano: Caratozzolo M., *I criteri di formazione del primo bilancio post fusione*, cit., p. 1464, e, in quella giuridica, Tamburini M., *Art. 2504 bis*, in *Commentario Maffei Alberti*, vol. IV, Padova, 2005, p. 2562-2563. In particolare, secondo quest'ultimo Autore, "l'inciso «ove possibile» deve intendersi nel senso che l'imputazione del disavanzo ad incremento del valore di elementi dell'attivo è consentito nei limiti in cui il valore così rivalutato non superi il loro valore equo", "con ciò introducendo, ancorché in forma limitata e parziale, qualcosa di analogo al criterio del «*fair value*»". Si consulti altresì Onesti T., *Alcune considerazioni sul trattamento contabile delle differenze di annullamento nella fusione per incorporazione*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2003, p. 1290-1291, secondo il quale: "Nei casi in cui esistano dubbi in merito alla recuperabilità di tali valori (sulla base, in particolare, della capacità di ammortamento dei beni strumentali), la rivalutazione di detti beni non deve essere effettuata, rimanendo perciò circoscritta ai soli beni accessori. Il disavanzo di fusione, seguendo questo approccio, troverebbe allocazione principale nel valore corrente degli elementi patrimoniali riconducibili alla categoria del capitale "accessorio". Questi beni, infatti, potendo essere distolti dall'economia dell'azienda senza mettere in pericolo la continuazione dell'attività aziendale, una volta rivalutati rispetto al loro valore storico, producono effetti marginali – se non addirittura nulli – sulla prospettiva redditività tipica aziendale, salvaguardando in tal modo le condizioni di duraturo equilibrio economico d'impresa".

¹⁸⁶ Per quanto riguarda la rilevazione dell'avviamento in sostituzione del disavanzo di fusione, essendo l'ammortamento dell'avviamento fiscalmente indeducibile ai sensi dell'art. 172, 2° co., T.U.I.R., sarebbe necessario iscrivere, a fronte di esso, un'imposta differita. Questo argomento non è trattato in modo specifico dal Principio contabile 25. Tuttavia, il Principio contabile internazionale IAS 12 "Imposte sul reddito", in particolare ai paragrafi 15 a), 21 e 21 A, *non consente* l'iscrizione di imposte differite a fronte della rilevazione iniziale dell'avviamento derivante da un'aggregazione aziendale (*business combination* ai sensi del documento IFRS 3). Ma il successivo par. 21 B consente la rilevazione delle imposte differite nella particolare ipotesi ivi prevista (in cui si manifesta una differenza temporanea imponibile che *non è connessa* alla rilevazione iniziale dell'avviamento).

bilancio e, nel caso specifico, quello di prevalenza della sostanza economica sulla mera forma giuridica, ma anche sull'applicazione analogica delle disposizioni del co. 3° dell'art. 33 D.Lgs. n. 127/1991.

L'individuazione della natura economica delle differenze di annullamento e la conseguente determinazione del loro corretto trattamento contabile, è tanto più sicura ed affidabile quanto minore è il lasso di tempo che intercorre tra l'acquisizione della partecipazione di controllo e la successiva incorporazione della partecipata. Se fra le due operazioni passano vari anni, l'individuazione della natura delle differenze di fusione diviene più difficile, potendo assumere una natura ibrida¹⁸⁷.

Il disavanzo da annullamento dipende principalmente da una delle seguenti cause:

a) il costo della partecipazione è maggiore del patrimonio netto contabile della partecipata perché all'atto dell'acquisto della partecipazione si è tenuto conto delle plusvalenze latenti dei beni e dell'avviamento della partecipata, di "entità immateriali" non iscritte in bilancio (marchi, *know-how*, ecc.), delle sinergie derivanti dall'inserimento della partecipata nel gruppo di società che fa capo alla partecipante o di un premio di maggioranza per l'acquisizione del controllo; b) la partecipata, dall'acquisto della partecipazione all'epoca della fusione, ha subito perdite d'esercizio, che, non essendo state ritenute "durevoli" non hanno provocato una corrispondente svalutazione della partecipazione; c) la partecipazione ha subito nel corso del tempo rivalutazioni per effetto delle varie "leggi speciali", mentre i beni della partecipata non sono stati rivalutati; d) il costo pagato a suo tempo per l'acquisto della partecipazione è stato eccessivo rispetto al valore economico effettivo della medesima, a causa dell'influenza di fattori extraeconomici (ad

¹⁸⁷ Cfr. Garegnani G. M., *La rappresentazione delle operazioni di fusione nel bilancio d'impresa. Le tendenze in atto*, cit., p. 585.

esempio l'esigenza di assicurarsi il controllo di un'impresa concorrente) o perché l'acquisto ha risentito della maggior forza contrattuale del venditore¹⁸⁸.

Se il lasso temporale fra l'acquisizione della partecipazione e la fusione è ampio, le cause sopra indicate possono combinarsi fra loro, per cui, ad esempio, nell'ipotesi *sub a*) (che dovrebbe essere quella normale e ricorrente nella gran maggioranza dei casi) la differenza originaria può essersi ridotta per l'incremento subito dal patrimonio netto della partecipata a seguito di riserve di utili, che non provocano un corrispondente incremento nella partecipazione valutata al costo, oppure, al contrario, quella differenza può essersi incrementata per le perdite subite nei vari anni dalla partecipata, che non hanno comportato una corrispondente svalutazione della partecipazione.

Nell'imputazione del disavanzo da annullamento così come previsto dalla norma,

¹⁸⁸ È assai importante considerare che, al fine di evitare scelte casuali e arbitrarie, garantendosi, piuttosto trasparenza e tracciabilità nel procedimento di imputazione, qualora il disavanzo sia inferiore al limite di rivalutazione complessivamente considerato per tutti gli elementi patrimoniali rivalutabili, nella dottrina giuridica si ritiene che gli amministratori dovrebbero preferibilmente seguire (pur senza disconoscersi la loro discrezionalità tecnica) l'ordine delle classi di attività come iscritte nello schema legale dello stato patrimoniale. In altri termini, le immobilizzazioni (art. 2424 c.c., co. 1°, voce "attivo", lett. b) c.c.) immateriali dovrebbero avere la precedenza sulle immobilizzazioni materiali e, a loro volta, su quelle finanziarie (ma solo qualora siano iscritte al costo e non con il metodo del patrimonio netto). Non vi sono ostacoli all'imputazione (in subordine) anche in relazione all'attivo circolante (art. 2424, co. 1°, voce "attivo", lett. C, c.c.). Qualora, poi, il riallineamento del valore dei beni della società incorporata, sino al relativo valore corrente, non esaurisca il disavanzo da annullamento, la differenza residua può essere sottoposta ad uno dei trattamenti di seguito riportati: 1) ove la differenza derivi dal maggior valore del complesso aziendale rispetto alla semplice somma dei valori assegnabili ai singoli elementi patrimoniali, in ragione della capacità di reddito prospettica, la medesima differenza rappresenterà il valore attribuibile all'avviamento e come tale verrà iscritta in bilancio, nel rispetto delle condizioni previste dall'art. 2426, co. 1°, n. 6, c.c.; 2) nell'ipotesi in cui la differenza si sostanzia in un effettivo minor valore della società incorporata rispetto al valore di iscrizione della partecipazione che la rappresentava, l'operazione di consolidamento provocherà l'emersione di una minusvalenza latente sulla partecipazione medesima, da portare in diminuzione del patrimonio netto post fusione (compensabile eventualmente con una o più riserve), oppure, ove ciò non fosse possibile, da imputarsi immediatamente a conto economico; è esclusa, invece, l'iscrizione all'attivo quale costo pluriennale da ammortizzare, in quanto non dotato di utilità futura. Sul punto si vedano: Cagnasso O., *Artt. da 2504 a 2504-quater*, in *Commentario Cottino*, vol. III, Bologna, 2004, p. 2344-2345; Salafia V., *Criterio di iscrizione del c.d. disavanzo di fusione nel bilancio di esercizio successivo alla fusione*, in *Le società*, 2001, p. 1441; Perrotta M., Garegnani G. M., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 1999, p. 234, in particolare secondo quest'ultimo: "il disavanzo non può che essere imputato, quale componente negativo di reddito di natura straordinaria, nel sistema dei valori dell'incorporante, attesa la sostanziale analogia di tale valore con una svalutazione – peraltro legata ad elementi difficilmente considerabili di competenza – della partecipazione".

occorre far ricorso a valori correnti che siano provvisti di una loro “funzionalità” in relazione al loro inserimento nel complesso produttivo unificato risultante dalla fusione, e quindi che non siano incompatibili con la struttura produttiva preesistente dell’incorporante e possano essere economicamente recuperati attraverso i flussi finanziari e reddituali futuri che concorreranno a produrre.

La norma in commento parla di imputazione ai valori correnti “ove possibile”, con ciò significando non solo che i valori correnti, diversi da quelli contabili, devono essere *effettivamente sussistenti*, ma anche che essi, inseriti nel complesso del “capitale di funzionamento”, non devono poi essere superiori al loro “valore economicamente recuperabile”, come precisa l’art. 2426 c.c. sia per le attività immobilizzate che per quelle circolanti.

La differenza residua del disavanzo di annullamento non può essere considerata *sic et simpliciter* avviamento ed assoggettata al trattamento contabile previsto dall’art. 2426, n. 6) c.c.: è necessario valutare se l’avviamento effettivamente esista (ad esempio, potrebbe non esistere in quanto la società incorporata negli ultimi esercizi ha sostenuto perdite e non ha ancora riacquisito soddisfacenti condizioni di equilibrio economico e finanziario: la restante differenza costituirebbe in questo caso una perdita che emerge a seguito della fusione).

Conseguentemente, né i maggiori valori correnti delle attività, né l’avviamento possono essere iscritti nelle ipotesi in cui il disavanzo corrisponda all’importo di perdite pregresse dell’incorporata o di un “eccesso di costo” nell’acquisto della partecipazione, perché tale differenza non rappresenterebbe valori economici effettivamente esistenti e recuperabili con lo svolgimento della gestione.

In ipotesi di iscrizione dell’avviamento, questo va assoggettato ad ammortamento

in conformità delle disposizioni dell'art. 2426, n. 6) c.c., per tutta la durata della sua presunta vita utile. Inoltre, ai sensi del comma 3 dell'art. 2426, esso deve essere assoggettato al test di verifica del valore e, ove si manifestino perdite durevoli, il residuo costo non ancora ammortizzato deve essere ridotto o annullato. In proposito occorre tener conto della disposizione del n. 3-*bis*) dell'art. 2427 c.c. sulle riduzioni di valore applicate alle immobilizzazioni materiali ed immateriali, delle quali si è tenuto conto nei principi contabili 16 e 24 ai quali si rinvia.

Per la determinazione dei valori correnti delle attività (specie immobili e partecipazioni) e dell'avviamento, un importante punto di riferimento è costituito dalla relazione sulla fusione degli amministratori e degli esperti incaricati della valutazione della congruità del rapporto di cambio (*ex artt. 2501-quinques e 2501-sexies c.c.*) e dalla relazione di stima del professionista incaricato dagli amministratori della valutazione delle società che partecipano all'operazione.

Nelle ipotesi in cui il disavanzo da annullamento, in base alla sua origine e natura economica, corrisponda a perdite pregresse o ad un "eccesso di costo", analogamente a quanto previsto dall'art. 33 del D.Lgs. n. 127/1991 per il residuo positivo da consolidamento, esso è eliminato, portandolo a riduzione del patrimonio netto postfusione, compensandolo con una o più riserve o, se questo non è possibile, imputandolo al conto economico, come previsto dal Principio contabile 17 per il bilancio consolidato. Non si può procedere, invece, alla sua iscrizione all'attivo come una sorta di costo pluriennale da ammortizzare, in quanto esso non corrisponde ad un elemento patrimoniale fornito di utilità futura.

Molto importante è anche il disavanzo da concambio che si può originare sia nella incorporazione che nella fusione propria; esso deriva normalmente dalla mancata

coincidenza nei rapporti fra valori economici effettivi e valori contabili dei patrimoni netti delle società interessate e dal rapporto esistente, alla data di efficacia della fusione, tra il capitale sociale dell'incorporante e patrimonio netto contabile dell'incorporata¹⁸⁹. Al fine di assicurare l'effettività del nuovo capitale sociale, sarà necessario¹⁹⁰ che venga redatta la relazione di stima del patrimonio della società incorporata ai sensi dell'art. 2343 c.c. con riferimento alla data di efficacia reale della fusione.

Il disavanzo da concambio, tuttavia, potrebbe misurare solo parzialmente l'effettivo plusvalore dell'attivo netto acquisito con la fusione; conseguentemente esso è imputato, ove possibile, prioritariamente agli elementi dell'attivo e del passivo della società di cui si è acquisito il controllo e solo residualmente, nel rispetto delle condizioni previste dal n. 6 del co. 1° dell'art. 2426 c.c. ad avviamento. Per l'individuazione delle attività e passività di cui possa essere determinato un diverso valore corrente, occorre far riferimento ai dati figuranti nella relazione dell'organo amministrativo *ex art. 2501-quinquies* c.c. e nella relazione degli esperti *ex art. 2501-sexies* (nonché nella eventuale perizia di stima del patrimonio della società

¹⁸⁹ Nella fusione vera e propria, anziché all'incorporata, si farà riferimento alla società fusa; nel prosieguo si continuerà a riferirsi alla incorporata, per semplicità espositiva, ma quanto esposto vale anche per la società fusa in caso di fusione vera e propria. Parte della dottrina aziendalistica è portata ad attribuire alle differenze da concambio una natura puramente casuale ed a negare al disavanzo da concambio un significato economico; si ritiene che esso normalmente non corrisponda al costo di acquisizione del patrimonio netto dell'incorporata e, dunque, non possa essere sostituito dai maggiori valori correnti e dall'avviamento della incorporata medesima. La suddetta tesi che il disavanzo da concambio (anche quando in sostanza è dovuto al maggior apprezzamento del valore effettivo del patrimonio della società incorporata rispetto ai suoi valori contabili) non possa *mai* corrispondere, neanche in parte, a plusvalori latenti esistenti nel patrimonio dell'incorporata *dei quali si è tenuto conto nel determinare il rapporto di cambio, e quindi, nel determinare l'entità dell'aumento di capitale dell'incorporante a servizio della fusione*, non può essere condivisa. Ci si riferisce, in particolare, a quelle operazioni di fusione fra parti indipendenti in cui il rapporto di cambio, determinato a seguito di un negoziato fra le parti, esprime effettivamente il valore economico relativo delle due società interessate. Nelle ipotesi indicate, il disavanzo da concambio corrisponde, sul piano economico, ad *una parte* del "costo di acquisizione" dell'incorporata ed è giustificato da un effettivo maggior valore della incorporata rispetto al suo attivo netto contabile.

¹⁹⁰ Così come richiesto dalla dottrina e dalla Massima n. 72 del Consiglio Notarile di Milano del Novembre 2005 in tema di *Imputazione del disavanzo da concambio nella fusione e nella scissione*.

incorporata effettuata su richiesta dell'organo amministrativo di questa).

Da ultimo, occorre considerare le due fattispecie riguardanti l'avanzo da annullamento e da concambio.

Come prima indicato, la norma dell'art. 2504-*bis*, co. 4° c.c. stabilisce che “*se dalla fusione emerge un avanzo, esso è iscritto ad apposita voce del patrimonio netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri*”. Anche per l'avanzo da annullamento, così come per il disavanzo, è possibile individuare una pluralità di cause generatrici, che a distanza di anni possono combinarsi fra loro e rendere difficile l'attribuzione di una natura economica univoca: *a)* l'acquisto è stato effettuato a condizioni particolarmente vantaggiose. Ciò può essere dovuto all'acquisto in un'asta giudiziaria, nella quale si ha un meccanismo di ribasso progressivo del prezzo d'asta che consente acquisizioni vantaggiose, oppure ad esigenze di liquidità del venditore che lo inducono a concedere sconti significativi pur di vendere la partecipazione, o a ragioni di analoga natura; *b)* i beni della partecipata sono stati assoggettati ad una rivalutazione ai sensi di leggi speciali mentre la partecipazione non è stata rivalutata; *c)* nel periodo intercorrente tra l'acquisizione della partecipazione e la data di efficacia della fusione si sono formate riserve di utile nella partecipata, che non hanno comportato un corrispondente aumento nel valore contabile (costo) della partecipazione, cosa che sarebbe avvenuta se fosse stata valutata col metodo del patrimonio netto; *d)* l'acquisto è stato effettuato prevedendo oneri o perdite future della partecipata o tenendo conto dell'esistenza di un *badwill* per insufficiente redditività, che hanno influito sul prezzo; oppure il patrimonio netto contabile della partecipata è stato sopravvalutato a causa, ad esempio, della mancata iscrizione o del

sottodimensionamento di uno o più fondi rischi o della mancata svalutazione di immobilizzazioni o di partecipazioni per perdite durevoli di valore, di controversa determinazione¹⁹¹.

In base alle disposizioni dell'art. 2504-*bis*, co. 4° ultimo periodo, l'avanzo che abbia natura di utile, o che corrisponda a rivalutazioni dei beni della partecipata (ipotesi *sub a*), *b*) e *c*) è iscritto in apposita riserva di patrimonio netto, che assumerà la denominazione "Riserva avanzo di fusione", come previsto dal Principio contabile 28, oppure utilizzato per la ricostituzione, nel bilancio dell'incorporante, di riserve in sospensione, come previsto già dall'art. 172 del T.U.I.R.

Al contrario, l'importo che rappresenta il valore attuale di oneri o perdite futuri o un *badwill* per insufficiente redditività sarà iscritto, come previsto dalla norma menzionata, in un apposito fondo rischi, che assumerà una specifica denominazione, come ad esempio "Fondo rischi per oneri e perdite da fusione". Tale fondo sarà utilizzato nei successivi esercizi al verificarsi degli oneri, perdite e minori utili

¹⁹¹ Le molteplici origini dell'avanzo da annullamento sono presupposto del differente trattamento previsto dall'art. 2504-*bis*, co. 4° c.c., per cui: "se dalla fusione emerge un avanzo, esso è iscritto ad apposita voce del patrimonio netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri". In altri termini, e ciò lo si può notare in quanto osservato nel testo del presente paragrafo, la norma dispone il trattamento dell'eventuale avanzo da annullamento mediante: (i) l'iscrizione di una specifica riserva (disponibile) del patrimonio netto (cosiddetta riserva avanzo di fusione); oppure (ii) l'iscrizione in un apposito fondo rischi e oneri (denominato, ad esempio, fondo rischi per oneri e perdite da fusione), in ragione delle perdite o dell'insufficiente redditività prospettica che l'incorporata conseguirebbe: tale fondo deve essere impiegato negli esercizi successivi alla fusione, al momento del concretizzarsi degli oneri, delle perdite o dei minori utili ipotizzati. Il trattamento *sub (i)* riguarda le ipotesi in cui si riscontri un effettivo maggior valore della società partecipata-incorporanda (casi *sub a*), *b*) e *c*), mentre il trattamento *sub (ii)* è riferibile, appunto, alla (sola) ipotesi di "previsione di risultati economici sfavorevoli" (caso *sub d*). Si precisa, infine, che l'IFRS 3 (*International Reporting Financial Standards*) prevede una modalità di contabilizzazione dell'avanzo da annullamento non compatibile con la disposizione civilistica italiana. Infatti, tale principio contabile internazionale non contempla la possibilità di iscrizione di un *badwill* fra i fondi rischi o tra le riserve, ma impone che lo stesso venga annullato rettificando i valori delle attività e delle passività acquisite o il costo di acquisizione erroneamente definito. Infine, ove le rettifiche e gli accertamenti appena richiamati, non conducano all'integrale eliminazione dell'eccedenza del patrimonio acquisito rispetto al prezzo di acquisizione, il differenziale residuo costituisce un utile equiparabile a uno sconto di prezzo, e come tale, da imputarsi a conto economico. Per approfondimenti si vedano: Bianchi L. A., *Le «differenze» da annullamento della partecipazione nel «primo bilancio successivo alla fusione» (art. 2504 bis, comma 4°, c.c.)*, cit., p. 881; Salvioli G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 2005, p. 440.

previsti. Naturalmente, se l'avanzo fosse determinato, sia pure in parte, da una non corretta redazione del bilancio di chiusura, o del bilancio del precedente esercizio, ad esempio per l'ingiustificata o eccessiva capitalizzazione di costi, per l'omessa o insufficiente iscrizione di passività come fondi per rischi ed oneri, per l'iscrizione di imposte anticipate non recuperabili, prima di attribuire ad esso il trattamento contabile sopra indicato sarà necessario eseguire le necessarie rettifiche che ne ridurranno l'importo.

Infine, per quanto riguarda il disavanzo da concambio¹⁹² si può sostenere che rappresenta o una riserva assimilabile alla "riserva sovrapprezzo azioni", ovvero una generica riserva di capitale, e pertanto l'intero importo dell'avanzo è iscritto in una specifica riserva ("Riserva avanzo di fusione") come richiesto dall'art. 2504-*bis* c.c., ove non ricorrano le condizioni per una sua, sia pur parziale, iscrizione nel fondo rischi per oneri e perdite da fusione sopra menzionato. Inoltre, l'intero importo

¹⁹² In relazione alla natura del disavanzo da concambio, tradizionalmente la dottrina aziendalistica ne ha rilevato una genesi puramente casuale, escludendone qualsivoglia significato economico: introducendosi l'aumento di capitale sociale al servizio della fusione in una logica di valori convenzionali (affatto diversa rispetto a quella legittimante la definizione del concambio), il disavanzo raffigurerebbe un "semplice meccanismo contabile di matrice partiduplistica", non risultando in alcun modo attribuibile ai valori correnti delle componenti patrimoniali incorporate o all'avviamento della medesima società incorporata. In altri termini, secondo tale dottrina *de quo*, in assenza di alcun atto di alienazione o, comunque, non attuandosi alcuna operazione di uscita di beni dall'azienda, il disavanzo da concambio (come anche l'avanzo da concambio) non avrebbe alcun contenuto reddituale, rappresentando, piuttosto, una semplice posta di riequilibrio contabile avente origine casuale, da iscriversi contabilmente come posta rettificativa del patrimonio netto. Tale posta, quindi, dovrebbe essere compensata attraverso l'utilizzo di riserve esistenti nel patrimonio dell'incorporante. Qualora, poi, non vi siano riserve a sufficienza potrebbe anche verificarsi il presupposto della riduzione del capitale sociale, ai sensi degli artt. 2346 e 2347 c.c. In dottrina si vedano per gli approfondimenti dovuti: Provasoli A., *Valori di mercato e valori contabili. La sfida dell'impairment test*, in *Riv. dott. comm.*, 2003, p. 12. Per quest'ultimo A., "il valore contabile complessivo delle azioni emesse non ha alcun nesso né con il loro valore economico (fair value) né con il valore economico dei beni, diritti ed obbligazioni dell'impresa acquisita ed incorporata. L'allocazione della differenza da concambio, conseguentemente, non può, se non per caso, consentire di riesprimere in importi corrispondenti al rispettivo fair value l'insieme dei valori contabili degli elementi del patrimonio dell'incorporata"; Garegnani G. M., *La bozza del nuovo principio contabile Oic 4 – Fusione e scissione; note in merito al trattamento della differenza da concambio*, p. 1, scaricabile dal sito dell'Organismo Italiano di Contabilità (www.fondazioneoic.it); Perotta R., *Osservazioni sulla bozza Oic 4 del 25 gennaio 2007 sulla fusione*, p. 3 ss scaricabile dal sito dell'Organismo Italiano di Contabilità (www.fondazioneoic.it).

dell'avanzo (o parte di esso) nella prassi viene utilizzato per la ricostituzione delle riserve in sospensione d'imposta, ai sensi dell'art. 172 T.U.I.R.. Anche in questo caso, se il patrimonio netto contabile della partecipata non è stato determinato correttamente, occorre preliminarmente eseguire le rettifiche indicate con riferimento all'avanzo da annullamento.

A differenza di quanto avviene in ipotesi di disavanzo di fusione, in quella di avanzo da annullamento e da concambio, la legge non consente l'iscrizione di valori correnti delle attività e passività diversi dai valori contabili, né dell'avviamento: infatti, in ipotesi di valori correnti delle attività superiori ai valori contabili, se avvenisse una tale iscrizione con emersione di un plusvalore netto, essa aumenterebbe l'importo dell'avanzo, anziché ridurlo. Inoltre, mentre la sostituzione del disavanzo con i maggiori valori correnti delle attività (minori valori delle passività) e con l'avviamento rientra pur sempre nella logica dell'iscrizione di costi "storici" (il costo della partecipazione si trasferisce sulle attività e passività della partecipata), logica alla quale il nostro legislatore ha voluto attenersi, nel caso dell'avanzo si darebbe luogo all'iscrizione di valori correnti svincolati dal costo di acquisto della partecipazione.

2.3 ALCUNI PROCEDIMENTI SEMPLIFICATI: LA FUSIONE DI SOCIETÀ INTERAMENTE POSSEDUTE EX ART. 2505 C.C.

La prassi societaria, in ragione dei tempi e dei costi della fusione, ha da sempre rivolto agli operatori pressanti istanze di semplificazione del procedimento ordinario, anche in funzione dell'esigenza di modulare la procedura in rapporto alla complessità

dell'operazione ed alle dimensioni, generalmente medio-piccole ed a ristretta base sociale, delle società coinvolte.

Il legislatore della riforma ha in larga parte assecondato queste esigenze, in attuazione delle indicazioni della legge delega 3 ottobre 2001 n. 366, che in materia di fusione fissava l'obiettivo di "semplificarne e precisarne il procedimento, nel rispetto, per quanto concerne le società di capitali, delle direttive comunitarie"¹⁹³.

Accanto alla rinnovata disciplina dell'incorporazione di società interamente possedute, la riforma ha introdotto una vasta gamma di ulteriori semplificazioni, che vanno dalle norme applicabili all'incorporazione di società possedute al novanta per cento, alle semplificazioni procedurali previste per le fusioni a cui non partecipino società azionarie, ovvero ancora alle rinunzie ai termini o alle alterazioni procedurali consentite dagli artt. 2501-*ter* ultimo comma, 2501-*septies* co. 1°, 2501-*sexies* co.3° e 2503, co. 1° c.c.¹⁹⁴.

¹⁹³ Cfr. Magliulo F., *La fusione delle società*, in *Notariato e Nuovo Diritto Societario*, Collana diretta da Laurini G., II Edizione, 2009, p. 558 ss, che peraltro rileva che l'opera di semplificazione del legislatore della riforma non è priva d'imperfezioni e di condizionamenti derivanti da una malintesa interpretazione delle norme della direttiva comunitaria. Nello stesso senso si veda Scognamiglio G., *Le fusioni e le scissioni "semplificate" nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, 4, p. 889 ss; Di Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società*, in *Studi e materiali*, 2004, 1 - supplemento, p. 583; Santagata R., *La fusione (semplificata) di società non azionarie*, in *Il Nuovo Diritto delle Società* collana diretta da Abbadessa P., Portale G. B., 4, p. 313 ss; Atlante N., *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, Fondazione italiana per il notariato, Milano 2007, p. 17.

¹⁹⁴ Per meglio comprendere la dinamica societaria sottesa a questo tipo di fusione, è possibile riassumere le diverse casistiche nei seguenti punti: 1) Fusione per incorporazione di società interamente posseduta dall'incorporante: è l'ipotesi testualmente prevista dall'art. 2505 c.c., in cui la società ALFA incorpora la società BETA, della quale detiene l'intero capitale.; 2) Fusione per incorporazione, o propria, tra due o più società interamente possedute da uno stesso unico socio: Tizio possiede l'intero capitale della società ALFA incorporante e della società BETA incorporata ovvero Tizio possiede l'intero capitale della società ALFA e della società BETA che si fondono dando vita alla società GAMMA; 3) Fusione per incorporazione, o propria, tra due o più società possedute dagli stessi soci nelle medesime proporzioni e con identità di diritti: del capitale della società ALFA incorporante Tizio è titolare del 60%, Caio del 30% in piena proprietà e del 10% in nuda proprietà e di tale quota Sempronio è usufruttuario vitalizio, e nelle medesime percentuali e diritti gli stessi soggetti partecipano al capitale della società BETA incorporata; lo stesso dicasi ove le due società ALFA e BETA si fondano per dar vita alla società GAMMA; 4) Fusione in cui l'incorporante possiede una parte del capitale dell'incorporanda e la residua parte del capitale stesso è posseduta dagli stessi soci dell'incorporante nelle medesime proporzioni e con identità di diritti: del capitale della società ALFA incorporante Tizio è titolare del 60%, Caio del 30% in piena proprietà e del 10% in nuda proprietà e di

Più di recente il d.lgs. 13 ottobre 2009 n. 147 (pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 254 del 31 ottobre 2009 ed in vigore dal 15 novembre 2009), in attuazione della direttiva comunitaria 2007/63/CE e della delega contenuta nella Legge Comunitaria 2008 (art. 1 della legge 7 luglio 2009 n. 88), ha modificato gli artt. 2501-*sexies* e 2505-*quater* c.c., sancendo anche per le società azionarie la possibilità di omettere la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio, con il consenso di tutti i soci delle società partecipanti alla fusione, con ciò peraltro accogliendo un risultato a cui il notariato era già pervenuto in via interpretativa.

La quantità e la complessità delle questioni interpretative sollevate dalle norme semplificatrici in materia impongono però, per evidenti esigenze di sintesi e di completezza dell'indagine, di concentrare l'attenzione su caratteri, modalità ed ambito di applicazione della "fusione semplificata in senso proprio", quella cioè caratterizzata dall'incorporazione di società interamente possedute, che rappresenta

tale quota Sempronio è usufruttuario vitalizio, e del capitale della società incorporata BETA la società ALFA è titolare del 50%, Tizio è titolare del 30%, Caio del 15% in piena proprietà e del 5% in nuda proprietà e di tale quota Sempronio è usufruttuario vitalizio; 5) Fusione inversa ove la società incorporata detiene l'intero capitale della società incorporante: la società ALFA è incorporata dalla società BETA, della quale detiene l'intero capitale; 6) Fusione per incorporazione di tre o più società possedute l'una dall'altra "a cascata" o "a cannocchiale": la società ALFA incorpora la società BETA della quale detiene l'intero capitale ed anche la società GAMMA, il cui capitale è interamente detenuto dalla società BETA e così via; 7) Fusione di due o più società, una delle quali interamente posseduta da una terza, e l'altra posseduta in parte da quest'ultima e per la restante parte dalla prima: la società ALFA incorpora la società BETA della quale detiene l'intero capitale e la società GAMMA, il cui capitale è detenuto in parte da ALFA ed in parte da BETA; 8) Fusione propria da parte di due società una delle quali possiede l'intero capitale dell'altra: la società ALFA si fonde con la società BETA, della quale detiene l'intero capitale, dando vita alla società GAMMA; 9) Fusione per incorporazione, o propria, tra due società delle quali una detiene parte delle azioni dell'altra, mentre le altre azioni sono detenute in portafoglio dalla stessa incorporata: la società ALFA incorporante detiene il 95% delle azioni della società BETA, mentre il restante 5% del capitale è costituito da azioni proprie e pertanto detenute in portafoglio dalla stessa incorporata; 10) Fusione per incorporazione in cui la società incorporante con unico socio detiene una partecipazione in entrambe le società incorporande, mentre la restante partecipazione in ciascuna di esse è detenuta dall'altra società incorporata in modo incrociato: l'intero capitale della società ALFA incorporante è detenuto da Tizio, il quale detiene anche il 40% del capitale dell'incorporata BETA, il cui 60% è detenuto dalla società GAMMA, mentre il capitale di GAMMA, anch'essa incorporata, è detenuto da Tizio per il 70% e dalla società BETA per il 30%; 11) Fusione inversa "a cascata": la società ALFA è titolare dell'intero capitale della società BETA, che a sua volta detiene l'intero capitale della società GAMMA e la società GAMMA intende incorporare sia la società ALFA che la società BETA. A queste ipotesi vanno aggiunte tutte le fattispecie costituenti combinazione delle ipotesi contemplate.

l'ipotesi di gran lunga più ricorrente nella pratica¹⁹⁵.

La fattispecie disciplinata dall'art. 2505 c.c. presenta rispetto alla disciplina ante riforma (contenuta nel vecchio art. 2504-*quinquies* c.c.), la novità della possibile attribuzione del potere decisionale all'organo amministrativo, semplifica il procedimento ordinario, per l'ovvia ragione che la fusione, nel caso di specie, è diretta a sopprimere l'organizzazione economico-giuridica della società incorporanda, di cui la società incorporante detiene la titolarità esclusiva, in qualità di unico socio¹⁹⁶.

La disposizione in esame, com'è stato esattamente rilevato¹⁹⁷, non contempla una fattispecie nuova e diversa di fusione, ma si limita ad adeguare il procedimento al "fatto" del possesso da parte della società incorporante di tutte le azioni o quote della società incorporanda, che determina di per sé l'inapplicabilità di alcune delle regole proprie della fusione per incorporazione ed in special modo delle regole connesse alla determinazione del rapporto di cambio e ad alcuni adempimenti con funzione informativa endosocietaria.

¹⁹⁵ Le semplificazioni consistono nella possibilità di omettere la redazione delle relazioni degli organi amministrativi e degli esperti e la previsione, all'interno del progetto, delle indicazioni relative al rapporto di cambio, alle modalità di assegnazione delle azioni o quote ed alla data di partecipazione agli utili delle nuove partecipazioni, oltre alla già menzionata possibilità di traslare dai soci agli amministratori il potere di decidere l'approvazione del progetto. Sul punto cfr. Atlante N., *La fusione semplificata*, cit., p. 18.

¹⁹⁶ Per una completa disamina delle "semplificazioni" introdotte dal legislatore della riforma in materia di fusione si vedano: Atlante N., *ult. op. cit.*, p. 17 ss; Di Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società*, cit., p. 584 ss; Santagata R., *La fusione (semplificata) di società non azionarie*, cit., p. 314 ss. Per un loro inquadramento in una diversa prospettiva complessiva dell'istituto si veda Ferri Jr G., Guizzi G., *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, cit., p. 242 ss. Per alcune questioni operative di rilevante interesse si vedano anche: Zabban F., *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, in *Fondazione italiana per il notariato*, Milano 2007, p. 12 ss; Studio CNN *Rinunciabilità con il consenso unanime alla relazione degli esperti anche per le fusioni di società azionarie. La modifica dell'art. 2501-sexies*, a cura di Boggiali D., Ruotolo A.

¹⁹⁷ In tal senso si vedano: Di Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società*, in *Studi e materiali*, 2004, 1 - supplemento, p. 607; Miccoli R., *Commento art. 2505*, in *La Riforma delle società*, a cura di Sandulli M., Santoro M., Torino, 2003, p. 470 ss; Guerrera R., *Trasformazione, fusione e scissione*, in Abriani N. ed altri, *Diritto delle società di capitali (Manuale breve)*, Milano, 2003, p. 334 ss.

La relazione degli amministratori e quella degli esperti non sono necessarie perché, nel caso in esame, non vi possono essere soggetti potenzialmente danneggiati dalle *omission*, nei cui confronti quindi possano avere un senso le tutele ordinarie, essendo unico socio della società incorporanda la stessa società incorporante.¹⁹⁸

L'art. 2505 c.c. semplifica il procedimento ordinario in quanto la fusione ivi prevista sancisce sul piano giuridico un'unificazione economica di fatto già esistente, risolvendosi in una mera semplificazione organizzativa, in cui la sola struttura della società incorporante, che già detiene il patrimonio dell'incorporata, sopravviverà alla fusione¹⁹⁹.

¹⁹⁸ Si sottolinea, peraltro, come tale relazione non appaia superflua poiché si è comunque in presenza di socie di minoranza nell'incorporata e non può prescindersi dalla determinazione del rapporto di cambio (tanto che, a differenza di quanto avviene nell'ipotesi di cui all'art. 2505, il progetto di fusione deve contenere anche il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro, le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante e la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili). Sul punto si vedano: Brodasca M. T., *Sub art. 2505-bis*, in *Trasformazione-fusione-scissione*, Comm. Marchetti, Milano, 2006, p. 1002; Miserocchi L. A., in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2004, p. 379; Magliulo F., *La fusione delle società*, cit., p. 402; Scognamiglio G., *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, p. 906. Per un'analisi delle ulteriori argomentazioni si veda altresì la nota successiva del presente paragrafo.

¹⁹⁹ Com'è stato puntualmente sottolineato, se non vi fosse la norma in oggetto, sarebbe consentito apprestare le stesse semplificazioni procedurali oggi previste dall'art. 2505 c.c. È in questo senso che la norma in esame può essere considerata espressione di un principio generale, come tale applicabile a tutte quelle ipotesi di fusione che realizzano le stesse finalità di semplificazione dell'organizzazione economico-giuridica del gruppo, senza alterare le posizioni economiche e giuridiche dei soci. In tutte le ipotesi che nella sostanza economica e giuridica riproducono la fattispecie prevista dal legislatore, anche se differenti sul piano giuridico-formale, si palesa l'inutilità delle valutazioni patrimoniali finalizzate alla determinazione della congruità del rapporto di cambio e degli altri elementi informativi previsti nel procedimento ordinario. Tali dovranno essere riconosciute non solo le ipotesi in cui manchi del tutto il rapporto di cambio, ma anche quelle in cui la relativa determinazione sia per sua natura inidonea ad incidere sul valore della o delle partecipazioni detenute da tutti i soci delle società partecipanti alla fusione, restando affidata a meri criteri di adeguamento astratto-matematici. Manca in queste ipotesi qualsiasi elemento di discrezionalità nella determinazione del cambio e quindi quel carattere di negozialità che è tipico del "rapporto" tra le azioni o quote oggetto di concambio e che giustifica la disciplina dettata dal legislatore per assicurarne la congruità. Questa conclusione trova un'espressa conferma nella disciplina della scissione ed in particolare nella norma dell'art. 2506-ter c.c. che, in presenza di una scissione totale proporzionale a favore di beneficiarie di nuova costituzione, esclude la necessità della relazione degli esperti pur in presenza di un rapporto di cambio. Le conclusioni esposte, ormai condivise dalla prevalente dottrina, trovano conforto in un'analisi comparativa delle caratteristiche tipologiche della fusione ordinaria (o con rapporto di cambio) e di quella semplificata (o priva di rapporto di cambio). Cfr. Di Vita G. A., *ult. op. cit.*, p. 608; Civerra E., *Le operazioni di fusione e scissione, L'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy-out*, in *Riforma del Diritto Societario*, Ipsoa, 7, 2003, p. 167, il quale sottolinea che "è possibile soddisfare la *ratio* della norma non solo quando un reale concambio di quote o azioni non si

Non può, dunque, ravvisarsi alcun carattere di eccezionalità in tale procedimento, che si limita ad una semplificazione organizzativa, senza dar luogo, come accade nella procedura ordinaria, ad alcun mutamento economico e giuridico della posizione dei soci delle società partecipanti, in conseguenza della distribuzione delle partecipazioni sociali rappresentative della consistenza patrimoniale conseguente al processo di unificazione²⁰⁰.

realizza (fattispecie dell'incorporazione della società interamente posseduta), ma anche nelle ipotesi in cui l'attribuzione delle quote o azioni dell'incorporante ... avvenga (o debba avvenire) su basi puramente matematiche tali da non lasciare spazio ad alcuna discrezionalità da parte degli amministratori. A ben vedere è proprio di fronte a tale discrezionalità nella fissazione del rapporto di cambio che il legislatore ha pensato di creare un meccanismo di tutela e di informazione del socio"; Tantini G., *Operazioni sul capitale e operazioni sulle azioni nella fusione per incorporazione*, in *Giur. comm.*, 1984, II, p. 781. In giurisprudenza si vedano: Trib. Trieste 3 febbraio 1995, *Coincidenza dei soci dell'incorporata e della incorporante, ed applicabilità della procedura semplificata ex art. 2504-quinquies c.c.*, in *Riv. Not.*, 1996, 1-2, p. 292, con nota di Fimmanò F., *Fusione, rapporto di cambio ed art. 2504-quinquies*, in *Foro it.*, 1996, I, c. 2927; Trib. Trieste 14 febbraio 1995, *Coincidenza dei soci dell'incorporata e della incorporata, e applicabilità dell'art. 2504-quinquies c.c.*, in *Società*, 1995, p. 1190, con nota di Ianniello C., *Procedimento di fusione e applicazione analogica dell'art. 2504-quinquies*; Trib. Udine 18 agosto 1997-Trib. Udine 20 agosto 1997, *Applicabilità analogica del procedimento semplificato di fusione*, in *Società*, 1998, p. 82, con note di Montesano A., Inanniello C.; Trib. Milano 30 settembre 1994, in *Riv. not.*, 1995, p. 1115 ss. Dopo la riformasi vedano altresì i contributi delucidatori di: Magliulo F., *La fusione delle società*, cit., p. 585; Atlante N., *La fusione semplificata*, cit., p. 20 ss; Brodasca M. T., *Commento all'art. 2505*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da A.a.V.v., artt. 2498-2506-ter, Milano, 2006, p. 977 ss; Civerra E., *Le operazioni di fusione e scissione*, cit., p. 165 ss; La Porta G., *Un "caso particolare" di fusione semplificata*, in *Società*, 2004, 1, p. 25; Miccoli R., *Commento art. 2505*, cit., p. 470 ss; Scognamiglio G., *Le fusioni e le scissioni "semplificate" nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, 4, p. 908 ss; Salafia V., *La fusione per incorporazione di società interamente o al 90% possedute*, in *Società*, 2006, 1, p. 16; Miserocchi L. A., *La fusione*, in *Consiglio Notarile di Milano, Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, Milano, 2003, p. 376; Perrino M., *Sub art. 2505 e 2505-bis*, in *Società di capitali. Commentario cur. Niccolini-Stagno d'Alcontres*, III, Napoli, 2004, 1992; CNN, *Quesito n. 66-2009/I., Fusione inversa "a cascata"*, est. Ruotolo A.; cit.; Laurini G., *Manuale breve della s.r.l. e delle operazioni straordinarie*, p. 45; Massime elaborate dalla Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, *Massima n. 22* in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di atti societari (massima L.A.5)*.

²⁰⁰ La norma codicistica, in altri termini, formalizza in una previsione normativa espressa un principio già desumibile dal sistema ed in particolare dalla disciplina generale della fusione: la titolarità da parte dell'incorporante di tutte le azioni o quote della incorporanda determina la mancanza di un rapporto di cambio e la conseguente impossibilità (prima ancora che inutilità) di tutti quegli adempimenti che direttamente o indirettamente lo presuppongono. Le fusioni ordinarie o con rapporto di cambio (o forse meglio plurilaterali) hanno due o più centri di riferimento soggettivi, rappresentati dalle distinte compagnie sociali, che sono portatrici, nella fusione, di interessi contrapposti, contemperati e composti dagli amministratori nel progetto di fusione. In quest'ottica, il progetto rappresenta il momento contrattuale dell'operazione, perché in esso, con la determinazione del rapporto di cambio, si fissa il "prezzo" della fusione per le collettività di soci coinvolte nell'operazione. Diversamente dalla fusione semplificata, in quella ordinaria si perfeziona una duplice vicenda: la prima, riguardante l'aspetto sociale e quindi organizzativo, si esaurisce nel riassetto aziendale (che porta alla somma dei patrimoni delle società partecipanti); la seconda, che attiene al momento economico/contrattuale, consiste nella

composizione del rapporto tra le due o più compagini portatrici di interessi contrapposti. Le fusioni ordinarie sono, inoltre, caratterizzate da una manovra sulle partecipazioni sociali, in funzione del rapporto di cambio: se c'è rapporto di cambio non può non esservi una manovra sulle partecipazioni a servizio dello stesso. Tale manovra, necessaria ad attribuire le partecipazioni della società incorporante ai soci della società incorporata sulla base del rapporto di cambio, a giudizio della prevalente dottrina si esplica, nella sua modalità ordinaria, attraverso l'aumento del capitale della stessa società incorporante. Sul punto sembra di poter affermare, in contrario, che la fusione sia istituto autoreferenziale: nessun'ulteriore operazione sarà funzionalmente necessaria perché espliciti i suoi effetti la fusione, che, nella sua struttura minima, richiederà semplicemente una manovra sulle partecipazioni della società incorporante, concretantesi nella redistribuzione, sulla base del rapporto di cambio, delle partecipazioni costituenti il proprio capitale. Un eventuale aumento di capitale deliberato nell'ambito della fusione, non rappresentando un dato costante dell'operazione, non può considerarsi elemento essenziale del procedimento, ma rientra tra quegli elementi "naturali" che possono, ma non necessariamente devono, partecipare ad una determinata fattispecie negoziale e che, per tale ragione, non connotano né la causa né la struttura dell'operazione, ma possono arricchirne il regolamento. La fusione c.d. semplificata o senza rapporto di cambio (o forse meglio unilaterale), invece, ha un unico centro di riferimento soggettivo, rappresentato da un solo gruppo di soci, portatore perciò stesso di un unico interesse, non contrapposto ad altri. Manca, quindi, nell'operazione qualunque momento contrattuale, diretto a comporre interessi contrapposti: l'operazione si esaurisce in una mera riorganizzazione dei beni aziendali, in una vicenda sociale unica, rappresentata dalle somme dei patrimoni delle società partecipanti. La fusione c.d. semplificata è, quindi, priva di qualunque manovra sulle partecipazioni, che erano e restano nelle mani dell'unica collettività di soci partecipante all'operazione, senza alcuna attribuzione di partecipazioni dell'incorporante. L'operazione si esaurisce, pertanto, nell'annullamento del capitale della società incorporata, restando invariata la proporzione partecipativa dell'unico gruppo di soci nella società risultante dalla fusione. In questa particolare ipotesi di fusione non è possibile contemplare alcun aumento di capitale funzionale o strutturale all'operazione in quanto, mancando una pluralità di "parti", fanno difetto gli stessi destinatari dell'aumento. Ricorrendo ad una metafora calcistica, potrebbe dirsi che nella fusione c.d. semplificata la partita si gioca con una sola squadra in campo. Se, in conclusione, la fusione c.d. ordinaria presenta un aspetto prettamente gestorio (si ricordi che il progetto è redatto dagli amministratori), rappresentato dallo scopo di migliorare la produttività sfruttando le sinergie emergenti dalla somma dei patrimoni delle società partecipanti ed un altro di carattere strutturale, costituito dalla integrazione di due o più compagini sociali, nella fusione semplificata, priva di implicazioni strutturali e/o contrattuali coinvolgenti i soci, resta essenzialmente la portata gestoria, non coinvolgendo la collettività dei soci titolari direttamente e indirettamente di tutti i patrimoni delle società partecipanti. Si tratta di un'operazione, quella sul capitale, che si pone in rapporto di strumentalità con la fusione in corso, in quanto diretta a permetterne l'attuazione in conformità alle risultanze del progetto di fusione e del rapporto di cambio in esso contemplato. Peraltro, una volta sussunta nel procedimento, l'operazione viene sottratta ad alcune delle regole dettate per gli aumenti ordinari: non troveranno applicazione, in particolare, le regole di cui agli artt. 2441 e 2481-bis c.c. sul diritto di opzione o di sottoscrizione spettante ai soci della società che procede all'aumento, quelle di cui agli artt. 2438 e 2481 c.c. sulla necessità dell'integrale liberazione del capitale preesistente per l'esecuzione o l'attuazione dell'aumento del capitale, non trattandosi di un aumento di capitale finalizzato al reperimento di ulteriori risorse finanziarie, ma solo all'attuazione del rapporto di cambio, nè infine quelle sulla necessità della relazione di stima, quando il netto imputato a capitale non rinvenga da una società di persone, in quanto non vi è un conferimento di beni in natura, ma solo ri-allocazione del patrimonio sociale. Così espressamente: Magliulo F., *La fusione delle società*, cit., p. 406, che qualifica tale operazione sul capitale modificazione funzionale alla fusione e giustamente sottolinea che essa, una volta prevista, diventa intimamente connessa all'attuazione della fusione e potrà quindi avere effetto solo in quanto sia attuata la fusione stessa; Civerra E., *Le operazioni di fusione e scissione*, cit., p. 99; Atlante N., *La fusione semplificata*, cit., p. 20. In giurisprudenza si veda App. Bologna 11 novembre 1997, in *Giur. It.* 1998, p. 961 secondo cui: "nel caso di fusione per incorporazione tra due società possedute dagli stessi soci nelle medesime proporzioni, sul presupposto che il mancato aumento del capitale della società incorporante di un importo almeno pari al capitale dell'incorporata potrebbe arrecare un pregiudizio ai terzi creditori, comportando una complessiva diminuzione di quel particolare vincolo del patrimonio sociale che è rappresentato dalla sua appostazione a capitale. L'operazione trova, invece, piena legittimazione nel sistema della fusione, che è una riorganizzazione aziendale in cui per

Una questione ampiamente discussa in passato sembra oggi, anche sul piano operativo, aver trovato appagante soluzione nelle più moderne ed autorevoli ricostruzioni della dottrina²⁰¹. Già prima della riforma introdotta dal d.lgs. n. 6/2003, che peraltro tacendo sul punto ha lasciato inalterati i termini del problema, era discusso in quale momento dovesse sussistere il possesso totalitario delle partecipazioni dell'incorporata da parte dell'incorporante, ai fini dell'applicabilità delle semplificazioni di cui all'allora art. 2504-*quinquies* (oggi art. 2505 c.c.).

Un'interpretazione più restrittiva²⁰² riteneva che il possesso totalitario dovesse risultare dalla situazione patrimoniale di fusione e dovesse essere conseguito già al momento della sottoscrizione del progetto di fusione, sul presupposto che dalla situazione contabile della controllante, sulla base della quale era operata la fusione, doveva risultare il possesso di tutte le azioni o quote della controllata da incorporare, pena una connotazione di "infedeltà" del documento contabile.

In contrario si è rilevato che è assolutamente fisiologico che la consistenza patrimoniale delle società partecipanti alla fusione subisca modificazioni nel corso del procedimento in conseguenza del normale dinamismo dell'attività di impresa e che solo la presenza di modifiche sostanziali, di cui gli amministratori sarebbero

i soci non rileva l'ammontare nominale del capitale sociale, ma il rispetto della percentuale di partecipazione allo stesso e quindi la relativa posizione non esige particolari cautele in mancanza del rapporto di cambio, mentre la tutela della posizione dei terzi creditori è affidata al diritto di opposizione di cui all'art. 2503 c.c."

²⁰¹ Cfr. Fimmanò F., *Presupposti della procedura "semplificata" di fusione*, in *Tratt. teorico-pratico delle società*, Milano, 1999. p. 48; C.N.N. (estensore Stella Richter), *Appunto sull'art. 2504-quinquies del codice civile*, in *CNN Strumenti*, voce 1670, p. 16.1. - ed in C.N.N. - *Studi e Materiali*, 5.1., Milano 1998, p. 96; Manzini G., *Applicazione "iperestensiva" della procedura semplificata di fusione*, *cit.*, p. 41; *ID.*, *La fusione c.d. inversa (tecniche contrattuali)*, in *Notariato*, 1998, 4, p. 345; Spolidoro M., *Incorporazione di società interamente possedute*, *cit.*, p. 177.

²⁰² In questo senso si erano pronunciati in particolare Trib. Bologna 14 febbraio 1995, in *Le Società*, 1995, p. 1230; Trib. Napoli 14 febbraio 1996, in *Le Società*, 1996 p. 823 e Trib. Napoli 23 ottobre 1996, in *Le Società*, 1997 p. 86, che precisava che "è irrilevante che l'acquisto dell'intera partecipazione nella società incorporanda, non indicato nella situazione patrimoniale, risulti da atto pubblico ovvero emerga dalla delibera di fusione, poiché ciò che rileva non è l'acquisizione della certezza relativa alla cessione, ma l'osservanza delle norme regolanti il procedimento di fusione".

tenuti a dar conto all'assemblea, potrebbe pregiudicare il prosieguo dell'operazione²⁰³.

Negli altri casi, le modificazioni sono inidonee ad incidere sul procedimento in corso, a maggior ragione quando esse (nel caso in esame l'acquisizione delle azioni o quote dell'incorporanda necessarie a raggiungere il possesso totalitario da parte dell'incorporante) sono prefigurate nello stesso progetto e rappresentano, quindi, evento contemplato e condizionante l'applicazione della procedura c.d. semplificata.

Secondo altra impostazione²⁰⁴, riproposta in dottrina anche dopo la riforma²⁰⁵, il possesso totalitario sarebbe dovuto sussistere prima dell'adozione della delibera di approvazione del progetto di fusione, al fine di consentire al giudice dell'omologazione (oggi al notaio) di verificarne la sussistenza, atteso che esso costituisce condizione di legittimità della procedura semplificata.

A giudizio di alcuni, tale ricostruzione potrebbe dirsi superata dall'attribuzione al notaio del controllo generale di legalità prima devoluto all'autorità giudiziaria (a seguito della novella introdotta dall'art. 32 della legge 24 novembre 2000 n. 340, confermata dalla riforma), convergendo nello stesso soggetto (il notaio appunto) sia il controllo di legalità della delibera di approvazione del progetto che quello di legittimità dell'atto di fusione.

²⁰³ Cfr. Civerra E., *Le operazioni di fusione e scissione*, cit., p. 175 e ss, che riporta un'ampia ed articolata disamina degli argomenti addotti per confutare la tesi giurisprudenziale. Nello stesso senso Magliulo F., *La fusione delle società*, cit., p. 560. Già prima della riforma del 2003, ammettevano la possibilità di depositare un progetto di fusione senza rapporto di cambio, nel presupposto dell'acquisto di tutte le azioni dell'incorporanda da parte dell'incorporante Fimmanò F., *Fusione, rapporto di cambio ed art. 2504-quinquies*, in *Riv. Not.*, 1996, p. 296; Trib. Trieste 14 febbraio 1995, cit., p. 1190; Orientamenti del Tribunale di Milano in tema di omologhe, 1191, in *Giur. It.* 1991, IV, p. 519.

²⁰⁴ Cfr. Orientamenti del Tribunale di Milano in tema di omologhe, 1988 e 1997; Trib. Napoli 22 ottobre 1992, in *Riv. Not.* 1993, p. 464; Fimmanò F., *Presupposti della procedura "semplificata" di fusione*, cit., p. 48; Manzini G., *Applicazione "iperestensiva" della procedura semplificata di fusione*, cit., p. 41; Salvato L., *Le operazioni di fusione e di scissione*, Milano, 2005, p. 625.

²⁰⁵ Cfr. in tal senso Tamburini C., *Sub art. 2505*, in *Il nuovo diritto delle società*, IV, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 2659 ss; Miccoli R., *Sub artt. 2505- 2505 quater*, in *La riforma delle società, Commentario del D. lgs. 17 Gennaio 2003 n. 6*, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, 2003, p. 470-487.

A ben vedere, in realtà, questa stessa conclusione poteva essere accolta anche prima della riforma del procedimento di omologazione: è ben possibile, infatti, che il possesso totalitario, sussistente al momento della decisione in ordine alla fusione, venga meno prima della sottoscrizione del relativo atto ed è quindi evidente che il controllo su tale presupposto non può che essere svolto principalmente in tale sede e quindi devoluto alla competenza del notaio che riceve l'atto di fusione²⁰⁶.

In questo senso, del resto, si esprime anche l'art. 16 della III Direttiva CEE, che espressamente dispone che il notaio o l'autorità competente a redigere l'atto pubblico di fusione "deve verificare e certificare l'esistenza e la legittimità degli atti e delle formalità che devono essere compiuti dalla società presso la quale egli esplica la propria funzione nonché del progetto di fusione".

Può, dunque, condividersi la conclusione a cui giunge ormai la prevalente dottrina²⁰⁷ secondo cui il presupposto del possesso totalitario deve sussistere al momento della sottoscrizione dell'atto di fusione. Tale considerazione, riaffermata dalla massima L.A.4 del Comitato del Triveneto e dalla massima n. 22 della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, si basa sul corretto assunto che, qualora il presupposto del possesso totalitario non sussista al momento della sottoscrizione del progetto di fusione o della relativa delibera di approvazione, l'attuazione dell'operazione è in tal caso subordinata ad un evento futuro (acquisizione del possesso totalitario), il cui avveramento deve essere accertato in sede di stipulazione dell'atto di fusione.

²⁰⁶ Cfr. in questo senso Magliulo F., *La fusione delle società, cit.*, p. 561, il quale sottolinea che in ogni caso nell'attuale sistema, che affida il controllo di tutte le condizioni di legittimità al notaio, non può esservi dubbio sulla necessità di svolgere tale verifica in sede di perfezionamento dell'atto di fusione.

²⁰⁷ Cfr. DI Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società, cit.*, p. 612; Brodasca M. T. *Commento all'art. 2505, cit.*, p. 983; Atlante N., *La fusione semplificata*, in *Riv. not.* 2007, I, p. 641.

Correlativamente, non potrebbe essere validamente portata a conclusione un'operazione di fusione semplificata in cui il possesso totalitario, pur sussistente al momento del deposito del progetto e della relativa approvazione, venga meno prima del perfezionamento dell'atto di fusione.

E' altresì da escludere che il possesso totalitario possa verificarsi in un momento successivo a quello dell'atto di fusione o, addirittura, a quello di efficacia dell'intera operazione *ex art. 2504-bis c.c.*: il controllo di legalità dell'atto di fusione, come sostenuto da autorevole dottrina, deve essere coevo alla sua formazione e non può essere effettuato in epoca successiva alla sottoscrizione dello stesso²⁰⁸.

L'ipotesi presa in considerazione finora e risolta grazie ai decisivi spunti della più autorevole dottrina notarile è quella in cui il progetto di fusione (e la relativa deliberazione) contemplino già il successivo acquisto delle azioni o quote necessarie ad ottenere il possesso totalitario da parte dell'incorporante e quindi la dinamica procedimentale propria della fusione semplificata. Diverso è il caso, invece, in cui il progetto (e la relativa delibera di approvazione) prevedano un procedimento di fusione ordinario (quindi con rapporto di cambio), su cui si innesti, quale evento da essi non contemplato, l'acquisto della partecipazione totalitaria. Dovrebbe ipotizzarsi, in questa ipotesi, una modifica del progetto di fusione successiva alla sua approvazione, che, quand'anche in astratto ammissibile, non può certo essere affidata in questo caso alla discrezionalità dell'organo amministrativo²⁰⁹.

Per quanto concerne il capitale post-fusione nella fusione semplificata, come si è già avuto modo di affermare, al perfezionamento della fusione cd. semplificata non è funzionalmente preordinato alcun aumento di capitale, in quanto mancando una

²⁰⁸ Cfr. Magliulo F., *La fusione delle società*, cit., p. 563.

²⁰⁹ Si veda ampiamente Di Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società*, cit., p. 612-613.

pluralità di "parti" fanno difetto gli stessi destinatari dell'aumento; l'operazione si esaurisce nell'annullamento del capitale della società incorporata, restando invariata la proporzione partecipativa dell'unico gruppo di soci nella società risultante dalla fusione²¹⁰. Resta da chiedersi, però, se sia nell'autonomia delle parti la possibilità di effettuare, in occasione della fusione semplificata, un aumento o una riduzione del capitale della società incorporante; se cioè nel progetto di fusione possa trovare cittadinanza, e quale portata abbia, un'operazione sul capitale sociale.

Nella fusione ordinaria il rapporto di cambio non può assolutamente mancare ed è, quindi, immanente una manovra sulle partecipazioni; essa può essere attuata con la redistribuzione del capitale della società incorporante (soluzione da considerarsi di *default*) ovvero con l'aumento di capitale della stessa (soluzione tradizionalmente utilizzata nella pratica), o ancora con la distribuzione di azioni in portafoglio e così via²¹¹.

Se tra le soluzioni prospettate le società partecipanti scelgono di aumentare il capitale dell'incorporante a servizio del rapporto di cambio, tale aumento viene sussunto nella struttura dell'operazione tanto da divenire elemento essenziale del paradigma di quella determinata operazione fusoria. Analoghe considerazioni non sembra possano essere svolte per la fusione cd. semplificata. Da un lato l'impossibilità di far rientrare nella struttura della fusione semplificata una manovra sulle partecipazioni e dall'altro il principio di autonomia delle parti, inducono a riconoscere la possibilità di effettuare anche in questa fattispecie un aumento del capitale della società, ma, diversamente da quanto detto per la fusione ordinaria, tale

²¹⁰ Per tutti: Di Sabato F., *Sulla fusione e sulla scissione, dialogo con Floriano d'Alessandro e Alessandro Pedersoli*, a cura di Pescatore S., Di Sabato F., in *Riv. dir. impr.*, 1992, p. 161-193.

²¹¹ Cfr. Civerra E., *Le operazioni di fusione e scissione*, cit., p. 105-106; Santagata R., *Le Fusioni*, cit., p. 167; Magliulo F., *La fusione delle società*, cit., p. 406-407.

aumento del capitale sociale non potrà mai trovare giustificazione causale nell'operazione di fusione.

La presenza, nella fusione semplificata, di una sola collettività di soci quale riferimento soggettivo dell'operazione fa sì che l'aumento del capitale della società incorporante non possa essere elemento strutturale della fattispecie (in mancanza del rapporto di cambio), né tanto meno operazione che trovi la sua fonte in un accordo fusorio trasfuso nel progetto, per mancanza della controparte.

L'eventuale aumento del capitale sociale previsto in occasione di un'operazione di fusione semplificata sarebbe, quindi, un aumento di capitale solo occasionalmente deliberato in concomitanza con la fusione, ma del tutto estraneo al meccanismo fusorio e da ricondurre, quindi, ad un mero aumento nominale con passaggio di riserve a capitale (come disciplinato dall'art. 2442 c.c. per le S.p.A., dall'art. 2481-*ter* c.c. per le s.r.l. e dalle norme sulle modifiche dei patti sociali nelle società di persone). Detto aumento del capitale è, quindi, solo occasionalmente collegato alla fusione in corso (la collettività dei soci ha voluto la fusione nonché un aumento gratuito del capitale) e potrà, al più, essere ad essa eventualmente condizionato quanto all'efficacia (l'aumento gratuito potrà avere efficacia al momento in cui è approvato il progetto o al momento di efficacia della fusione ovvero anche essere condizionato al perfezionamento di essa).

Del tutto analogo è il discorso nell'ipotesi in cui la compagine sociale voglia procedere ad una riduzione del capitale sociale; detta riduzione, solo occasionalmente collegata all'operazione di fusione in corso, sarà disciplinata dall'art. 2445 c.c. per le S.p.A., dall'art. 2482 c.c. per le s.r.l. e dall'art. 2306 c.c. per le società di persone. L'inevitabile corollario di questo ragionamento è che, una volta enucleata

dall'istituto della fusione ed in particolare da quella cd. semplificata la struttura minima dell'operazione disegnata dal legislatore, le ulteriori vicende societarie ad essa occasionalmente collegate troveranno disciplina e riferimento normativo nelle norme di sistema e quindi in sede propria. Si pensi per tutti, a titolo esemplificativo, al problema dell'opposizione dei creditori in caso di riduzione del capitale sociale: in virtù delle conclusioni formulate non troverà applicazione il termine di sessanta giorni proprio della fusione, bensì il più lungo termine di novanta giorni previsto in sede propria e cioè dalla disciplina della riduzione volontaria del capitale.

Se nella fusione semplificata non vi è cittadinanza per un aumento o riduzione del capitale della società incorporante che sia funzionale alla fusione (diversamente da quanto può avvenire nelle fusioni non semplificate) ci si deve chiedere se la conclusione cui siamo giunti per il capitale sociale possa essere esportata a tutte le modifiche dello statuto della società incorporante nella fusione semplificata. Eventuali modifiche dello statuto della società incorporante, infatti, non potendo essere mai funzionalmente collegate alla fusione (nella fusione semplificata la collettività di soci di riferimento è sempre una soltanto), dovranno necessariamente sottostare alle norme di sistema che regolano la relativa fattispecie; si pensi, ad esempio, alle clausole statutarie non modificabili senza il consenso di tutti i soci (nelle società per azioni regolati dall'art. 2345 c.c.), all'introduzione o all'eliminazione di vincoli alla circolazione delle partecipazioni, o alla modificazione di quelli esistenti che incida sulla posizione individuale dei singoli soci: si immagini l'impatto di una clausola di gradimento che prescriva il possesso di particolari requisiti da parte dei soci e che colleghi alla loro perdita un diritto di riscatto delle

azioni da parte della società o degli altri soci²¹².

L'unica ipotesi in cui può, forse, ravvisarsi un collegamento funzionale tra la modifica statutaria ed il procedimento semplificato in corso è quella in cui vi sia l'esigenza di implementare lo statuto della società incorporante al solo ed esclusivo fine di consentire la prosecuzione di un'attività già svolta dall'incorporata, ma non prevista specificamente nello statuto dell'incorporante, per quanto con esso compatibile e quindi nei limiti di cui all'art. 2361 c.c.-. Tale modifica sembrerebbe porsi in rapporto di strumentalità con l'operazione di fusione in corso, in quanto diretta ad impedire l'interruzione di una o più attività già esercitate dall'incorporata.

Il 7° co. dell'art. 2501-*sexies* c.c., così come novellato dal d.lgs. 6/2003, prevede che agli esperti nominati per la redazione della relazione di cui al 3° e 4° co. dello stesso art. 2501-*sexies* c.c. è altresì affidata, in ipotesi di fusione di società di persone “con” società di capitali, la redazione della relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma dell'art. 2343 c.c. Fermandosi ad una interpretazione meramente letterale della norma (“fusione di società di persone con società di capitali”) si dovrebbe ritenere necessaria la relazione di stima in tutte le seguenti ipotesi: - fusione per incorporazione di una società di persone in una società di capitali; - fusione propria in cui una o più società di persone diano vita ad una società di capitali; - fusione per incorporazione di una società di capitali in una società di persone; - fusione propria in cui una società di persone ed una società di capitali diano vita ad una nuova società di persone. Può affermarsi, senza timore di smentite, che questa norma rappresenta un esempio emblematico di come il legislatore della

²¹² Ciononostante, pur trattandosi di modificazioni solo occasionalmente collegate alla fusione, è opportuno fare chiarezza in sede di delibera e precisare se la modifica sia destinata a produrre effetti immediati ed incondizionati ovvero debba avere efficacia con l'attuazione della fusione.

riforma sia talora intervenuto in modo maldestro e approssimativo²¹³.

Per comprendere appieno la reale portata del 7° comma dell'art. 2501-*sexies* c.c. è necessario, infatti, individuare la *ratio* della perizia di stima richiesta dall'art. 2500-*ter* c.c. (referente normativo in tema di trasformazione e quindi il più appropriato per valutare la fusione comportante trasformazione): la funzione di tale perizia, com'è noto, è quella di garantire l'integrità del capitale sociale in relazione al patrimonio apportato dalla società di persone e ciò in quanto per le società di persone non è prevista alcuna rigida disciplina né controllo sui valori e sugli appostamenti contenuti nel rendiconto.

Nell'ipotesi di fusione comportante trasformazione, la necessità di garantire tale effettività emerge solo nel caso in cui la società incorporante debba procedere ad un aumento del capitale per poter distribuire partecipazioni ai soci della incorporata, oppure in ipotesi di fusione propria di società di persone e di società capitali, allorché il capitale post-fusione sia determinato in misura superiore al capitale già esposto dalla s.p.a. o dalla s.r.l. partecipante alla fusione. Sarà, pertanto, necessaria la perizia di stima del patrimonio della società di persone incorporata in società di capitali nella sola ed esclusiva ipotesi in cui il netto patrimoniale della società di persone sia utilizzato per aumentare il capitale della stessa società di capitali incorporante²¹⁴.

²¹³ Anche il rinvio dell'ultimo comma all'art. 2343 c.c. deve considerarsi impreciso, in quanto nel caso in cui la società incorporante o quella risultante dalla fusione sia una s.r.l. esso va riferito più correttamente all'art. 2465 c.c.

²¹⁴ In questo si esprimeva già prima della riforma la prevalente dottrina. Per tutti Santagata C., *La fusione tra società*, cit., p. 197 e p. 397; *ID. La relazione di stima nella fusione eterogenea*, in *Società*, 1990, p. 944; Landolfi S., *Fusione tra società cooperativa e lucrativa*, in *Le Società*, 1990, p. 506; *ID. Il capitale post-fusione*, in *Le società*, 1992, p. 1349. Dopo la riforma, Magliulo F., *La fusione delle società*, cit., p. 253 ss; Atlante N., *La fusione*, in *CNN, Studi sulla riforma del diritto societario*, Milano 2004, p. 487; Civerra E., *Le operazioni di fusione e scissione*, cit., p. 28; Cacchi Pessani S., *Commento all'art. 2501-*sexies**, cit., p. 618 e *Massime elaborate dalla Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 27*. In senso parzialmente difforme e non condivisibile Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di atti societari (massima L.A.7), secondo cui la relazione di stima *ex art.* 2343 c.c. è necessaria: *a)* qualora la società risultante dalla fusione sia una società di nuova costituzione; *b)* qualora la società risultante dalla fusione sia una società di

Nessun pregio ha, in contrario, l'argomento secondo cui così facendo si consentirebbe di eludere la necessità della stima, consentendo l'appostazione in bilancio e quindi nel patrimonio della società di capitali di valori non verificati mediante perizia e che subito dopo la fusione potrebbero penetrare nel capitale della società mediante un aumento gratuito. L'eventuale imputazione a capitale, in un momento successivo alla fusione, dei valori emergenti dall'operazione è mediata dalla preventiva appostazione al bilancio della società incorporante di tali valori; la tutela dell'integrità del capitale è in tale ipotesi affidata proprio ai rigidi criteri dettati per l'appostazione dei valori al bilancio delle società di capitali ed alla correlativa responsabilità dell'organo amministrativo, così come accade per qualsiasi altro plusvalore eventualmente emergente dall'andamento economico dell'azienda sociale, la cui appostazione tra le riserve disponibili e successiva imputazione a capitale non è certo filtrata da alcuna valutazione peritale esterna alla società.

Il discorso fin qui svolto coinvolge anche la fusione disciplinata dall'art. 2505 c.c.; secondo l'opinione preferibile, infatti, è oggi possibile che una società di capitali sia unico socio di una società di persone, sia pure non in sede di costituzione ma successivamente, in forza della previsione contenuta nell'art. 2272 n. 4 del c.c.

Argomento decisivo in tal senso è, dopo la riforma, rappresentato dalla previsione dell'art. 2361, 2° co. c.c., che in tema di società per azioni dispone che “l'assunzione di partecipazioni in altre imprese comportante una responsabilità illimitata per le obbligazioni delle medesime deve essere deliberata dall'assemblea; di tali partecipazioni gli amministratori danno specifica informazione nella nota integrativa del bilancio”.

capitali preesistenti che, per effetto della fusione, aumenti il patrimonio netto. La necessità della stima a fronte di un'imputazione al patrimonio netto anziché al capitale sociale contrasta, infatti, con i principi esposti nel testo ed ormai accolti dalla dottrina prevalente.

Orbene, applicando letteralmente la disposizione contenuta nell'art. 2501-*sexies* co. 7°, anche la fusione di società di persone interamente posseduta in società di capitali richiederebbe la perizia di stima dell'esperto ai sensi del medesimo articolo. E' di tutta evidenza, invece, che alla luce di un'interpretazione logica della disposizione in commento essa non sarà necessaria nel caso di fusione cd. semplificata, che si esaurisce nell'annullamento del capitale dell'incorporata senza alcun aumento di capitale della incorporante ed in cui, quindi, la perizia di stima del patrimonio della società di persone incorporanda non troverebbe alcuna giustificazione. Sarà viceversa necessaria la perizia di stima nella sola ipotesi in cui, unitamente e contestualmente alla fusione, si decida anche un aumento di capitale della società incorporante di capitali e quest'ultima, non avendo patrimonio netto sufficiente per coprire l'aumento, utilizzi il netto rinveniente dalla fusione e quindi sprigionato dal patrimonio della società di persone incorporata.

Un ulteriore elemento innovativo della procedura semplificata introdotto dalla novella del 2003 è rappresentato dalla facoltà, concessa all'autonomia statutaria dal 2° co. dell'art. 2505 c.c., di attribuire agli organi amministrativi la competenza a decidere la fusione per incorporazione di una società in un'altra che possiede tutte le azioni o quote della prima, in deroga al disposto dell'art. 2502, co, 1° c.c., che riserva la decisione in ordine alla fusione ai soci²¹⁵.

²¹⁵ In argomento si vedano: Brodasca M. T., *Commento all'art. 2505 cit.*, p. 985, il quale sottolinea come tale facoltà è confermata, nell'ambito della disciplina della S.p.A., anche dall'art. 2365 c.c., in virtù del quale lo Statuto può attribuire alla competenza dell'organo amministrativo, del consiglio di sorveglianza o del consiglio di gestione, le deliberazioni concernenti la fusione nei casi previsti dagli artt. 2505 e 2505-*bis* c.c.; l'A. precisa che nelle società che optano per il sistema di amministrazione dualistico la delega può essere conferita, oltre che al consiglio di gestione, anche al consiglio di sorveglianza. Con riferimento a tale ultima ipotesi, Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 375, il quale evidenzia che la predisposizione del progetto di fusione dovrebbe comunque rimanere di competenza del consiglio di gestione mentre Santagata R., *ult. op. cit.*, p. 444, solleva dubbi di compatibilità circa la possibile investitura di competenza deliberativa del consiglio di sorveglianza, in quanto tale organo dovrebbe essere, in linea di principio, estraneo alle scelte di gestione, dovendo preservare la sua

È stato sottolineato come tale previsione sia perfettamente coerente con la semplificazione procedurale della fusione di cui all'art. 2505 c.c., in quanto, come già accennato, in tale circostanza l'operazione fusoria presenta un carattere eminentemente gestorio, rappresentato dalla riorganizzazione dei beni per l'attività comune, mentre risulta estremamente sbiadito l'aspetto strutturale; in particolare, nell'ipotesi codicistica "semplificata", i soci titolari del capitale della società incorporante non subiscono alcun nocumento dall'incorporazione di una società interamente posseduta in quanto i beni costituenti il patrimonio della società incorporata erano già considerati nella titolarità indiretta della società incorporante quali beni di secondo grado, sostanziosamente in tal caso la fusione in una mera riorganizzazione dell'unica impresa del gruppo²¹⁶. Tale facoltà - così come contemplata testualmente dal 2° co. dell'art. 2505 c.c.²¹⁷ rientra e si giustifica quindi nelle operazioni di ristrutturazione societaria dei gruppi, ove l'attribuzione all'organo amministrativo appare del tutto coerente, anche nell'ottica di meglio valutare

indipendenza di giudizio nell'esercizio della funzione di controllo. Tuttavia, secondo lo stesso Santagata, l'investitura del Consiglio di Sorveglianza potrebbe trovare fondamento nell'esigenza di attribuire l'"ultima parola" ad un organo di nomina assembleare diverso da quello (il Consiglio di Gestione) naturalmente deputato alla redazione del progetto di fusione.

²¹⁶ Secondo Brodasca M. T., *ult. op. cit.*, p. 987, la disposizione si pone in linea con i principi generali della riforma, sia per quanto attiene all'obiettivo di semplificazione delle procedure di cui all'art. 7 della legge delega, sia nel senso di attribuire maggior spazio all'autonomia statutaria, inserendosi inoltre, per quanto attiene alle S.p.A., nell'ambito delle norme volte a rafforzare le prerogative dell'organo amministrativo. Si vedano altresì: Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 375, Cagnasso O., Irrera M., *Fusione e trasformazione delle società*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sez. commerciale*, Torino, 1991, p. 309-329; Maltoni M., Studio CNN, *Fusione, scissione e società di persone*, n. 5620/I, approvato dalla Commissione Studi di Impresa il 31 marzo 2005 p. 13 i quali riconoscono che la disposizione, pur in mancanza di un espresso richiamo, è applicabile anche alle S.r.l. e alle società di persone, precisando però che con riferimento a tali tipi di società, lo spostamento di competenza dai soci agli amministratori assume carattere di eccezionalità, per cui l'eventuale competenza dell'organo amministrativo a decidere sulla fusione non potrà mai escludere il diritto di recesso riconosciuto dagli artt. 2473 e 2502 c.c. al socio che non abbia "consentito" alla fusione. Con riferimento al diritto di recesso, Magliulo F., *op. cit.*, p. 385, nota che esso spetterà a tutti i soci che non siano anche amministratori consenzienti alla delibera di fusione e che il correttivo previsto dall'ultimo comma dell'art. 2505 non tutela di per sé il diritto di recesso, essendo quest'ultimo riconosciuto anche ai soci che non raggiungono la soglia del 5% del capitale sociale.

²¹⁷ Si ricorda che l'art. 8 della III Direttiva 78/855 CEE del Consiglio 9/10/1978 (in *G.U.C.E.* n. L 295 del 20 ottobre 1978, p. 36-43) consentiva agli Stati Membri di "non imporre la deliberazione di approvazione della fusione da parte dell'assemblea generale della incorporante".

l'opportunità del compimento dell'operazione stessa, attuandola con maggiore snellezza²¹⁸.

Tre appaiono le problematiche di maggior interesse sollevate dal secondo comma dell'art. 2505, così come novellato; in particolare, c'è da chiedersi, in primo luogo, se l'attribuzione della competenza in materia di fusione semplificata agli organi amministrativi delle società partecipanti integri un'ipotesi di competenza esclusiva o di competenza concorrente con quella assembleare; in secondo luogo, se la fattispecie contemplata dal legislatore al 2° co. dell'art. 2505 c.c. abbia lo stesso ambito applicativo riconosciuto al primo comma della medesima disposizione e dunque se sia riferibile, oltre che all'ipotesi testualmente prevista, anche a tutti gli altri casi ricondotti dalla dottrina e dalla giurisprudenza nell'alveo della fusione semplificata; in terzo luogo, infine, se ed entro quali limiti gli organi amministrativi delle società partecipanti all'operazione di fusione, i quali a norma del citato art. 2505 2° co. c.c., approvano l'operazione fusoria illustrata nel progetto, possano o meno apportare modifiche allo statuto della società incorporante o risultante dalla fusione, funzionali e collegate alla fusione stessa.

L'attribuzione della competenza a decidere la fusione semplificata all'organo amministrativo, contemplata dal 2° co. dell'art. 2505 c.c., preliminarmente pone l'esigenza di definire con precisione i rapporti tra organo amministrativo ed assemblea dei soci con riferimento alla fattispecie in oggetto.

In particolare, occorre domandarsi se la competenza dell'organo amministrativo

²¹⁸ Secondo Perrino M., *Sub art. 2505 e 2505-bis*, in *Società di capitali, cit.*, p. 1993, la semplificazione consistente nella deroga alla competenza assembleare avrebbe potuto essere estesa anche al di fuori dell'ambito degli artt. 2505 e 2505-bis c.c., corrispondendo ad un margine lasciato aperto dalla III Direttiva 78/855 CEE, in guisa da conformarsi alla generale tendenza dello sviluppo delle competenze gestorie in materia di fusione, esigenza questa largamente sentita a livello europeo.

sia una competenza esclusiva ovvero concorrente con quella assembleare²¹⁹. In argomento, sembra potersi ritenere che la *ratio*, oltre che la formulazione letterale della norma, depongano nel senso della competenza esclusiva dell'organo di gestione. Se, infatti, la fusione ordinaria è concepita come operazione risultante dalla combinazione di due vicende (l'una tipicamente gestoria rappresentata dalla somma dei patrimoni delle società partecipanti e l'altra eminentemente strutturale, caratterizzata dalla integrazione di due o più compagini sociali), la fusione semplificata è considerata atto essenzialmente gestorio-amministrativo, cui sono estranee implicazioni strutturali e "*lato sensu*" contrattuali; in tale ipotesi, la compagine sociale di riferimento è unica e quindi non v'è spazio per la determinazione di alcun rapporto di cambio.

Appare pertanto coerente la scelta legislativa in virtù della quale la fusione semplificata, in mancanza di qualsiasi ripercussione diretta sulla partecipazione dei soci, può essere decisa in sede amministrativa; com'è stato chiaramente sottolineato, tale competenza vale ad accentuare il significato più propriamente gestorio dell'operazione che si sostanzia in una riorganizzazione dell'unica impresa di gruppo²²⁰.

In ragione di simili considerazioni, può fondatamente ritenersi che la disposizione dell'art. 2505 co. 2° c.c., in presenza di un'espressa previsione statutaria che ne riproponga il portato, contempra uno spostamento di attribuzioni in favore dell'organo

²¹⁹ In particolare, secondo Cagnasso O., *Fusione e trasformazione delle società*, cit., p. 351, Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 383; Santagata R., *ult. op. cit.*, p. 429, l'attribuzione della competenza all'organo amministrativo, rientra, tuttavia, tra quelle indelegabili dal Consiglio di Amministrazione, non essendo conferibile agli organi delegati, ai sensi dell'art. 2381 c.c., la redazione del progetto di fusione e, quindi, "a fortiori" la decisione sulla fusione.

²²⁰ In tal senso, si vedano Brodasca M. T., *Commento all'art. 2505 cit.*, p. 987; Ferri G. Jr., Guizzi G., *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, collana diretta da Abbadessa P., Portale G. B., 2004, p. 242 ss.

amministrativo²²¹: la competenza di quest'ultimo è autonoma e non di “secondo grado” e quindi derivata rispetto a quella assembleare, come invece avviene nella diversa ipotesi della delega di poteri. La norma opera, infatti, sul piano della ripartizione di competenze tra gli organi sociali: dinanzi al carattere gestorio dell'operazione, non pare corretto richiamarsi genericamente alla sovranità dell'assemblea per dedurre il permanere della sua competenza²²². Il legislatore, al contrario, traccia un preciso *iter*, nel solco del quale i soci possono far “ritornare” in sede assembleare la decisione in merito alla fusione, sottraendola definitivamente alla competenza dell'organo gestorio: a norma dell'ultimo comma del citato art. 2505 c.c., i soci dell'incorporante, purché rappresentino almeno il 5% del capitale sociale, possono chiedere che la decisione in ordine alla fusione sia adottata in sede

²²¹ Si ricorda che è sempre necessaria la presenza di una specifica previsione statutaria in tal senso. Al riguardo, si pone il problema di individuare quale sia lo statuto nel quale deve essere contemplata tale facoltà e, in particolare, se sia necessario che la previsione sia contenuta in entrambi gli statuti della incorporante e della incorporata, ovvero, se sia sufficiente la sola previsione nello statuto della incorporante. In dottrina, secondo Miserocchi L. A., *La fusione, in Consiglio Notarile di Milano, in Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, p. 378, tenuto conto della realtà della società interamente posseduta, dovrebbe essere sufficiente che sia l'atto costitutivo dell'incorporante a prevedere questa possibilità e che, pur in assenza di una espressa previsione, anche per l'incorporata sia l'organo amministrativo facoltizzato a decidere; non avrebbe senso convocare un'assemblea dove unico socio è l'incorporante. Negli stessi termini Zabban F., *ult. op. cit.*, p. 12; Miccoli R., *ult. op. cit.*, p. 475, Cagnasso O., *ult. op. cit.*, p. 2351, Santagata R., *ult. op. cit.*, p. 446, Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 375; Brodasca M. T., *ult. op. cit.*, p. 990; *contra* invece Di Sabato F., *ult. op. cit.*, p. 468, il quale si esprime in senso negativo specie con riferimento al caso in cui sussistano nell'incorporata soggetti titolari di interessi giuridicamente rilevanti, quali i portatori di strumenti finanziari che abbiano diritto di voto in merito alla fusione o all'ipotesi di dissociazione tra proprietà delle azioni e titolarità del diritto di voto. Sul punto si vedano: Brodasca M. T., *ult. op. cit.*, p. 991, Scognamiglio G., *Le fusioni e le scissioni "semplificate" nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, 4, p. 902, Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 378 i quali, seppur con diverse argomentazioni, osservano che l'introduzione successiva nello statuto di una clausola che preveda lo spostamento della competenza in capo all'organo amministrativo debba essere approvata con le maggioranze richieste per le modifiche statutarie, secondo quanto previsto dalla disciplina di ciascun tipo sociale e dalle eventuali disposizioni degli statuti, escludendosi che in tal caso possa operare il diritto di recesso per i soci “che non vi abbiano consentito”, salva l'ipotesi in cui ci si trovi al cospetto di una causa di recesso convenzionale.

²²² Per quanto concerne la sovranità assembleare, si veda per tutti Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 380, secondo il quale i soci conservano una competenza deliberativa concorrente, in ragione della sovranità dell'organo assembleare che nel sistema societario è sovraordinato a quello amministrativo. Secondo l'Autore, la deroga è funzionale ad agevolare l'operatività della società e di semplificarne i processi decisionali interni, ma la disposizione in esame non ha inteso sovvertire il tradizionale rapporto tra assemblea ed amministratori, che rimane orientato nel senso della supremazia dell'organo assembleare su quello amministrativo.

assembleare.

Individuati i tratti morfologici della fattispecie contemplata dall'art. 2505 co. 2° c.c., è necessario tenerla nettamente distinta da un'altra ipotesi operativa, quella in cui lo statuto sociale “disegni”, nella materia de qua, una competenza assembleare con facoltà di delega all'organo amministrativo. In tale fattispecie, invero, la competenza dell'organo di gestione è da considerare "derivata", di secondo grado e concorrente con quella assembleare. Non c'è, infatti, in questo caso uno spostamento statutario del centro decisionale dell'operazione fusoria, bensì una "semplice" attribuzione di poteri all'organo amministrativo da parte dell'assemblea attraverso il sistema della delega, con conseguente applicazione di tutti i principi vevoli per quest'ultima²²³.

Ci si chiede ora se la fattispecie contemplata dal legislatore al 2° co. dell'art. 2505 c.c. abbia lo stesso ambito applicativo riconosciuto al 1° co. della medesima disposizione. L'opinione prevalente²²⁴, talora espressa in forma dubitativa²²⁵, sembra orientata in senso restrittivo, fondando tale posizione esclusivamente sulla pretesa natura eccezionale della disposizione derogatoria della competenza che sarebbe,

²²³ Come avviene ad esempio per l'aumento del capitale sociale delegato, ove la rubrica dell'art. 2443 c.c. recita “delega agli amministratori” ed il testo del medesimo articolo nonché quello degli artt. 2481 c.c. (per l'aumento di capitale nelle S.r.l.) e 2420-ter c.c. (per l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni) parlano di attribuzione agli amministratori di una mera “facoltà” di aumentare il capitale sociale.

²²⁴ Cfr. Brodasca M. T., *ult. op. cit.*, p. 989; Cagnasso O., *ult. op. cit.*, p. 2350, ritengono che la semplificazione consistente nell'attribuzione all'organo amministrativo della relativa competenza a decidere sulla fusione trova applicazione esclusivamente nell'ipotesi prevista dal legislatore e cioè nell'ipotesi di incorporazione di società interamente possedute. Gli Autori sostengono che, in effetti, la *ratio* della norma deve essere individuata, in questa ipotesi, in una semplice variazione delle modalità di esercizio dell'attività comune, che attribuisce per di più ai soci dell'incorporante una diretta "gestione in senso lato" del patrimonio sociale.

²²⁵ Cfr. Scognamiglio G., *ult. op. cit.*, p. 908, occorre comunque cautela nell'applicare in via analogica a casi simili la regola che attiene alla competenza, dovendo considerarsi eccezionale la deroga alla competenza dei soci. In ogni caso, l'Autore ritiene che l'eventuale applicazione analogica della disciplina dovrebbe soggiacere al limite costituito dal diritto della minoranza estranea al gruppo di controllo, ovunque allocata, di pretendere che la competenza decisionale venga riportata in capo all'organo assembleare.

come tale, insuscettibile di interpretazione analogica e/o estensiva. Sembra però che tale conclusione debba essere verificata alla luce di una più attenta valutazione dei profili operativi dell'operazione fusoria nelle diverse fattispecie riconducibili in via interpretativa al dettato del primo comma della norma in commento; ciò in quanto, come precisato nelle considerazioni iniziali, lo “spostamento” della competenza all'organo amministrativo trova giustificazione nel profilo esclusivamente gestorio che l'operazione in oggetto presenta: occorre, allora, verificare se detto profilo esclusivamente "gestionale" sia presente in tutte le ipotesi che vengono ricondotte al paradigma della "fusione semplificata".

Sicuramente, quanto suesposto, emerge dalle considerazioni innanzi espresse, carattere esclusivamente gestorio presenta il caso contemplato dall'art. 2505 c.c. co. 1°, concernente la fusione per incorporazione di una società in un'altra che possiede tutte le azioni o quote della prima: l'operazione si configura in tal caso quale mera riorganizzazione di beni per lo svolgimento dell'attività comune, attività che continuerà ad essere disciplinata dalle regole statutarie della società incorporante. In altri termini, se la società ALFA incorpora la società BETA interamente posseduta, le regole di svolgimento dell'attività sociale continueranno a trovare la propria sede naturale nello statuto di ALFA, talché nessun pregiudizio o nessuna rilevante modifica sarà apportata dall'operazione in oggetto alla posizione dei soci: appare allora corretto ritenere che l'operazione, per il limitato impatto che essa produce nei confronti dei soci, possa svolgersi in sede meramente gestoria.

Appare allora interessante verificare se alle stesse conclusioni possa giungersi nel caso, speculare a quello innanzi contemplato, in cui sia la società BETA, totalmente posseduta dalla società ALFA, ad incorporare quest'ultima (c.d. “fusione inversa”).

La fusione avrà effetti più pregnanti di quelli analizzati nel caso precedente. È vero, infatti, che anche in questa ipotesi i soci di ALFA, per effetto della fusione, continueranno l'attività sociale avvalendosi di un'unica struttura organizzativa resa sinergicamente più efficiente dall'intervenuta integrazione tra strutture societarie; tuttavia, e qui risiede il "*discrimen*" fondamentale, detta attività sociale sarà d'ora in avanti regolata dai principi organizzativi contenuti nello statuto di BETA e non più in quello di ALFA: i soci assistono, allora, ad un mutamento delle regole statutarie di organizzazione dell'attività sociale²²⁶.

Alla stregua delle considerazioni svolte, è possibile rispondere all'interrogativo iniziale e cioè se sia corretto ritenere che anche nella "fusione inversa" l'operazione possa essere decisa dall'organo amministrativo investito di una competenza di "primo grado". Al quesito va data risposta negativa, per la decisiva considerazione che, se gli amministratori decidono la fusione, i soci possono veder cambiate le "regole del gioco", ossia i principi informatori dell'attività sociale, senza avere la possibilità di concorrere a tale decisione; essi subiscono una modifica statutaria determinata da scelte effettuate in altra sede. La gravità di tale circostanza per la posizione dei soci può essere agevolmente percepita: si pensi a clausole limitative della circolazione delle partecipazioni presenti in uno statuto e non nell'altro.

Appare allora evidente che in tal caso la fusione non è operazione dall'esclusivo "respiro" gestorio, avendo ripercussioni anche sulla disciplina della partecipazione dei soci all'attività sociale. Assunti tali principi, è possibile procedere nell'analisi con un altro caso, quello in cui le società ALFA e BETA abbiano gli stessi soci nelle medesime proporzioni ed una società incorpori l'altra. Applicando a tale fattispecie il

²²⁶ Per gli approfondimenti sui diversi schemi si veda la nota esemplificativa n. 193, dove è possibile comprendere più facilmente la casistica trattata.

bagaglio concettuale acquisito, bisogna verificare quali effetti sortisca la fusione sulla posizione dei soci. Prima dell'integrazione tra le società, i soci partecipavano a due strutture societarie distinte, rette ciascuna da autonomi principi statutari (che in teoria potevano essere anche molto diversi gli uni dagli altri); a seguito della fusione, l'attività sociale sarà svolta attraverso un'unica struttura societaria regolata da un solo statuto. Può allora dirsi che, non diversamente da quanto accade nella "fusione inversa", l'operazione, così come delineata, determina un mutamento delle condizioni di svolgimento dell'attività sociale, con risvolti non esclusivamente gestori.

Alla domanda se sia possibile o meno una gestione dell'operazione da parte degli organismi amministrativi, la risposta al quesito deve essere negativa giacché, anche in tal caso, si determina un mutamento delle "regole del gioco" che i soci non possono subire per effetto di scelte altrui, ma che devono concorrere a determinare²²⁷; anche la sola scelta di quale delle due società partecipanti debba essere la società incorporante e quale invece la società incorporata e, pertanto, quale sarà lo statuto che regolerà la vita della società post-fusione, è decisione rilevante non attribuibile in via esclusiva agli organi amministrativi²²⁸.

Le considerazioni espresse in relazione ai casi paradigmatici innanzi prospettati sembrano indurre l'importante conclusione, avallata dalla dottrina prevalente²²⁹, secondo cui la disposizione del 2° co. dell'art. 2505 c.c. è in linea di principio inapplicabile ad ipotesi di fusione semplificata diverse da quella contemplata al 1° co. ed è quindi da considerare norma insuscettibile di applicazione analogica e/o

²²⁷ In tal senso, per tutti, Tamburini M., *Sub art. 2505*, in *Il nuovo diritto delle società*, IV, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 2571.

²²⁸ Con riferimento alla fattispecie innanzi descritta, si veda per tutti Scognamiglio G., *ult. op. cit.*, p. 908 il quale esprime un'opinione "cautamente" negativa all'applicazione analogica, adducendo l'eccezionalità della deroga alla competenza assembleare a deliberare la fusione semplificata.

²²⁹ Cfr. Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 391, Brodasca M. T., *ult. op. cit.*, p. 994, Miserocchi, *La fusione cit.*, p. 376.

estensiva. Peraltro detta inapplicabilità non discenderebbe tanto dal carattere eccezionale della norma, quanto piuttosto dalla considerazione che può essere decisa dall'organo amministrativo solo quella fusione che abbia connotati esclusivamente gestori; laddove l'operazione importi conseguenze ulteriori, quali ad esempio mutamenti delle regole organizzative che dovranno governare l'attività sociale "post-fusione", quella assembleare torna ad essere la sede propria ed esclusiva per adottare la relativa decisione.

A parziale temperamento di quanto affermato ma in perfetta coerenza con i principi enunciati, deve però ritenersi che anche fattispecie di fusione semplificata diverse da quella paradigmatica prevista dal 2° co. dell'art. 2505 possano essere caratterizzate da contenuti esclusivamente gestori, tanto da consentire una devoluzione statutaria agli organi amministrativi della decisione di fusione. Ci si riferisce, ad esempio, alla fusione cd. "a cannocchiale" (non inversa) nella quale la società ALFA possiede l'intero capitale della società BETA che a sua volta possiede l'intero capitale della società GAMMA e così via; ancora, il riferimento può essere all'ipotesi in cui la società ALFA possiede interamente la società BETA che possiede il 50% del capitale della società GAMMA, il cui restante 50% del capitale è detenuto dalla stessa società ALFA²³⁰. In queste ipotesi il carattere eminentemente gestorio è in tutto e per tutto paragonabile a quello riconosciuto dal legislatore nel 2° comma dell'art. 2505 c.c.: incorporante è sempre la società al cui interno vi è l'unica

²³⁰ In argomento si sottolinea che la Massima n. 24 del Consiglio Notarile di Milano sancisce che la possibilità eventualmente prevista nell'atto costitutivo o nello statuto che la fusione sia deliberata, anziché dall'assemblea, dall'organo amministrativo, trova applicazione anche nel caso in cui il possesso dell'intero capitale della incorporanda non preesista alla approvazione del progetto, ma intervenga nel corso del procedimento, comunque prima della stipulazione dell'atto di fusione. Nella relativa motivazione si legge che, in tal caso, si può ritenere che il progetto di fusione e la decisione di fusione adottata dagli amministratori (nelle forme e nei termini previsti per la decisione assembleare di fusione) rappresentino atti societari la cui esecuzione è subordinata al verificarsi di un evento futuro assunto espressamente come presupposto dell'intero procedimento (senza che all'uopo sia necessario apporre una condizione in senso proprio).

compagine di soci di riferimento, compagine la cui vita sociale è regolata dallo statuto della società capogruppo incorporante che resta tale anche a seguito della fusione²³¹.

Un ulteriore aspetto critico della nuova disciplina attiene alla possibilità per gli organi amministrativi delle società partecipanti all'operazione di fusione, competenti ai sensi dell'art. 2505 2° co. c.c. a deliberare la fusione, di apportare modifiche allo statuto della società incorporante o risultante dalla fusione connaturate e collegate alla fusione stessa, giusta quanto previsto dall'art. 2501-*ter* n. 2 c.c., in virtù del quale dal progetto di fusione deve risultare lo statuto della società incorporante "con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione". In altre parole, ci si domanda se gli organi amministrativi possano modificare lo statuto post-fusione, con ciò "ingerendosi" in decisioni di competenza assembleare, oppure se tale facoltà sia loro assolutamente preclusa²³².

L'evidenziata natura prettamente gestoria della fusione semplificata, costituente la *ratio* sottesa all'attribuzione della competenza all'organo amministrativo, impone di escludere - tendenzialmente - che nell'operazione di fusione nella quale manca qualunque passaggio assembleare, possa trovare spazio qualsivoglia modifica statutaria²³³. Un dubbio potrebbe avanzarsi con riferimento all'unica modifica

²³¹ In tal senso Scognamiglio G., *ult. op. cit.*, p. 908.

²³² Per approfondimenti si veda Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 381 secondo cui: "la competenza dell'Organo Amministrativo a decidere la fusione deve ritenersi estesa a tutte le modifiche statutarie funzionali alla fusione, inerendo alla realizzazione della complessiva operazione senza le quali la funzione di riorganizzazione aziendale della fusione ne risulterebbe menomata"; in conseguenza, prosegue l'A., "se l'attribuzione agli amministratori della competenza a deliberare la fusione nei casi di cui all'art. 2505 c.c. non implicasse anche la competenza a deliberare modificazioni funzionali, la norma in esame ne risulterebbe del tutto svuotata di contenuto e troverebbe ben poche applicazioni nella pratica".

²³³ Come chiarito *supra*, la fusione semplificata di cui all'art. 2505 c.c. si esaurisce con l'"assorbimento" dello statuto della società incorporata in quello della società incorporante, determinandone di fatto l'annientamento, a cui fa seguito l'annullamento del capitale della società incorporata, senza alcuno spazio per ulteriori operazioni di carattere strutturale, che in tal caso sarebbero del tutto svincolate dalla fusione. Cfr. per i dovuti approfondimenti: Scognamiglio G., *ult.*

statutaria considerata funzionalmente collegata alla fusione semplificata e cioè la modifica dell'oggetto sociale della società incorporante, nei limiti in cui la modifica stessa sia funzionale a consentire alla incorporante di svolgere l'attività già svolta dall'incorporata.

Potrebbe sostenersi che questa modifica dello statuto della società incorporante, operata dagli amministratori in assenza di decisione dei soci, sia così strettamente strumentale all'operatività della società incorporante da assumere anch'essa "rilievo" per così dire gestorio (*rectius* operativo), senza toccare e/o ledere diritti e prerogative dei soci. La società che incorpora altra società da lei totalmente posseduta o più società possedute a cascata, di fatto già svolge, seppur in modo indiretto, l'attività propria della/e incorporata/e; sarebbe pertanto ammissibile un adeguamento meramente "chirurgico", con il quale vengono introdotte nell'oggetto sociale della società incorporante, con assoluta fedeltà, le sole previsioni dell'oggetto sociale dell'incorporata funzionali e/o necessarie per la prosecuzione dell'attività post-fusione, al fine di evitare la paralisi delle relative attività produttive. Questa ricostruzione, non priva di suggestioni, sembra però contrastare con alcune prerogative e diritti dei soci (quali la competenza a decidere le modificazioni statutarie o, in alcune ipotesi, il diritto di recesso attribuito al socio dissenziente) e quindi, allo stato, non sembra poter trovare accoglimento.

Il legislatore della riforma ha, in ogni caso, previsto la possibilità di ricondurre la decisione di approvazione del progetto di fusione in sede assembleare, quando ne

op. cit., p. 908; Santagata R., *La fusione (semplificata) di società non azionarie*, *cit.*, p. 443 il quale evidenzia che il legislatore italiano, sulla scia delle soluzioni accolte dall'ordinamento tedesco e francese, è rimasto ancorato alla tradizione secondo cui la tutela dei soci di minoranza nelle società azionarie deve essere garantita attraverso la competenza assembleare a decidere le principali modificazioni dell'atto costitutivo e quindi ha optato per una deroga a questo principio limitata ad ipotesi eccezionali, ben circoscritte dagli artt. 2505 e 2505 *bis* c.c.

facciano richiesta i soci della società incorporante che rappresentano almeno il cinque per cento del capitale sociale, con domanda indirizzata alla società entro otto giorni dal deposito del progetto di fusione presso il registro delle imprese competente. La norma, in linea con le indicazioni della Direttiva Comunitaria, attribuisce un vero e proprio diritto "ad ottenere" e non solo "a chiedere" che la decisione della società incorporante sia assunta in sede assembleare²³⁴, mentre nulla dispone per la delibera della società incorporata, che potrà comunque essere assunta dall'organo amministrativo, considerato che gli unici interessi sostanziali da tutelare sono quelli dei soci della società incorporante, essendo l'incorporata interamente posseduta da quest'ultima.

La richiesta, che non è subordinata ad alcun onere di motivazione²³⁵, dovrà essere inoltrata alla società da tanti soci che rappresentino almeno il cinque per cento del capitale sociale, comprendendosi in tale computo anche le azioni prive del diritto di voto. La Direttiva Comunitaria consentiva espressamente, infatti, di escludere dal calcolo della percentuale tali azioni; il mancato esercizio della relativa opzione da parte del legislatore italiano depone chiaramente nel senso della loro inclusione ai fini della determinazione del *quorum* di legge e della legittimazione alla richiesta di

²³⁴ Secondo parte della dottrina, tale diritto non sembra possa venir soppresso e neppure il suo esercizio essere reso più gravoso, e ciò sia per il fatto che esso è previsto in ogni caso, sia in quanto il diritto medesimo è posto a tutela della minoranza. Sul punto si veda per tutti Brodasca M. T., *ult. op. cit.*, p. 994. Secondo Santosuosso D. U., *La Riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 267, quello attribuito ai soci di minoranza è un diritto potestativo che non può essere inibito da una diversa disposizione dell'atto costitutivo. L'A. evidenzia inoltre come le irregolarità procedurali che abbiano precluso ai soci dell'incorporante che rappresentano almeno il 5% del capitale sociale di chiedere l'adozione della decisione da parte dell'assemblea possa essere rilevata in sede di controllo notarile. In questo caso, precisa l'Autore, ai sensi dell'art. 2436 c.c., quando il notaio ritenga non adempite le condizioni stabilite dalla legge ne darà comunicazione agli amministratori che nei 30 giorni successivi possono scegliere se convocare l'assemblea per l'approvazione della fusione o ricorrere al Tribunale per l'omologazione della delibera consiliare.

²³⁵ Si veda per tutti: Brodasca M. T., *ult. op. cit.*, p. 995 secondo cui: "non essendovi onere motivazionale, la domanda dei soci potrà consistere anche nella semplice sollecitazione del Presidente o del C.d.A. alla convocazione dell'assemblea; infatti, essendo già stati effettuati i depositi di legge, questi organi potranno limitarsi alla convocazione dell'assemblea della società incorporante, tenendo conto dell'esigenza di non procrastinarne la data, al fine di garantire attualità all'informativa societaria.

delibera assembleare anche per i portatori di questi titoli, pur privi del diritto di intervento e di voto nella stessa adunanza²³⁶.

La determinazione della quota di capitale necessaria alla riconduzione in sede assembleare della decisione di fusione è anch'essa di derivazione comunitaria, in quanto la direttiva stabiliva la possibilità di determinare la percentuale minima di capitale a tal fine necessaria in misura non superiore al cinque per cento. La relativa previsione è, quindi, derogabile con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più del novantacinque per cento del capitale sociale: in tal caso potrà procedersi alla fusione "immediata", senza attendere il decorso del termine di otto giorni fissato dall'art. 2505 co. 3° c.c. Com'è stato esattamente rilevato, la rinuncia non può però essere preventiva: i soci dovranno essere posti in grado di valutare in concreto il progetto di fusione già depositato e solo dopo potranno consapevolmente esprimere la rinuncia. Non sarebbe, quindi, legittima una clausola statutaria che, nel rimettere la competenza a decidere la fusione all'organo amministrativo ai sensi del co. 2° dell'art. 2505 c.c., contenesse anche la preventiva rinuncia dei soci ad avvalersi della facoltà di chiedere la decisione assembleare ai sensi del co. 3° dello stesso articolo²³⁷

È possibile, invece, ridurre statutariamente la percentuale richiesta a meno del cinque per cento, al fine di consentire ai soci di ricondurre all'assemblea la decisione

²³⁶ Cfr. in tal senso Magliulo F., *ult op. cit.*, p. 391; Di Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società, cit.*, p. 600; Santagata R., *ult op. cit.*, p. 450 secondo i quali, nel silenzio del legislatore, devono essere incluse nel calcolo del ventesimo del capitale sociale le azioni senza diritto di voto e a voto limitato o condizionato. In particolare Magliulo F., ritiene che la legittimazione a favore dei soci privi del diritto di voto sia funzionale non tanto a consentire a questi ultimi di influenzare in qualche modo la delibera di fusione, ma solo a rendere più garantista la procedura al fine di evitare possibili abusi da parte degli amministratori. Per Brodasca M. T., *ult op. cit.*, p. 995 è legittimo riconoscere tale diritto anche ai possessori di strumenti finanziari con diritto di voto in merito alla fusione.

²³⁷ Cfr. testualmente Ruotolo A., *Studio CNN, I termini della fusione semplificata ex artt. 2505 e 2505-bis c.c. deliberata dall'organo amministrativo*, n. 174-2006/I, 4; Santosuosso D. U., *op. cit.*, p. 267 secondo i quali in il diritto di cui al 3° co. dell'art. 2505 c.c. è posto a tutela di una possibile "riavocazione" della competenza assembleare.

con maggiore semplicità operativa, mentre è certamente preclusa la contraria opzione di innalzare il quorum di legge, stante l'evidente imperatività della previsione normativa, in perfetta coerenza con le perentorie indicazioni della Direttiva Comunitaria²³⁸.

Alcuni problemi interpretativi ha, poi, sollevato la formulazione letterale della norma in esame, in particolare quanto all'esatta individuazione del "*dies a quo*" e del "*dies ad quem*" per l'esercizio della facoltà riconosciuta ai soci di rimettere la decisione in sede assembleare. La lettera della norma sembrerebbe, infatti, deporre nel senso che il termine di cui al co. 3° dell'art. 2505 c.c. decorra dal deposito²³⁹ e non dall'iscrizione del progetto di fusione presso il registro delle imprese competente²⁴⁰. Parte della dottrina ha, però, criticato questa interpretazione meramente letterale della norma, evidenziando come in tal modo si finirebbe per penalizzare oltremodo il socio o i soci interessati a provocare la decisione assembleare, su cui finirebbe per ricadere l'eventuale ritardo dell'iscrizione²⁴¹.

Più in generale se il legislatore, sulla scorta delle indicazioni comunitarie, ha inteso garantire ai soci rappresentanti una certa percentuale del capitale il diritto a riavocare in sede assembleare la decisione sulla fusione, sembrerebbe conforme ai principi generali garantire l'effettività di tale diritto, non consentendo compressioni o

²³⁸ In dottrina per tutti: Brodasca M. T., *Commento all'art. 2505, cit.*, p. 994; Ruotolo A., *ult. op. cit.*, p. 4. *Contra* Santagata R., *ult. op. cit.*, p. 450, secondo il quale, nel silenzio del legislatore, non è concesso all'autonomia statutaria neppure di abbassare la percentuale per l'esercizio del diritto della minoranza in questione. Per l'Autore, quindi, la norma pare non disporre di "spazi di manovra" con riguardo all'alterazione della percentuale cui è ricollegato il diritto in esame.

²³⁹ Secondo l'opinione di Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 391, anche sulla scorta di quanto stabilito dall'art. 25 della III Direttiva, è agevole constatare che quello in oggetto è il deposito relativo alla società incorporante, atteso che la legittimazione a tale domanda spetta unicamente ai soci di questa quali portatori dell'unico interesse sostanziale da tutelare.

²⁴⁰ Questo è l'orientamento del Consiglio Notarile di Milano, il quale invoca il dato letterale che si riferisce espressamente al deposito e non all'iscrizione del progetto.

²⁴¹ Cfr. per tutti: Miserocchi L. A., *La fusione, cit.*, p. 379; Cagnasso, O., *La trasformazione delle società, cit.* p. 2352; Salafia V., *La fusione per incorporazione di società interamente o al 90% possedute*, in *Società*, 2006, 1, p. 16.

alterazioni di tale facoltà per motivi del tutto estranei al relativo titolare. In questo senso potrebbe condividersi una lettura della norma che faccia decorrere il termine dall'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese e non dal mero deposito.

Ancor più discussa è, infine, l'interpretazione della disciplina in parola nella parte in cui dispone che la domanda debba essere "indirizzata" alla società entro otto giorni dal deposito di cui sopra. Anche qui una parte della dottrina²⁴², particolarmente sensibile alle istanze di effettività della tutela della compagine sociale portate dalla normativa in esame, ritiene sufficiente nel termine di otto giorni la mera spedizione della domanda rivolta alla società. In contrario, altra parte della dottrina²⁴³ considera tempestiva la domanda diretta a ricondurre in sede assembleare la decisione sulla fusione solo ove essa sia anche pervenuta alla società nel termine fissato dalla legge. Ciò in considerazione di una serie di elementi ricavabili dalla normativa in discorso: il potere del socio non solo di chiedere, ma come detto sopra di ottenere lo spostamento di competenza, con ciò incidendo in modo penetrante sui processi organizzativi della società; l'assoluta libertà di forme per effettuare la richiesta, che è una comunicazione interna alla società e che quindi potrà essere effettuata con qualsiasi mezzo idoneo - ivi compresi quelli in grado di assicurare la massima celerità, come la posta elettronica o il *fax*²⁴⁴, dovendosi il socio solo preoccupare di

²⁴² Cfr. Miserocchi L. A., *ult. op. cit.*, p. 379; Cagnasso O., *ult. op. cit.*, p. 2352; Brodasca M. T., *ult. op. cit.*, p. 995.

²⁴³ A tal proposito si veda per tutti, l'orientamento del Consiglio Notarile di Milano suffragato nella Massima n. 58.

²⁴⁴ Sul punto si veda per tutti: Magliulo F., *ult. op. cit.*, p. 391 secondo il quale non essendo prevista una determinata forma di trasmissione della domanda, deve ritenersi possibile l'utilizzo di qualsiasi mezzo idoneo allo scopo, fatto salvo in ogni caso l'opportunità di utilizzare sistemi che forniscano la prova della spedizione in caso di contestazione. Un altro autore invece, Ruotolo A., *ult. op. cit.*, p. 5, suggerisce al riguardo il ricorso a sistemi sicuri quali la raccomandata con ricevuta di ritorno o la Posta Elettronica Certificata, sistemi questi che garantiscono anche la celerità dell'arrivo della domanda al fine di impedire all'Organo Amministrativo di assumere la decisione.

avere prova certa dell'avvenuta spedizione; l'esigenza preminente di garantire certezza e funzionalità ai processi decisionali della società, non ancorandoli al rispetto di termini non facilmente determinabili.

2.3.1 LA FUSIONE MEDIANTE INDEBITAMENTO EX ART. 2501 BIS C.C.

Con il nuovo art. 2501-*bis* c.c., il legislatore italiano ha introdotto un istituto assai utilizzato nella prassi delle operazioni finanziarie ma non ancora formalizzato giuridicamente²⁴⁵. Il *leveraged buy out* (LBO) è una fattispecie a formazione complessa consistente in una serie di operazioni finalizzate all'acquisizione da parte di una società (in genere di nuova costituzione e sottocapitalizzata rispetto all'obiettivo, la c.d. *Newco*) di un'altra società (c.d. società «bersaglio» o *target*), facendo ricorso al capitale di prestito (proveniente per lo più dal sistema bancario), garantito e successivamente rimborsato mediante le azioni o i beni della società acquisita²⁴⁶. Con la successiva fusione per incorporazione della società *target* in

²⁴⁵ L'articolo in questione testualmente statuisce che: “*Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo. Il progetto di fusione di cui all'art. 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. La relazione di cui all'art. 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. La relazione degli esperti di cui all'art. 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma. Al progetto deve essere allegata una relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente. Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli artt. 2505 e 2505-bis*”.

²⁴⁶ Il LBO, nato negli Stati Uniti negli anni Sessanta e sviluppatosi soprattutto negli anni Ottanta,

quella acquirente, si realizza il risultato economico dell'operazione, ovverosia trasferire sulla prima il costo dell'acquisto²⁴⁷.

Il nuovo art. 2501-*bis* c.c.²⁴⁸ pur disciplinando il *merger leveraged buy out*, non aveva fugato ogni dubbio sulla sua liceità. Infatti, da un lato, l'art. 7, lett. d), della legge delega imponeva di «prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'art. 2358 c.c.»²⁴⁹;

trova la sua *ratio* in esigenze di ristrutturazione e riorganizzazione industriale e finanziaria delle società al fine di raggiungere maggiori livelli di competitività e redditività nel contesto del libero mercato. Le operazioni di LBO realizzano inoltre notevoli vantaggi fiscali per la Newco, in particolare la deducibilità degli interessi passivi del prestito contratto per l'acquisto della società *target* e l'applicazione dell'imposta sostitutiva prevista dal d.lg. 358/1997 nel caso in cui dall'operazione emergano redditi imponibili. Ovviamente questa tecnica finanziaria presenta anche dei rischi in quanto, trasferendo sul patrimonio della società *target* l'elevato indebitamento contratto per l'acquisizione, da un lato rende più fragile il sistema industriale specie nei periodi di recessione economica, dall'altro, aspetto ben più grave, espone i terzi creditori della società «bersaglio» al pericolo della perdita o di una diminuzione della garanzia patrimoniale per effetto della confusione dei patrimoni delle società fuse. Circa la legittimità delle operazioni in Italia prima della riforma, molti dubbi erano sollevati dalla possibile violazione degli artt. 2357 e 2358 c.c. riguardanti rispettivamente il divieto di acquisto di azioni proprie (se non a determinate condizioni) e il divieto per le s.p.a. di accordare prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie. La prevalente giurisprudenza ha ritenuto che il LBO non costituisca un negozio in frode alla legge laddove lo scopo unico dell'operazione non fosse la traslazione del debito alla società *target*. In particolare, il LBO doveva ritenersi legittimo quando, al momento dell'operazione, sussistevano ragioni imprenditoriali concrete che lo giustificavano (ad es. il rilancio dell'attività industriale), da verificarsi comunque volta per volta (cfr. per tutti Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Soc.*, 2000, p. 75, *contra*, Cass., 4 febbraio 2000, n. 5503, in *Soc.*, 2000, 713, con nota di Picone, dove, incidentalmente, è stata affermata l'illegittimità dell'LBO per violazione dell'art. 2358). La dottrina si presentava divisa. Alcuni Autori ritenevano lecito il LBO in quanto non rientrante nell'ambito applicativo dell'art. 2358, visto che il divieto si riferiva alle garanzie in senso tecnico concesse dalla società e che nessuna di queste è ravvisabile nell'operazione *de qua* (cfr. Montalenti P., *Il leveraged buy out*, Milano, 1991, p. 18 ss. Favorevole ad una valutazione caso per caso della liceità dell'operazione, anche Bertini G., *LBO e MBO: problemi interpretativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli USA*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 1434; Vicari A., *I conflitti d'interessi di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. IV, Torino, 2007, p. 269 ss) Altri invece criticavano l'impostazione «empirica» del problema, sostenendo che la valutazione, caso per caso, dell'esistenza di una valida ragione economica in grado di giustificare il LBO avrebbe implicato un'indebita ingerenza dei giudici nel merito delle scelte imprenditoriali insindacabili della società e si sarebbe risolta nella ricerca superficiale di una qualsiasi motivazione «ragionevole». In tal senso si vedano: Spolidoro M. S., *Nota a Trib. Milano*, 13 maggio 1999, in *Soc.*, 2000, p. 75; Lambertini L., *Sub art. 2501-bis*, in *Tratt. Lo Cascio*, IX, Milano, 2003, p. 383 ss.

²⁴⁷ Cfr. per tutti Bertacchini E., *Trasformazione, fusione e scissione*, in AA.VV., *La riforma delle società*, a cura di Grippo G., Roma, 2004, p. 197.

²⁴⁸ È doveroso considerare che la norma *de quo*, non si applica «nel caso in cui la società partecipante alla fusione il cui controllo è oggetto di acquisizione non sia una società italiana» (art. 4, d.lg. 108/2008 in materia di fusione transfrontaliera).

²⁴⁹ Cfr. in dottrina Marziale F., *Sub art. 2501-bis*, in *Cod. Ipsa*, Milano, 2004, p. 1285; Capparella G.,

dall'altro, l'art. 2358 c.c, originariamente non rimaneggiato dalla riforma, continuava a vietare la prestazione di garanzie per l'acquisto di azioni proprie, in conformità al disposto della II direttiva comunitaria in materia di società . Pertanto, la dottrina²⁵⁰ evidenziava come, se il legislatore delegato si fosse attenuto strettamente alle indicazioni della legge delega, avrebbe dovuto non soltanto prevedere le condizioni di attuabilità dell'LBO, ma anche sancire espressamente la piena compatibilità dell'operazione con l'art. 2358 c.c. Si riteneva che il legislatore, contemperando l'esigenza di favorire le acquisizioni societarie per consentire l'allargamento delle imprese con la necessità di salvaguardare il patrimonio della società *target*, non volesse sancire in assoluto la legittimità del *leveraged buy out*, subordinandola invece al rispetto di una molteplicità di obblighi informativi.

Il d.lg. 142/2008 di recepimento della direttiva 2006/68/CE, modificando radicalmente l'art. 2358 c.c, consente ora che la società accordi prestiti o fornisca garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, alle condizioni esplicitamente previste dal medesimo articolo (*sub* art. 2358 c.c). Benché alcune di queste condizioni siano analoghe a quelle previste dall'art. 2501-*bis*, l'ult. co. dell'art. 2358 fa salvo quanto previsto in materia di LBO, sicché pare che quest'ultima disciplina abbia carattere speciale, se non eccezionale, e come tale prevalente sulla disciplina generale dell'art. 2358 c.c. Riconosciuta la piena legittimità dell'LBO, l'art. 2501-*bis* impone il rispetto di alcune condizioni: a) il

Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata, in *Riv. Not.*, 2008, p. 1029 ss.

²⁵⁰ Sul punto si vedano: Ardizzone L., *Commento all'art. 2501-bis*, in *Trasformazione - Fusione - Scissione* (a cura di Bianchi), Milano, 2006, p. 463 ss; Petrone L. M., *Il «giusto equilibrio» del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al merger leveraged buy out (MLBO)*, in *Obbl. contr.*, 2009, p. 244 ss; Salafia V., *Il nuovo art. 2358 c.c. e la sua relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 575 ss; *ID.*, *Il «leveraged buy out» nella riforma societaria*, *ivi*, 2004, p. 935 ss; Spolidoro M. S., *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1035 ss.

progetto di fusione «deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione» e questo per escludere, *ex ante*, l'insolvenza della società in danno dei creditori²⁵¹; *b*) la relazione dell'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione «deve indicare le ragioni che giustifichino l'operazione» allo scopo di consentire anche ai soci di minoranza di comprenderne e discuterne l'opportunità, e «contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere» per manifestare il perseguimento di interessi meritevoli di tutela²⁵²; *c*) la relazione degli esperti deve attestare «la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione» in particolare con riguardo alle risorse finanziarie previste²⁵³; *d*) nel caso in cui una

²⁵¹ In dettaglio, dal progetto di fusione devono risultare: «1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione; 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione; 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro; 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni; 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione» (art. 2501 *ter*, co. 1°, c.c.).

²⁵² Nella relazione può prevedersi, ad es., che il rimborso del finanziamento avverrà con gli utili d'esercizio prodotti dall'attività della società risultante dalla fusione: in tal senso si vedano: Galgano F., *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2003, p. 495; Magliulo F., *La fusione delle società*, 2a ed., Milano, 2009, p. 136. Nel caso speciale della fusione che fa seguito a un'acquisizione attuata grazie all'indebitamento, il rischio maggiore è che la società risultante dalla fusione non sia in grado di onorare i debiti assunti. Per assicurare questo risultato, l'art. 2501 *bis* c.c. prevede una serie di adempimenti specifici. Garantito con gli opportuni controlli preventivi (ivi compresa la relazione degli esperti e del soggetto incaricato della revisione di cui alla nota sottostante) che l'indebitamento assunto ai fini dell'acquisizione potrà essere onorato, il legislatore non ostacola questa modalità particolare di acquisizione. I destinatari della tutela prevista dall'art. 2501 *bis* c.c. sono i soci delle società che si fondono e i creditori di tali società. Attraverso un supplemento d'informazioni ambedue tali categorie vengono poste in condizioni di prendere decisioni con cognizione di causa. Per quanto riguarda i soci, si tratterà di esprimere un consenso informato in occasione della decisione sulla fusione (art. 2502 c.c.). Per quanto riguarda i creditori, questi potranno decidere se proporre opposizione alla fusione (art. 2503 c.c.).

²⁵³ In generale (cioè con riferimento a qualsiasi fusione), la legge prevede che «uno o più esperti per ciascuna società devono redigere una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi: *a*) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; *b*) le eventuali difficoltà di

delle società partecipanti alla fusione sia soggetta alla revisione contabile obbligatoria, «al progetto deve essere allegata una relazione della società di revisione»: la disposizione si applica in presenza di società quotate nei mercati regolamentati e di società non quotate ma controllate da società quotate (art. 165 t.u.f.).

L'ult. co. dell'art. 2501-*bis* c.c. esclude l'applicabilità all'LBO delle facilitazioni previste dall'art. 2505 c.c. per l'incorporazione di società interamente possedute e dall'art. 2505-*bis* c.c. per l'incorporazione di società possedute al 90 per cento. L'esclusione delle semplificazioni concernenti la non determinazione del rapporto di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni o delle quote, la possibilità di omettere la relazione degli amministratori e degli esperti, è facilmente intelligibile

valutazione» (art. 2501 *sexies*, co. 1°, c.c.). Più in dettaglio, «la relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato» (art. 2501 *bis*, co. 2°, c.c.). Come si è avuto modo di evidenziare, il rapporto di cambio costituisce l'elemento economico centrale della fusione. La misura della partecipazione al capitale della società incorporante o di quella risultante dalla fusione dipende dal rapporto di cambio. L'opera di determinazione della congruità del rapporto di cambio, che si connota per un alto livello di tecnicismo, non può essere lasciato ai soli amministratori delle società; si impone, al contrario, un controllo esterno. Difatti in alcuni casi i gestori potrebbero trovarsi in una situazione di conflitto d'interessi che potrebbe spingerli a sopravvalutare una società a danno dell'altra. Sussiste pertanto la necessità di un controllo esterno indipendente. Al fine di assicurare la competenza e la terzietà degli esperti, la legge precisa che gli esperti «sono scelti tra i soggetti di cui al 1° co. dell'art. 2409 *bis* c.c. e, se la società incorporante o la quella risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società» (art. 2501 *sexies*, co. 3°, c.c.). Si deve dunque trattare di un revisore legale dei conti o di una società di revisione legale e, in questo modo, si assicura la competenza dei soggetti chiamati a redigere la relazione sulla congruità. Inoltre la legge prevede, per le società azionarie, che la nomina dell'esperto venga fatta dal tribunale (e non dalle società interessate). Così facendo si recide qualsiasi legame fra le società e l'esperto, eliminando il pericolo di potenziali conflitti d'interessi. Diversamente il rischio potrebbe difatti essere quello che l'esperto tenda ad avallare le valutazioni effettuate dagli organi amministrativi. Al fine di assicurare la serietà del lavoro svolto dagli esperti e di garantire un'adeguata tutela di tutti gli interessati, la legge prevede che «l'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi» (art. 2501 *sexies*, co. 6°, c.c.). In dottrina si vedano per gli opportuni approfondimenti: Sacchi A., *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore: le relazioni ai sensi dell'art. 2501-bis, commi 4 e 5, c.c.*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2006, p. 163 ss; Fiorio P., *La responsabilità della società di revisione nei confronti degli azionisti e degli obbligazionisti: note a margine del caso «Parmalat»*, in *Giur. it.*, 2009, p. 1979 ss; Alpa G., *Nuovi profili della responsabilità delle società di revisione*, in *Econ. dir. terz.*, 2007, II, p. 683 ss; Vecchio G., *La società di revisione è negligente? Risponde dei danni subiti dagli investitori*, in *Corr. mer.*, 2009, p. 175 ss.

alla luce dei predetti obblighi di trasparenza e informazione che dominano l'operazione. Peraltro l'attestazione degli esperti di cui all'art. 2501-*bis*, 4° co., in caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, è necessaria anche nell'ipotesi di incorporazione di società interamente posseduta o in ogni altra ipotesi in cui non sia richiesto il parere sulla congruità del rapporto di cambio²⁵⁴.

Benché l'ult. co. dell'art. 2501-*bis* c.c., non escluda espressamente l'applicabilità delle semplificazioni previste dall'art. 2505-*quater* c.c. per l'ipotesi in cui alla fusione non partecipino società con capitale azionario, è preferibile ritenere, per le stesse esigenze garantiste, che non sia percorribile nessuna «scorciatoia» per realizzare il LBO²⁵⁵.

Un caso particolare si ha nell'ipotesi di finanziamento operato dei soci che intendono effettuare l'acquisizione. Può cioè capitare che i soci, senza destinare le somme a capitale del veicolo di acquisizione, finanzino la società che deve poi porre in essere l'operazione di acquisizione. In una fattispecie del genere si pongono tutti i problemi che caratterizzano i finanziamenti dei soci nell'ordinamento²⁵⁶.

²⁵⁴ Cfr. in tal senso Massima n. 60 approvata dalla Commissione società del Consiglio notarile di Milano, pubblicata in *Sole 24 Ore*, 19 novembre 2004, p. 28. In dottrina si vedano tra gli altri: Cassottana M., *Azione risarcitoria per errata determinazione del rapporto di cambio*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 448 ss; Luchena S., *Note in tema di irregolarità del progetto di fusione e relative conseguenze sul procedimento di fusione (con particolare riguardo alla deliberazione di fusione)*, in *Giur. comm.*, 2000, II, p. 674 ss; Nazzicone L., *Il sindacato giudiziale sul rapporto di cambio nella fusione*, in *Foro it.*, 2001, I, 1932 p. ss.

²⁵⁵ In tal senso Capelli I., *Fusione e scissione*, in AA.VV., *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, a cura di Bortoluzzi A., Torino, 2004, p. 542, specialmente nota n. 29.

²⁵⁶ In materia di finanziamenti dei soci si vedano: Balp S. G., *Sulla qualificazione dei finanziamenti dei soci ex art. 2467 c.c. e sull'ambito di applicazione della norma*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, p. 612 ss; Capelli I., *I crediti dei soci nei confronti della società e il rimborso dei finanziamenti dei soci dopo la riforma*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 99 ss; Cagnasso O., *Prime prese di posizione giurisprudenziali in tema di finanziamenti dei soci di società a responsabilità limitata*, in *Giur. it.*, 2007, p. 2502 ss; Di Sarli M., *Primi orientamenti del Tribunale di Milano sull'applicazione della disciplina dei finanziamenti ai soci di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 264 ss; Guglielmo R., *L'allocatione in bilancio dei «finanziamenti» e dei «versamenti»: una questione in via di risoluzione?*, in *Riv. Not.*, 2009, I, p. 365 ss; Maugeri M., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 133 ss; Nigro B., *Finanziamenti dei soci «postergati» e loro compensazione*, in *Notariato*, 2008, 521 p. ss; Picchione A., *Sulla natura giuridica delle operazioni a fondo perduto e dei finanziamenti a favore della società*, in *Riv. Not.*, 2007, II, 429 p. ss; Postiglione

In particolare troverà applicazione, in caso di s.r.l., l'art. 2467 c.c., secondo cui «il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito» (art. 2467, co. 1° c.c.). Nella scelta fra finanziamento e conferimento di capitali i soci della società di nuova costituzione preferiscono generalmente il primo, per la ragione che il finanziamento li qualifica come creditori della società, cioè come soggetti aventi diritto alla restituzione di quanto dato a mutuo. La restituzione avverrà quando la società di nuova costituzione si sarà fusa con la società obiettivo.

La restituzione del capitale vero e proprio è assoggettata a regole più rigide e può avvenire solo parzialmente (dovendosi rispettare i requisiti di legge che prescrivono un capitale minimo). Bisogna peraltro dire che proprio l'art. 2467 c.c. attenua la differenza fra capitale e finanziamenti: anche in quest'ultimo caso si dovrà difatti assicurare il previo soddisfacimento degli altri creditori²⁵⁷.

2.3.2 CENNI SULLE ACQUISIZIONI TRANSFRONTALIERE

Il d.lg. 30 maggio 2008, n. 108, di attuazione della direttiva 2005/56/CE, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali, prevede l'applicazione (alla società italiana partecipante) della disciplina codicistica in commento anche alle fusioni «tra una o più società di capitali italiane ed una o più società di capitali di

G., *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci di s.r.l.: dubbi interpretativi e limiti applicativi*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 929 ss; Sangiovanni V., *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *Giur. mer.*, 2008, p. 421 ss; Sangiovanni V., *Finanziamenti dei soci di s.r.l. e fallimento della società*, in *Fall.*, 2007, p. 1393 ss; Simeon M., *La postergazione dei finanziamenti dei soci nella s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 69 ss.

²⁵⁷ Cfr. Magliulo F., *op. cit.* p. 146 ss.

altro Stato membro la cui sede sociale o amministrazione centrale o centro di attività principale sia stabilito nella Comunità europea», nonché alle fusioni «alle quali partecipino o risultino società diverse dalle società di capitali o società di capitali che non abbiano nella Comunità europea né la sede statutaria, né l'amministrazione centrale, né il centro di attività principale, purché l'applicazione della disciplina di recepimento della direttiva 2005/56/CE a tali fusioni transfrontaliere sia parimenti prevista dalla legge applicabile a ciascuna delle società di altro Stato membro partecipanti alla fusione medesima» (art. 2, 1° e 2° co.)²⁵⁸.

Il decreto in parola peraltro integra la disciplina codicistica con alcune disposizioni specifiche sulla fusione transfrontaliera, tra le quali merita di essere ricordato l'art. 19 (applicabile solo alle fusioni di cui all'art. 2, 1° co.): esso mira a conservare, nella società italiana risultante dalla fusione, le forme di partecipazione alla gestione dell'impresa da parte dei lavoratori appartenenti ad (almeno) una delle società coinvolte nell'operazione, tramite accordi tra le parti stipulanti i contratti collettivi nazionali di lavoro applicati nella medesima società.

Per quanto concerne le fusioni estranee al campo di applicazione del d.lg.

²⁵⁸ Per quanto concerne la società estera che abbia trasferito la propria sede in Italia negli ultimi tre anni, è possibile che - specie ove si tratti di società proveniente da un ordinamento extracomunitario - la stessa non fosse soggetta a regole analoghe per la tenuta e la formazione dei bilanci. Se, infatti, per le società appartenenti a Paesi membri dell'Unione è presumibile riscontrare regole simili, considerato che in materia sono state dettate diverse direttive, non altrettanto potrebbe accadere per società provenienti da Stati che non siano soggetti o non abbiano attuato le citate Direttive. È, tuttavia, salva l'ipotesi di scuola in cui la società non fosse tenuta, secondo l'ordinamento di provenienza, ad alcuna forma di approvazione di un documento contabile rappresentativo della situazione patrimoniale alla fine di ciascun esercizio e del risultato economico (utili e perdite) dell'esercizio stesso, non sembra potersi escludere l'obbligo di deposito, tenuto conto della funzione informativa che tali documenti rivestono per i soci. Anche perché è ormai consolidata la tesi secondo la quale la continuità della società trasferita impedisce di equiparare ad una nuova costituzione lo stabilimento della propria sede in Italia, non trovando, di conseguenza, applicazione le conclusioni formulate dalla dottrina sulla insussistenza dell'obbligo di deposito per le società di nuova costituzione o che siano state costituite da meno di tre anni. Per i dovuti approfondimenti si vedano per tutti: Ramondelli G., *In tema di nullità della società: l'art. 2505 c.c. ed i requisiti di validità dell'atto costitutivo (In particolare: la forma dell'atto costitutivo e deposito dei tre decimi)*, in *Temi Romana*, 1982, p. 60 ss; Campobasso G., *Diritto commerciale*, 2., *Le società*, Torino, 2006, p. 447. Per la giurisprudenza cfr., Trib. Pordenone, decr. 28 settembre 1990, in *Foro padano*, 1991, I, p. 187 ss.

108/2008, si deve tener conto dell'art. 25 co. 3° della legge n. 218/1995, in forza del quale le fusioni di enti con sede in Stati diversi sono efficaci solo se rispettano le leggi degli Stati interessati. La fusione tra una società italiana ed una straniera può avvenire solo se l'operazione è consentita anche dalla legge nazionale regolatrice della società straniera e sempre nel rispetto dei principi di entrambe le normative²⁵⁹.

In particolare, ogni società deve rispettare solo la legge nazionale a cui è soggetta quando si tratti di disposizioni autosufficienti (es. relative alle deliberazioni o alle iscrizioni in pubblici registri); essa deve rispettare invece le leggi di tutti gli Stati coinvolti quando venga richiesto un comportamento comune (es. la stipula dell'atto di fusione).

Il d.lg. 108/2008 fa salve le previsioni contenute nel reg. CE 2157/2001 in materia di costituzione di una società europea mediante fusione propria o per incorporazione di società per azioni aventi sede e amministrazione centrale nella Comunità quando almeno due delle società partecipanti alla fusione siano soggette alla legge di Stati membri differenti, nonché le previsioni del reg. CE 1435/2003 in materia di costituzione di una società cooperativa europea per fusione.

2.3.4 CENNI SULLE ACQUISIZIONI SVOLTE CON UN'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO (OPA)

Le offerte pubbliche rivolte alla generalità o ad un gruppo specifico di

²⁵⁹ Pertanto, per le fusioni non rientranti nell'ambito di applicazione del decreto, quindi, trova applicazione l'art. 25, co. 3° della legge 31 maggio 1995, n. 218 recante la riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato, che riconosce efficacia alle fusioni internazionali soltanto se poste in essere in conformità delle leggi degli Stati coinvolti, con conseguente applicabilità, anche in tal caso, dell'art. 2501-*septies* c.c.

risparmiatori (investitori istituzionali o dipendenti) possono essere di vendita o di sottoscrizione e riguardare titoli di nuova emissione o già collocati: 1) Offerte pubbliche di vendita (OPV) sono proposte irrevocabili e non modificabili di cessione di titoli già emessi; 2) Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS) sono invece proposte irrevocabili e non modificabili di cessione di titoli di nuova emissione²⁶⁰.

Nell'ordinamento è consentito procedere a offerte miste (OPV/OPS) che combinano un aumento di capitale e una cessione da parte dei soci di una quota della loro partecipazione. Gli scopi che l'azienda si propone di realizzare con un'offerta pubblica, possono essere molteplici: reperire capitale fresco, aumentare il flottante per, eventualmente, chiedere la quotazione, diffondere la partecipazione senza provocare effetti depressivi sugli andamenti della borsa.

Con il d.lgs. 9 novembre 2007, n. 229, attuativo della direttiva “opa”, sono state apportate significative modifiche alle disposizioni normative dettate in tema di partecipazione rilevante per i presupposti delle opa obbligatorie. In particolare, è stato notevolmente ampliato, quantomeno in astratto, il paniere di titoli dal cui acquisto può derivare l'obbligo di opa successiva totalitaria ed a ciò ha fatto riscontro anche un considerevole allargamento dell'oggetto dell'offerta che non sembrerebbe più individuato *per relationem* mediante riferimento alle azioni rilevanti per la *mandatory offer*.

²⁶⁰ È molto importante ricordare che il soggetto proponente, oltre ad avvertire la CONSOB deve presentare i documenti richiesti e adempiere ad obblighi di pubblicità (pubblicazione della notizia su un quotidiano nazionale), deve predisporre e depositare un prospetto informativo contenente informazioni sull'emittente (tipo di attività, assetto proprietario, organi sociali, situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale ecc.), il tipo di titolo oggetto dell'offerta e sulla sollecitazione (soggetti collocatori, ecc.). Sul punto si vedano tra gli altri: Poliani F., *Risarcimento del danno da mancata promozione di opa obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 1097; Mosca C., *Riorganizzazione della struttura proprietaria e opa obbligatoria*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 136; Enriques L., *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 657; Cisnetto V., *Il Gioco dell'OPA*, Milano, 2000, p. 138 ss; Salafia V., *Il procedimento per il lancio di una opa*, ne *Le Società*, 1999, 4, p. 394; Spaventa L., *La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999, p. 245 ss.

In base alla nuova formulazione dell'art. 105, co. 2°, TUF, si intende per “partecipazione” una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei “titoli” che “attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”²⁶¹.

L'elemento centrale della norma definitoria continua ad essere rappresentato dal riferimento al diritto di voto nelle delibere che vertono sul rinnovo degli amministratori o di coloro che andranno a costituire nel sistema dualistico l'organo cui compete la nomina dei membri del comitato di gestione. Del resto, tali decisioni sociali rappresentano “il primo tratto distintivo attraverso il quale si esercita il controllo sull'impresa societaria”²⁶².

Dal confronto con la precedente definizione normativa di partecipazione, emergono invece due importanti novità. Innanzitutto, il fatto che la responsabilità degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza sia stata opportunamente espunta dal novero degli argomenti rilevanti. Infatti, non poche perplessità aveva destato il possibile perfezionamento della fattispecie dell'opa successiva totalitaria anche in seguito all'acquisto di azioni con voto limitato alla responsabilità degli amministratori rappresentative di più del trenta per cento del capitale sociale: tale partecipazione, se si eccettua la possibilità di provocare la revoca di diritto degli amministratori ai sensi dell'art. 2393 c.c., non è idonea a

²⁶¹ In dottrina si vedano tra gli altri: Berlanda E., *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 880 ss; Accinini G. P., *Opa obbligatoria e condotta “artificiosa” nel reato di agiotaggio c.d. “manipolativo”*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 56; Gatti M., *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l'oggetto dell' o.p.a. successiva alla luce della riforma del t.u.f.*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, p. 163 ss; Miola M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 433.

²⁶² Cfr. sul punto Annunziata F., *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell'OPA obbligatoria*, in *Società*, 2004, p. 797 ss; Lener R., *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. Dir. Civ.* 1999, II, p. 267.

garantire un'influenza effettiva sulla gestione dell'impresa sociale, soprattutto ove si consideri la legittimazione delle minoranze azionarie all'esercizio dell'azione di responsabilità (art. 129 TUF e, successivamente, art. 2393-*bis* c.c.)²⁶³.

In secondo luogo, nel modificato art. 105, co. 2°, TUF viene sostituito il riferimento al "capitale rappresentato da azioni" con il termine "titoli". E dall'art. 101-*bis* del TUF si evince che per "titoli", ai fini della disciplina generale sulle opa, debbono intendersi tutti quegli "strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria"²⁶⁴.

²⁶³ Cfr. Annunziata F., *ult. op. cit.*, p. 798; Gatti M., *ult. op. cit.*, p. 163.

²⁶⁴ La definizione di cui sopra, desta più di un dubbio in relazione alla possibilità di considerare estesa la nozione di partecipazione anche gli strumenti finanziari partecipativi con diritto di voto su specifici argomenti (art. 2351, co. 5°, c.c.), ove siano emessi in serie da una società quotata e presentino il requisito della negoziabilità. Infatti, in caso di risposta positiva a tale quesito si dovrebbe ammettere non solo che i portatori di strumenti finanziari partecipativi possono concorrere con gli azionisti nell'assunzione di una deliberazione sociale, ma anche che è possibile attribuire loro il diritto di voto sulla nomina o revoca *degli* amministratori o *dei* componenti del consiglio di sorveglianza. E si tratta di un interrogativo che assume, ai fini della disciplina speciale sulle opa obbligatorie, una rilevanza centrale: infatti, dalla sua risoluzione possono derivarne una serie di ricadute di notevole impatto sul piano pratico, soprattutto nella prospettiva della tesi che considera strumenti finanziari partecipativi anche quelli previsti dall'art. 2411, co. 3°, c.c. (basti pensare alle problematiche che si verrebbero a creare in tema di calcolo della partecipazione ultrasoglia o al considerevole allargamento dell'oggetto dell'opa successiva totalitaria o, ancora, all'individuazione dei soggetti legittimati all'esercizio dei diritti previsti dall'art. 108, co. 1° e 2°, TUF). Per la verità, il problema in questione si era già posto all'indomani delle modifiche apportate alla disciplina dell'opa dal "decreto correttivo" del testo di riforma del diritto delle società di capitali. In quell'occasione, il legislatore aveva introdotto nell'art. 106 del TUF il co. 3-*bis*°, con il quale era stato attribuito alla Consob il potere di individuare con regolamento le ipotesi in cui, a seguito di acquisti a titolo oneroso, la detenzione congiunta di "azioni e strumenti finanziari con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'art. 105" facesse sorgere l'obbligo di opa, purché tali situazioni ulteriori fossero oggettivamente equivalenti a quelle previste per legge. Le potenzialità di "rottura" di questa disposizione normativa, che sembrava implicitamente ammettere il concorso degli strumenti finanziari partecipativi nelle deliberazioni assembleari concernenti la nomina delle cariche sociali, erano state ridimensionate alla luce del divieto codicistico di conferimento del voto nell'assemblea generale e del limite alla nomina di un solo amministratore. Tale lettura non sembrerebbe, però, riproponibile nel nuovo contesto normativo realizzatosi per effetto dell'adeguamento alla normativa comunitaria. L'interpretazione in chiave meramente antielusiva del previgente art. 106, co. 3-*bis*°, del TUF risultava, infatti, coerente con l'allora vigente definizione di partecipazione, la quale, benché modificata per tener conto della "dissacrazione" del diritto di voto operata dalla riforma, rimaneva pur sempre ancorata al capitale azionario. Inoltre, l'attuazione della delega da parte della Consob non avrebbe comportato il riconoscimento di un diritto al disinvestimento anche ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, in quanto l'oggetto dell'offerta era circoscritto alle azioni quotate in mercati regolamentati italiani con diritto di voto sugli argomenti rilevanti. Per gli approfondimenti del caso si vedano: Lener R., Tucci A., *La nuova disciplina dell'opa e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004, p. 556 ss; Benedettelli M., *Offerte pubbliche d'acquisto e*

L'art. 5, paragrafo 1, della Direttiva "opa" individua, tra i presupposti dell'opa totalitaria, la detenzione di una partecipazione che conferisca diritti di voto "in una percentuale tale da esercitare il controllo". La determinazione della soglia e delle relative modalità di calcolo è stata rimessa dal legislatore comunitario al singolo Stato Membro (art. 5, paragrafo 3, Direttiva "opa"), così da garantire una scelta coerente con il livello di concentrazione proprietaria tipico di ciascun ordinamento.

In Italia, le fasi che hanno accompagnato l'attuazione della Direttiva "opa" sono state caratterizzate da un vivace dibattito dottrinario che, in una prospettiva di analisi economica del diritto, si è incentrato sull'opportunità o meno del mantenimento di una soglia fissa come presupposto dell'offerta totalitaria e, in caso di risposta positiva, sull'individuazione di un livello ottimale della stessa²⁶⁵.

In sede attuativa il legislatore ha scelto di collocarsi nel solco della normativa previgente, ancorando l'obbligo di opa totalitaria al superamento di una determinata soglia. Probabilmente, tale opzione regolamentativa si giustifica, come in passato, in funzione della maggior certezza che soddisfa il ricorso ad una soglia fissa rispetto all'affidamento alla Consob del compito di verificare, caso per caso, quando sia mutato il controllo societario. Del resto, se si eccettuano gli obblighi di *disclosure* delle partecipazioni rilevanti in società quotate, l'individuazione di una determinata soglia, purché superiore rispetto al reale livello di concentrazione proprietaria,

concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario, in *Banca Borsa e Tit. Cred.* 2007, I, p. 551; Gatti M., *ult. op. cit.*, p. 163 ss; Pisani Massamormile A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1268 ss; Mucciarelli F., *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.* 2008, I, p. 448; Cian M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova s.p.a.*, in Abbadessa P., Portale G. B., (a cura di), *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 1, Torino, 2007, p. 743 ss.

²⁶⁵ Cfr. Costi R., *Il mercato mobiliare*, 5 ed., Torino, 2008, p. 90 ss; Onado M., Macchiati A., *Se il mercato di controllo proprietario assomiglia a Chinatown*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2755.html>; Cavazzuti F., *E sull'Opa Zapatero dà il buon esempio*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2892.html>; Barucci E., *Scatole, patti e scalate*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2850.html>; Minervini G., *Tre pareri in materia di Opa*, in *Contratto e Impresa*, 1995, p. 545 ss.

consente che al di sotto della stessa si possano produrre “fuori opa” le esternalità positive del mercato del controllo societario (sanatoria dei difetti di gestione, prevenzione degli abusi delle persone a cui sono delegati poteri ed incremento della fiducia degli investitori nel mercato dei capitali di rischio con il positivo effetto di favorirne lo sviluppo)²⁶⁶.

Il ricorso ad una soglia fissa che, invece, sia inferiore rispetto all’effettivo grado di concentrazione proprietaria, si giustifica nella prospettiva di quella parte della dottrina che aderiva alle idee neolibériste sull’efficienza dei *takeovers*²⁶⁷ e, quindi, individuava nell’obbligo di opa totalitaria introdotto con il TUF “una formidabile *poison pill*” contro acquisizioni ostili nelle mani dei gruppi di controllo e dei *managers* che ne costituiscono espressione²⁶⁸: infatti, una soglia bassa, benché non consenta il ricambio del controllo “fuori opa”, provoca una riduzione della concentrazione proprietaria nell’ambito delle società quotate e, per tale via, anche

²⁶⁶ Cfr. per tutti: Weigmann R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo G. E., Portale G. B., Torino, 1993, *passim*.

²⁶⁷ Secondo tale tesi, in un mercato spontaneamente efficiente l’opa svolge una funzione di *test* di mercato: infatti, di fronte ad un’opa gli investitori non saranno disposti a cedere le loro azioni, salvo che il corrispettivo non sia maggiore di quanto offerto dal mercato; non diversamente, gli offerenti non avanzeranno offerte, salvo che non ritengano di poter utilizzare il patrimonio dell’impresa in modo tale da rendere vantaggioso il pagamento di un sovrapprezzo, evento che comporta un incremento della produttività. Di conseguenza, tale operazione, soprattutto se ostile, rappresenta uno strumento capace di promuovere solo le esternalità positive del mercato del controllo societario e, dunque, ogni ostacolo, introdotto a livello normativo (obbligo di opa, offerte concorrenti, misure difensive), ad un’opa sempre “buona” si tradurrebbe in un danno per gli stessi azionisti di minoranza e per il sistema economico nel suo complesso. Per contro, secondo una parte della dottrina, l’interesse dei soci alla massimizzazione del rendimento dell’investimento azionario, dato un certo livello di rischio dell’attività d’impresa, è considerato un interesse giuridicamente rilevante (cfr., per tutti, Enriques L., *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000, p. 160 ss, ove ampi riferimenti bibliografici) e coincide, *in assenza di esternalità negative*, con l’interesse “generale” all’efficiente utilizzo delle risorse produttive, in tal senso si vedano altresì: Easterbrook F. H., Fischel D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass.-London, 1991, p. 38-39 (trad. it. *L’economia delle società per azioni*, Milano, 1996); Pardolesi R., Portolano A., *All’ombra delle piramidi. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato concorrenza regole*, 2001, 1, p. 102; Comba A., *Neoliberalismo internazionale e global economic governance-Sviluppi istituzionali e nuovi strumenti*, Torino, 2008, *passim*.

²⁶⁸ Carbonetti F. *La nuova disciplina delle opa*, in *Riv. Soc.*, 1998, p. 1352 ss.

una maggiore apertura al risparmio²⁶⁹.

In considerazione di tali opposte finalità, la conferma legislativa della soglia del trenta per cento assume una valenza neutra, visto che il perseguimento degli obiettivi richiamati avrebbe forse richiesto, come auspicato da parte della dottrina, un innalzamento o un abbassamento della stessa oppure una sua differenziazione in funzione della capitalizzazione delle imprese (c.d. doppio scalino). Tale scelta, probabilmente, sembra da ricondursi al proposito di uniformarsi ad altri ordinamenti che hanno attuato la Direttiva “opa”, anche in vista della realizzazione di un *level playing field* volto a favorire l’afflusso di capitali esteri sul mercato italiano²⁷⁰.

Tuttavia, al mantenimento di una soglia fissa non segue alcuna indicazione in relazione alle relative modalità di calcolo: infatti, l’art. 106, co. 1°, TUF si limita ad

²⁶⁹ Ad esempio, alcune analisi statistiche hanno evidenziato che la quota detenuta dal primo azionista si è ridotta di circa dieci punti percentuali dal 2001 al 2004, passando dal 42,2% al 32,5%; nello stesso periodo è cresciuta la quota detenuta dagli azionisti rilevanti diversi dal primo, passata dal 9,8% al 12,9%). Si veda per i dovuti approfondimenti Cardia L., *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Milano, 15 luglio 2005, p. 35.

²⁷⁰ In dottrina si vedano tra gli altri: Angelillis A., Mosca M. C., *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Comunità Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1106 ss; Armour J., Skeel D. A., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in 95 *Georgetown L.J.* 1727, 2007; Benedettelli M., *Offerte pubbliche d’acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, I, p. 551 ss; Ferrarini G., *Implementing the European Takeover Directive in Italy: Requirements and Options*, dattiloscritto; Gatti M., *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, p. 416 ss.; Lamandini M., *Legiferare “per illusione ottica”? OPA e reciprocità “italiana”*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 240 ss; Magliano R., *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva società: dall’armonizzazione alla concorrenza tra sistemi normativi*, in *Dir. comm. int.*, 2005, II, 283 p. ss; Mucciarelli F. M., *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull’opa*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 830 ss; *ID.*, *L’attuazione della Direttiva opa nell’ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 448 ss; Sfameni P., *La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 285 ss; *ID.*, *La disciplina europea sull’opa: il Consiglio dei Ministri dell’Unione Europea approva all’unanimità il testo di compromesso*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1351 ss; *ID.*, *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1000 ss; Libonati B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 177 ss; Ventruzzo M., *La Tredicesima direttiva dell’Unione Europea in materia di offerte pubbliche d’acquisto verso l’approvazione*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 678 ss; *ID.*, *Respinta dal Parlamento Europeo la Tredicesima direttiva sull’opa*, in *Riv. soc.*, 2001, 955 ss; *ID.*, *Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in *Texas International Law Journal*, 2006, p. 171 ss, e in *Corporate Practice Commentator*, 2007, p. 779 ss; *ID.*, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep’s Clothing: Taking Armour & Skeel’s Thesis to Continental Europe*, dattiloscritto del gennaio 2008, pubblicato in <http://www.ssrn.com>; Cannizzaro G., *Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *Commentario al Testo Unico*, II, Padova, 1998, p. 980 ss.

imporre l'obbligo di opa totalitaria "a chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento", senza specificare in rapporto a quale parametro debba calcolarsi tale la soglia.

Rispetto al regime previgente, una specificazione delle modalità di calcolo della soglia rilevante sarebbe risultata forse opportuna in ragione dell'ingresso degli strumenti finanziari partecipativi nella nozione primaria di partecipazione.

Sebbene per partecipazione si intenda una "quota" dei titoli (art. 105, co. 2°, TUF), non sembrerebbe possibile, in caso di emissione di strumenti finanziari partecipativi, calcolare la partecipazione ultrasoglia in rapporto all'ammontare complessivo del capitale sociale e dell'investimento non azionario con diritto di voto nelle materie rilevanti. Si è visto, infatti, che l'autonomia statutaria non parrebbe vincolata ad un rigido rispetto del principio di proporzionalità fra unità di voto e valore nominale dell'azione in sede di attribuzione del diritto di voto agli strumenti partecipativi: tale limite opera solo "al rialzo" a tutela delle azioni e, dunque, non vieta l'emissione di strumenti finanziari partecipativi con voto frazionato oppure l'attribuzione dell'unità di voto in ragione di apporti economicamente più ingenti rispetto al valore del conferimento unitario per azione.

Inoltre, l'unitarietà del concetto normativo di partecipazione²⁷¹ non parrebbe

²⁷¹ Prima dell'attuazione della normativa comunitaria, parte della dottrina proponeva di interpretare in chiave antielusiva gli art. 105, co. 2°, e 106, co. 1°, TUF, nel senso che da tali disposizioni era possibile dedurre la sussistenza di tre diverse nozioni di partecipazione in base al tipo di deliberazione assembleare normativamente indicato (nomina, revoca, responsabilità). Si ipotizzava, ad esempio, che nel caso di una società con 500 azioni a voto pieno e 500 azioni a voto limitato sulla responsabilità, l'acquisto di più del trenta per cento del capitale rappresentato dalle sole azioni a voto pieno comportasse l'obbligo di lanciare l'offerta pubblica di acquisto su tutte e solo le azioni a voto pieno, stante la corrispondenza normativa, sia pure tendenziale, tra azioni rilevanti per i presupposti e per l'oggetto dell'opa. Questa interpretazione, alla luce delle nuove che spezzano tale corrispondenza ed ampliano considerevolmente l'oggetto dell'offerta, non sembrerebbe più sostenibile anche in una prospettiva di analisi economica del diritto. Del resto, il ricorso ad una soglia partecipativa fissa è pur sempre legato all'esigenza di garantire, al disotto della stessa, la libera produzione delle esternalità positive del mercato del controllo societario. Cfr. Gatti M., *ult. op. cit.*, p. 163.

neppure consentire una moltiplicazione²⁷² o frammentazione²⁷³ della soglia partecipativa rilevante ai fini del sorgere dell'obbligo di opa totalitaria. Del resto, diversa sembrerebbe la soluzione seguita dallo stesso legislatore in tema di *sell out* e *squeeze out*. Infatti, l'obbligo ed il diritto di acquisto previsti, rispettivamente, a favore dei possessori dei titoli residui e dell'offerente divengono esigibili se, in seguito ad un'opa totalitaria obbligatoria o volontaria, si venga a detenere una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del "capitale rappresentato da titoli". Tuttavia, gli artt. 108, co. 1°, e 111, co. 1°, TUF prevedono espressamente che "qualora siano emesse diverse categorie di titoli", l'obbligo o il diritto di acquisto riguarda solo "le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento"²⁷⁴.

Una diversa soluzione, avallata dallo stesso legislatore comunitario (ma per tener conto delle azioni a voto plurimo, non ammesse nel nostro ordinamento), potrebbe essere quella di calcolare la soglia rilevante per l'opa totalitaria in rapporto alla percentuale di diritti di voto attribuita dalle azioni e dagli strumenti finanziari partecipativi sugli argomenti rilevanti. In tale prospettiva, se, ad esempio, una s.p.a.

²⁷² Ad esempio, si potrebbe sostenere che l'obbligo di opa totalitaria sorga in seguito ad acquisti che comportino la detenzione di una partecipazione che complessivamente è superiore alla soglia del trenta per cento sia del capitale sociale rilevante sia dell'ammontare dell'investimento non azionario con voto sugli argomenti previsti dall'art. 105 TUF. È evidente, però, che tale soluzione rischierebbe di consentire una facile elusione della disciplina: infatti, il solo acquisto di una partecipazione azionaria che consenta di esercitare il controllo finanche di diritto di una s.p.a. quotata, non farebbe sorgere l'obbligo di opa totalitaria ove tale società abbia collocato sul mercato strumenti finanziari partecipativi con voto sugli argomenti rilevanti. Si veda per tutti: Gatti M., *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'Opa e "l'autorizzazione di conferma"*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, p. 511.

²⁷³ In astratto, potrebbe anche ipotizzarsi che in presenza di azioni e strumenti partecipativi con voto nelle materie rilevanti, l'obbligo di opa totalitaria dipenda dall'acquisto di una partecipazione che comporti il superamento della soglia del trenta per cento del capitale azionario o dell'ammontare dell'investimento non azionario. Tuttavia, tale soluzione, soprattutto ove si ritenga necessario riservare agli azionisti il governo della società, implicherebbe l'imposizione dell'obbligo di offerta totalitaria anche al soggetto che si limiti ad acquistare più del trenta per cento degli strumenti finanziari partecipativi con voto sugli argomenti rilevanti emessi da una s.p.a. quotata e che, pertanto, non ottiene il controllo della stessa.

²⁷⁴ Analoga è la soluzione prevista dall'art. 108, co. 2°, TUF per l'obbligo di acquisto individuale che ha sostituito l'opa residuale.

quotata emette strumenti finanziari partecipativi con diritto di voto su uno o più degli argomenti rilevanti, l'obbligo di opa totalitaria sorgerà a carico del soggetto che, in seguito ad acquisti, verrà a detenere una partecipazione attributiva di più del trenta per cento del numero complessivo dei diritti di voto sugli argomenti indicati nell'art. 105 TUF. Del resto, tale conclusione parrebbe trovare una conferma nel modificato co. 3° dell'art. 105 del TUF, che rimette alla potestà regolamentare della Consob l'individuazione dei “criteri di calcolo della partecipazione di cui al co. 2° nelle ipotesi in cui i titoli di cui al medesimo comma, risultino privati, per effetto di disposizioni legislative o regolamentari, del diritto di voto”.

Per la verità, con tale disposizione sembrerebbe che il legislatore abbia inteso altresì risolvere definitivamente il problema della rilevanza delle ipotesi di sospensione legale del diritto di voto ed, in particolare, del possesso di azioni proprie - cui va equiparato quello degli strumenti partecipativi²⁷⁵ - ai fini del calcolo della soglia rilevante.

Com'è noto, sul tema si erano avute varie prese di posizione da parte della dottrina certamente influenzate dal contesto normativo in cui si calavano. Infatti, prima dell'adeguamento della disciplina sulle opa alla riforma del diritto societario, la dottrina prevalente riteneva che il calcolo della soglia partecipativa rilevante dovesse essere operato computando, tanto al denominatore quanto al numeratore, anche le azioni con voto sospeso *ex lege*, ivi comprese, sicuramente per il denominatore, le azioni proprie.

Questa considerazione indiscriminata delle varie fattispecie di limitazione legale

²⁷⁵ Sull'applicabilità in via analogica dell'art. 2357-ter, co. 2°, c.c., e, più in generale, sull'operatività delle regole di sospensione del diritto di voto anche per gli strumenti finanziari partecipativi si vedano: Lamandini M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I, p. 519 ss; Cian M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, 2006, Milano, *passim*.

del voto, avallata in un primo momento dalla stessa Consob limitatamente al caso delle azioni proprie²⁷⁶, dipendeva principalmente dal fatto che l'obbligo di offerta successiva totalitaria non derivava dal conseguimento di una posizione di controllo (come avveniva nel vigore della Legge "opa")²⁷⁷, ma dal superamento di una soglia fissa del capitale sociale. Del resto, la stessa definizione normativa di partecipazione era svincolata dal requisito della disponibilità del voto (a differenza della nozione di controllo societario di cui all'art. 93 TUF), basandosi esclusivamente sulla detenzione di azioni ordinarie²⁷⁸

Tale interpretazione letterale del testo normativo aveva costituito oggetto di alcune critiche in seguito alle novità introdotte dal "decreto correttivo" del testo di riforma del diritto delle società di capitali. Al di là del rilievo centrale assegnato alla disponibilità del diritto di voto nell'allora nuova formulazione dell'art. 105 del TUF, parte della dottrina aveva, infatti, sostenuto l'impossibilità di operare una *reductio ad unum*, in punto di *ratio*, delle varie ipotesi di sospensione legale del voto, traendo anche spunto dal diverso trattamento che in tema di calcolo dei *quorum* assembleari viene riservato al possesso di azioni proprie rispetto alle altre ipotesi di limitazione legale del diritto di voto.

Secondo tale tesi, il possesso di azioni proprie si differenzia funzionalmente da quest'ultime per il fatto che la sospensione del diritto di voto non opera per motivi

²⁷⁶ Comunicazione n. DIS/99043363 del 28 maggio 1999. Per approfondimenti si veda per tutti: Picone L. G., Quatraro B., *Manuale Teorico-Pratico Delle Offerte Pubbliche Di Acquisto E Scambio. Dottrina*, Milano, 2006, *passim*.

²⁷⁷ L. 12 febbraio 1992, n. 149.

²⁷⁸ In dottrina si vedano: Bianchi, *Commento ad art. 105 Testo Unico della Finanza*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza, D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58*, in *Commentario a cura di Marchetti-Bianchi*, I, Milano, 1999, p. 321 ss; Enriques L.; *Quale disciplina per le acquisizioni ostili ?*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 1999, p. 177 ss, *contra*, in relazione alle azioni proprie Giudici P., *L'acquisto di concerto*, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 490 ss; Desana E., *OPA obbligatoria "da concerto occulto": alcune considerazioni a margine della vicenda SAI-Fondiaria*, in *Giur. it.*, 2004, p. 2112 ss.

sanzionatori, ma costituisce il riflesso sul piano organizzativo del fatto che tali azioni “non rappresentano alcun investimento e che ad esse non corrisponde quindi alcuna posizione di potere in seno alla compagine azionaria”²⁷⁹.

In tale prospettiva, il calcolo della soglia rilevante si sarebbe dovuto operare, nel regime previgente, ponendo, al denominatore, l'effettiva quota di capitale partecipativa e con diritto di voto nelle materie rilevanti e, dunque, senza tener conto delle azioni proprie e computando, invece, tutte le azioni private del voto per motivi sanzionatori, visto che, altrimenti, si sarebbe corso il rischio di imputare a carico di un'azionista l'obbligo di opa totalitaria in conseguenza del comportamento anti-giuridico di un altro socio.

Tale interpretazione logico-sistematica del previgente art. 105, co. 2°, TUF soddisfa quelle esigenze di certezza giuridica invocate in sede giurisprudenziale²⁸⁰ ed avrebbe forse meritato maggior considerazione in sede di recepimento della Direttiva "opa", per la quale devono intendersi offerte pubbliche di acquisto soltanto le offerte successive o strumentali all'acquisizione del *controllo* (art. 2, paragrafo 1).

La scelta legislativa di ricorrere ad una delega in bianco in favore della Consob non sembrerebbe forse opportuna, se si considera che la relativa attuazione implica pur sempre una relativizzazione della soglia rilevante e, dunque, l'effettuazione di una scelta di politica del diritto da operarsi in sede primaria (soprattutto alla luce dell'alto "valore euristico" dell'art. 91 TUF che deve guidare l'Autorità di Vigilanza

²⁷⁹ Cfr. per tutti: Cacchi Pessani S. *Le azioni proprie nei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 277 ss; Scipione L., *La nuova disciplina dell'o.p.a. Europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005, p. 22-42.

²⁸⁰ In giurisprudenza si vedano: Cons. Stato, 13 maggio 2003, n. 4142 in *Giur. It.*, 2004, p. 2112; Trib. Milano, 21 maggio 2007 n. 6212, in *Società*, 2, 2008.

nell'esercizio del proprio potere regolamentare)²⁸¹

Prima dell'attuazione della normativa comunitaria, la fattispecie dell'opa successiva totalitaria era fondata sulla detenzione della partecipazione ultrasoglia in seguito ad acquisti a titolo oneroso. Il mero verificarsi di una situazione di presunta non contendibilità del controllo societario assumeva, pertanto, una valenza neutra ai fini dell'obbligo di offerta, dal momento che al *right of exit* riconosciuto agli azionisti doveva corrispondere la sopportazione di un costo da parte del soggetto che volontariamente superava la soglia rilevante²⁸².

Al contrario, la nuova formulazione degli artt. 106, co. 1°, e 109, co. 1°, TUF, prescinde dal riferimento all'onerosità dell'acquisto: l'obbligo di offerta viene, infatti, ricollegato alla detenzione della partecipazione superiore al trenta per cento “in seguito ad acquisti”. Tali modifiche del testo normativo destano più di un dubbio in relazione alla possibilità di ritenere integrati gli estremi della fattispecie anche

²⁸¹ A ben vedere, la “tutela degli investitori” di cui all’art. 91 del t.u.f. rappresenta uno degli obiettivi per il cui perseguimento sono stati attribuiti alcuni poteri, rappresenta cioè uno degli interessi pubblici che la Consob dovrà tutelare con la sua azione. Tuttavia, tale tutela, non dovrà essere giudicata, come intende la Corte di Cassazione (sent. n. 500 del 22 luglio 1999, in *Foro it.*, 1999, I, p. 2487, con Osservazioni di Palmieri A. e Pardolesi R.; per la sua indubbia importanza, essa è stata annotata in tutte le principali riviste giuridiche italiane; si vedano, tra i tanti contributi, quelli pubblicati nell’annata 2000 della Rivista di diritto civile, di Busnelli F. D., (I, p. 335 ss.), Gambaro A., (I, p. 355), Oppo G., (I, p. 391), Falzea A., (I, p. 679), Bianca C. M., (I, 689), Proto Pisani A., (I, p. 775). Cfr. altresì Clarich M., *La responsabilità della Consob nell’esercizio dell’attività di vigilanza: due passi oltre la sentenza della Cassazione n. 500/99*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 223 ss) per il tramite dello strumento del diritto soggettivo dei risparmiatori, giacché la Consob nell’orientare i propri poteri dovrà svolgere necessariamente un bilanciamento d’interessi, a volte configgenti, che mal si concilia con lo schema privatistico della relazione diritto-obbligo. Infatti, la Consob dovrà esercitare i propri poteri, certamente avendo di mira la tutela degli investitori, ma al contempo comparando questo interesse con l’altra finalità pubblica - prevista anch’essa dall’art. 91 t.u.f. - della tutela della competitività del mercato dei capitali e con l’interesse privato dell’emittente e degli altri soggetti coinvolti nell’operazione di offerta (si pensi al responsabile del collocamento dei prodotti finanziari, alla società di revisione, allo sponsor, ecc.). Cfr. in dottrina: Annunziata F., *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell’OPA obbligatoria*, cit., p. 797 ss; Romagnoli G., *Diritti dell’investitore e dell’obbligazionista nell’opa obbligatoria*, Padova, 2005, *passim*; Rodorf R., *Sollecitazione all’investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, c. 270; Scognamiglio C., *Responsabilità dell’organo di vigilanza bancaria e danno meramente patrimoniale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, p. 534 ss, spec. p. 544-545; Maimeri F., *La Consob come autorità indipendente*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 907 ss; Libonati B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 175-176.

²⁸² Cfr. Romagnoli, *ult. op. cit.*, p. 40 ss.

nell'ipotesi in cui il superamento della soglia sia dipeso da acquisti a titolo gratuito e, dunque, da fattispecie negoziali svincolate dalla sopportazione di un sacrificio di natura economica (ad esempio, comodato, donazione o successione)²⁸³.

La rilevanza di tali acquisti sembrerebbe evincersi dalla Relazione governativa allo Schema definitivo di Decreto Legislativo, dove viene precisato che, in virtù delle osservazioni delle Commissioni parlamentari, il criterio suppletivo del prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi, previsto dall'art. 106, co. 2°, TUF per l'ipotesi in cui non siano stati compiuti acquisti per una o più delle categorie di titoli emessi dalla società, "è stato esteso al caso in cui non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso".

In base a tale lettura, la conferma dell'esenzione dall'obbligo di opa per casi in cui il superamento della soglia sia determinato da "cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente" (art. 106, co. 5°, lett. c), TUF) sembrerebbe indicare che, ai fini

²⁸³ La soglia del 30% è stata fissata da un lato seguendo il modello dell'ordinamento inglese (2) che per primo aveva disciplinato in tal modo le opa e dall'altro tenendo conto che nelle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati la partecipazione di controllo si attesta generalmente intorno al 30%. Cfr. sul punto Weigmann R., *Art. 106. Opa totalitaria*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario* diretto da Campobasso G., II, Torino, 2002, p. 911, il quale sostiene che: "la scelta fatta nel 1998 di adottare il modello vigente sul mercato finanziario più grande ed evoluto d'Europa « è stata da taluno criticata, in quanto giustificata da un modello che mal si adatterebbe alla situazione delle società quotate nel nostro paese, per lo più assoggettate ad un controllo stabile anziché al regime delle public companies". ».Peraltro, il rapporto causa-effetto parrebbe essere invertito da chi ritiene che sul mercato del controllo societario in poco meno di dieci anni – cioè dal 1997 al 2006 – vi sarebbe stato un effetto soglia che avrebbe indotto chi detiene il controllo di fatto ad attestarsi intorno al 30%, al fine di mettersi al riparo da eventuali tentativi di scalata (Sul punto si veda Cavazzuti F., *Effetto soglia sull'opa*, in *www.lavoce.info* del 14 maggio 2007, il quale cercando il riscontro empirico di tale effetto riferisce che nel 1997 c'erano 11 società per le quali la quota di controllo era compresa tra il 25 e il 35 per cento; mentre nel 2006 le società per le quali la quota di controllo era compresa tra il 25 e il 35 per cento sono diventate 34, per circa il 12 per cento del numero totale delle società quotate.). La *ratio* economica della regola in discorso risiederebbe nel fatto che in una società contendibile i meccanismi di mercato consentirebbero di risolvere i problemi di agenzia tra investitori e amministratori, inducendo – almeno in teoria questi ultimi ad agire nell'interesse dei primi. Conseguentemente, la disciplina dell'opa obbligatoria sarebbe intesa a favorire la contendibilità delle società quotate, disincentivando la progressiva concentrazione degli assetti proprietari mediante una regola che rende tale operazione più costosa. Per approfondimenti si vedano: Melis G., *Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Torino, 1999, p. 30; Mosca M. C., *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso Sai-Fondiaria*, in *Riv. società*, 2007, p. 1326 ss; ivi ulteriori riferimenti bibliografici.

dell'opa successiva totalitaria, rileva esclusivamente la volontarietà dell'atto con cui si acquistano i titoli che portano al superamento della soglia rilevante.

In tale prospettiva, l'offerta totalitaria parrebbe funzionale alla soluzione dei problemi di *agency* che seguono al trasferimento del controllo sul presupposto che sarà fisiologico un conflitto tra i soci di maggioranza e quelli di minoranza, cui viene, pertanto, riconosciuto un *way out* prima che tale conflitto si verifichi.

Tuttavia, l'art. 106, co. 5°, lett. f), TUF prevede una nuova fattispecie esonerativa dall'obbligo di offerta: tale disposizione normativa, infatti, attribuisce alla Consob la potestà regolamentare di individuare i casi in cui il superamento della soglia non comporta l'obbligo di offerta ove sia determinato da "acquisti a titolo gratuito"²⁸⁴.

Per poter fornire una possibile chiave di lettura coordinata delle nuove norme è forse opportuno operare un passo indietro ed analizzare le ragioni che si ponevano alla base dell'esplicita menzione della natura onerosa dell'acquisto nel previgente art.

²⁸⁴ Con riguardo al contenuto delle disposizioni richiamate, il co. 5° prevede una serie di fattispecie di esenzione, rimettendo peraltro alla CONSOB il compito di stabilire con regolamento i casi specifici che sono riconducibili in dette fattispecie; inoltre, il co. 6° attribuisce sempre alla CONSOB il potere di adottare dei provvedimenti motivati «individuali», in presenza di casi astrattamente riconducibili alle fattispecie di esenzione previste al co. 5°, ma non espressamente disciplinati nel regolamento. La disciplina delle esenzioni dalle opa obbligatorie, fino a prima dell'emanazione del t.u.f. nel 1998 era a dir poco essenziale, essendo limitata ad una sola fattispecie, quella dei trasferimenti del controllo infragruppo, prevista all'art. 10 co. 12° della l. n. 149/92 (così detta Legge Opa). Nel vigore di tale legge, tuttavia, sia in sede dottrinale che ad opera della CONSOB era stata proposta e da quest'ultima attuata una estensione della disciplina in discorso per ricomprendervi ipotesi che, pur essendo tali da determinare un obbligo di opa – nelle possibili accezioni di opa preventiva (*ex art. 10 co. 1°-3°*) (in dottrina si veda a tal riguardo Benazzo P., *I presupposti dell'o.p.a. preventiva*, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 116 ss.), o ancora di opa incrementale (*ex art. 10, co. 7°*) o infine di opa successiva (*ex art. 10 co. 8°*) – non erano ritenute così gravi da giustificare l'eccessiva severità della soggezione ad uno di questi obblighi imposta dalla disciplina in discorso. A tale opera adeguatrice volta a temperare il rigore della legge ha fatto poi seguito l'intervento attivo del legislatore che, nel licenziare il testo unico della finanza, oltre a recepire le indicazioni della migliore dottrina – in particolare, in tema di acquisti a titolo gratuito e di acquisti derivanti da aumenti di capitale – e diversi degli orientamenti della CONSOB ormai consolidatisi – soprattutto in tema gli acquisti che si inseriscono in operazioni di salvataggio di imprese in crisi o di operazioni di fusione – da un lato ha provveduto a ridisegnare i contorni dell'unica fattispecie di esenzione prevista in precedenza, dall'altro ha introdotto delle fattispecie innovative – come le operazioni di carattere temporaneo e le operazioni di fusione e scissione. Cfr. per quanto riguarda quest'ultimo filone dottrinario: Montalenti F., *Opa: la nuova disciplina*, cit., p. 175; Proverbio D., *Brevi note in tema di OPA a cascata*, in *Società*, 1999, p. 886; Cannella C., *Art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza (d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58)*. *Commentario* a cura di Marchetti Bianchi, I, Milano, 1999, p. 338 ss; Enriques L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, cit., p. 135, nota n. 22.

106, co. 1°, TUF. Com'è noto, con tale opzione regolamentativa il legislatore voleva risolvere l'interrogativo sorto durante la vigenza della Legge "opa" circa la possibile rilevanza, ai fini dell'obbligo di opa preventiva o successiva, dell'acquisto a titolo gratuito dell'intera partecipazione idonea a garantire il controllo della società. Infatti, l'art. 10 della Legge "opa", oltre ad utilizzare espressioni neutre su un piano giuridico, quali "acquire" o "acquisti", non prevedeva una deroga al principio dell'offerta obbligatoria nel caso dell'acquisto a titolo gratuito della partecipazione rilevante (a differenza, ad esempio, dell'ordinamento francese). Tuttavia, tale lacuna era stata colmata da autorevole dottrina sulla base di un'interpretazione teleologica dell'art. 10, co. 8°, Legge "opa" che imponeva la promozione dell'opa successiva ad un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi di acquisto dei titoli già trasferiti: infatti, il motivo ispiratore di tale norma era rappresentato dall'esigenza di assicurare agli azionisti di minoranza una partecipazione *pro rata* al premio di controllo²⁸⁵, la quale non era rinvenibile nel caso di un acquisto a titolo gratuito della partecipazione rilevante²⁸⁶.

²⁸⁵ Com'è noto, la teoria, fatta propria dalla Legge "opa", che giustifica l'opa obbligatoria con l'esigenza di assicurare agli azionisti di minoranza una partecipazione *pro rata* all'intero premio di controllo, in base al principio della parità di trattamento, viene considerata fragile "sia sul piano giuridico che sul piano economico", visto che presuppone l'operatività della *equal treatment rule* al di là dei rapporti tra la società ed i soci ed ostacola oltremodo i trasferimenti del controllo efficienti sotto duplice profilo: da un lato, per il fatto che la partecipazione *pro rata* al premio di controllo da parte delle minoranze riduce la propensione del venditore a disfarsi del controllo e, dunque, rappresenta "un'imposta sui trasferimenti"; dall'altro lato, poiché l'incentivo all'acquisto del controllo viene meno nel caso in cui il corrispettivo offerto, da distribuire *pro rata* a tutti gli azionisti esterni, rifletta non solo il premio di controllo ma anche i futuri miglioramenti nella gestione della società, dal momento che si priva *ex ante* il compratore delle plusvalenze che sia in grado di generare in qualità di nuovo controllante, eccezione fatta per la quota che egli eventualmente già possiede, ancor prima di acquistare il pacchetto di controllo. Cfr. per tutti: Pagano M., Panunzi F., Zingales L., *Osservazioni sulla disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. società*, 1988, p. 152 ss.

²⁸⁶ Cfr. per tutti Libonati B., *ult. op. cit.*, p. 175-176, il quale, muovendo dal presupposto che la disposizione in commento, nella sua versione originaria, prendeva in considerazione il solo acquisto a titolo oneroso, riferiva « l'onerosità all'ultimo acquisto, quello che ha fatto superare la soglia del 30%: chi ad es. per eredità o per legato o per donazione detenga una quota del 20% e poi compri l'11% delle azioni ordinarie, è soggetto all'obbligo di opa, appunto perché è intenzionalmente diventato azionista ordinario al 30%+1 a seguito di acquisto a titolo oneroso».

L'espressione "a seguito di acquisti a titolo oneroso" introdotta nel previgente art. 106, co. 1°, TUF poteva, però, condurre a dare rilevanza al carattere oneroso del singolo acquisto che portava al superamento della soglia e, dunque, consentire una facile elusione dell'obbligo di offerta attraverso, ad esempio, l'acquisto a titolo oneroso di una partecipazione pari al trenta per cento ed il successivo acquisto a titolo gratuito di un'azione con diritto di voto sugli argomenti rilevanti²⁸⁷. Parte della dottrina, anzi, sosteneva che l'intera quota di capitale doveva essere acquistata a titolo oneroso e che, pertanto, quella parte di capitale acquisita a titolo gratuito non andava computata nella percentuale rilevante ai fini dell'individuazione dell'obbligo di opa²⁸⁸.

Sotto tale profilo, l'implicita rilevanza che il legislatore sembrerebbe assegnare anche ai casi in cui il superamento della soglia sia avvenuto per effetto di acquisti a titolo gratuito parrebbe da leggersi in chiave antielusiva e non nel senso che il *way out* riconosciuto agli azionisti (ma non solo ad essi) opera in presenza di qualsivoglia mutamento del controllo.

Infatti, in base alla nuova disciplina i presupposti dell'opa successiva totalitaria saranno integrati anche nel caso in cui l'acquisto formalmente a titolo gratuito dei titoli che portano al superamento della soglia sia in realtà collegato a precedenti acquisti a titolo oneroso, così da dar luogo ad un'unica operazione sorretta dalla volontà di oltrepassare la soglia e pur sempre caratterizzata, su un piano strettamente empirico, dalla sopportazione di un sacrificio in termini economici.

Del resto, il sorgere dell'incombente in tale ipotesi sembra coerente con

²⁸⁷ Cfr. Enriques L., *ult. op. cit.*, p. 73, nota n. 69.

²⁸⁸ Si veda per tutti Picone L., *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999, p. 192, nota n. 35, per il quale: "la parte del capitale acquisita a titolo gratuito non andava computata nella percentuale rilevante ai fini dell'individuazione dell'obbligo di acquisto".

quell'esigenza di eliminare *ex ante* la convenienza dei trasferimenti concordati del controllo di natura dissipativa che si pone alla base della disciplina dell'opa successiva totalitaria introdotta con il TUF: infatti, anche un'operazione così congegnata potrebbe essere sorretta dalla volontà di depredare la società presa di mira mediante l'estrazione di elevati benefici privati del controllo di tipo pecuniario (ad esempio, compensi eccessivi)²⁸⁹.

In tale prospettiva, l'acquisto a titolo gratuito dell'intera partecipazione ultrasoglia dovrebbe rientrare tra le fattispecie esonerative dall'obbligo di offerta non per il fatto che è indipendente dalla volontà del soggetto agente, ma proprio perché è svincolato dalla sopportazione di un costo in senso lato e, probabilmente, da una finalità di natura predatoria.

La rilevanza, sia pure in chiave antielusiva, degli acquisti a titolo gratuito sembrerebbe confermare l'autorevole tesi dottrina che considera sussistente l'obbligo di offerta anche nel caso in cui il superamento della soglia sia avvenuto per effetto di operazioni di costituzione in usufrutto o in pegno dei titoli, nei limiti in cui non si accompagnino ad una deroga convenzionale della norma che riserva la spettanza del diritto di voto al creditore pignoratizio o all'usufruttuario (art. 2352, co. 1°, c.c.)²⁹⁰. Infatti, un'interpretazione letterale delle disposizioni contenute nel previgente art. 106, co. 1° e 2°, TUF poteva condurre a ritenere integrati gli estremi della fattispecie solo allorquando il superamento della soglia fosse dipeso da un acquisto a titolo oneroso delle azioni con diritto di voto sugli argomenti rilevanti.

²⁸⁹ Il *right of exit* riconosciuto agli azionisti dissenzienti dal cambio di controllo si presta, infatti, ad assumere significati differenti a seconda che la disciplina dell'opa successiva totalitaria si applichi a seguito dell'acquisizione del controllo di una società quotata ad azionariato disperso mediante opa volontaria o del trasferimento concordato del pacchetto di controllo di una società quotata stabilmente controllata da un singolo azionista o da una coalizione di azionisti. Cfr. CONSOB, *Notiziario settimanale*, anno V, n. 11 del 15 marzo 1999, *Opa successiva obbligatoria: orientamento interpretativo*.

²⁹⁰ Cfr. per tutti Costi R., *Il mercato mobiliare*, 5 ed., Torino, 2008, p. 90 ss.

Prima delle modifiche introdotte con il "decreto correttivo" del testo di riforma del diritto delle società di capitali, parte autorevole della dottrina escludeva "l'imputabilità della detenzione ad un soggetto, quale il creditore pignoratizio, che giuridicamente non ha effettuato alcun «acquisto» delle partecipazioni gravate da pegno, ma ha, semmai, acquistato un diritto reale sulle azioni, né ha corrisposto un «prezzo», nell'accezione economico-giuridica del termine, per conseguire la titolarità di tale diritto reale"²⁹¹. Non sembrerebbe, invece, possibile prescindere dalla verifica della spettanza del diritto di voto ed attribuire comunque rilevanza all'acquisto di un diritto parziario sui titoli (ad esempio, anche all'acquisto della nuda proprietà), sul presupposto che l'obbligo di opa è ancorato non al conseguimento di una posizione di controllo, ma al superamento di una soglia fissa indicativa di una situazione di presunta minor fluidità degli assetti proprietari²⁹².

Una simile argomentazione (analoga a quella su cui si basa la tesi che include nella nozione primaria di partecipazione tutti i titoli con diritto di voto sospeso *ex lege*) sembrerebbe scontrarsi con il rilievo centrale che le nuove norme assegnano al requisito della disponibilità del diritto di voto nell'assemblea degli azionisti, in ragione della sua capacità a garantire la possibilità di concorrere alla formazione di quelle decisioni che rappresentano il principale strumento attraverso il quale si esercita il controllo societario (e fors'anche al fine di non esasperare l'obiettivo della tutela dei risparmiatori a discapito di quello, peraltro in parte funzionale al primo,

²⁹¹ Diversa era, invece, la soluzione proposta da tale autorevole dottrina in relazione alla costituzione in usufrutto delle azioni che si riteneva potesse rientrare, "sia pure con qualche forzatura", nella fattispecie degli acquisti a titolo oneroso con corresponsione di un prezzo, purché ne derivasse la spettanza del diritto di voto in favore dell'usufruttuario. Cfr. Bianchi M., *Commento ad art. 105 Testo Unico della Finanza*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza, D.Lgs. 24 febbraio 1998 n.58, Commentario a cura di Marchetti-Bianchi*, I, Milano, 1999, p. 321 ss; Cannella C., *ult. op. cit.* p. 338 ss.

²⁹² Romagnoli G., *Diritti dell'investitore e dell'obbligazionista nell'opa obbligatoria*, Padova, 2005, p. 178.

della contendibilità del controllo societario).

La circostanza che il creditore pignoratizio o l'usufruttuario debba esercitare il diritto di voto in modo tale da non ledere gli interessi dell'azionista (o dell'investitore partecipativo non azionario) non sembrerebbe, poi, rappresentare un valido motivo per escludere la rilevanza dell'acquisto di tali diritti reali ai fini dell'obbligo di offerta: infatti, tale condizionamento, non diversamente da quanto accade, ad esempio, per i sindacati di voto c.d. ad efficacia reale, rimane pur sempre confinato su un piano parasociale a garanzia del principio della libertà del voto²⁹³.

La definizione normativa di partecipazione porta, invece, a considerare irrilevanti, ai fini dell'opa successiva totalitaria, non solo gli acquisti di titoli privi del diritto di voto, ma anche di quelli che attribuiscono diritti di conversione (ad esempio, le obbligazioni convertibili) o siano rappresentativi di diritti di acquisto o di sottoscrizione (ad esempio, i *warrants* azionari), quand'anche dall'esercizio di tali diritti ne possa potenzialmente derivare il superamento della soglia rilevante²⁹⁴.

Ciò non significa, però, che la detenzione della partecipazione ultrasoglia in seguito al concreto esercizio dei diritti in questione non possa mai integrare gli estremi della fattispecie dell'opa successiva totalitaria. Nel regime previgente, la rilevanza di tale esercizio si ricavava dall'art. 49, co. 1°, lett. *d*), Reg. Emittenti, per il quale l'obbligo di opa non sussiste se il superamento della soglia sia determinato "dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti": quest'ultima espressione, infatti, veniva interpretata nel senso che ove tali

²⁹³ Cfr. per tutti Fiorio P., *Art. 2341-bis-2341-ter*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario. D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, in *Commentario diretto da Cottino G., Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P.*, Bologna, 2004, p. 137.

²⁹⁴ Cfr. Costi R., *ult. op. cit.* p. 90 ss; Enriques L., *ult. op. cit.*, p. 135.

“diritti d'origine sociale” non fossero originariamente spettanti²⁹⁵, bensì acquisiti a titolo oneroso²⁹⁶, il relativo esercizio, nei limiti in cui portasse alla detenzione della partecipazione ultrasoglia, ben avrebbe potuto determinare l'obbligo di opa totalitaria²⁹⁷. Del resto, un'ulteriore conferma si rinveniva nell'art. 46 Reg. Emittenti, dove è previsto che l'opa incrementale o da consolidamento diviene obbligatoria anche quando nell'arco di dodici mesi sia acquisito più del tre per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto sugli argomenti rilevanti per effetto di “sottoscrizioni o conversioni nell'esercizio di diritti *negoziati* nel medesimo periodo”. Tuttavia, le disposizioni contenute nel previgente art. 106, co. 1° e 2°, TUF potevano essere interpretate nel senso che nei dodici mesi precedenti il superamento della soglia era in ogni caso necessaria l'effettuazione di un acquisto a titolo oneroso delle azioni con diritto di voto sugli argomenti rilevanti. In tale prospettiva, il superamento della soglia partecipativa rilevante mediante, ad esempio, conversione di

²⁹⁵ Il concetto di “originarietà” viene ricollegato alla partecipazione sociale: si ritiene, pertanto, che la norma regolamentare faccia riferimento ai “diritti naturalmente connessi allo *status* di socio”. Le operazioni coperte dall'esenzione sono, pertanto, quelle congegnate in modo tale da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, ma che per la loro esecuzione in concreto spostano gli equilibri societari, determinando una modifica delle quote di partecipazione detenute dai soci: ad esempio, il superamento involontario della soglia potrebbe verificarsi in seguito all'esecuzione di una delibera di aumento del capitale a pagamento con riconoscimento a tutti i soci del diritto di opzione, ma che soltanto alcuni di essi esercitano (c.d. *dilution*). Al contrario, la fattispecie esonerativa si ritiene che non operi per le ipotesi in cui il superamento della soglia sia determinato dall'acquisto in borsa dei diritti di opzione non esercitati (art. 2441, co. 3°, c.c.), dalla sottoscrizione di un aumento di capitale riservato e dall'esercizio di diritti di opzione pur originariamente spettanti, ma accompagnato da accordi con altri soci, in base ai quali questi rinuncino ad esercitare i propri diritti, eventualmente verso corrispettivo. In dottrina si vedano: Montalenti F., *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, I, p. 150 ss; Cannella C., *Commento ad art. 106 Testo Unico della Finanza*, cit., p. 357 ss; Callegari, *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, in *Commentario* diretto da Cottino G., in *Giur. It.*, 1998, p. 2435 ss; Tucci A., *Condizioni dell'opa obbligatoria e acquisizione del controllo mediante patto di sindacato*, in *Società*, 1999, p. 323.

²⁹⁶ La norma contenuta nel previgente art. 106, co. 1°, TUF portava a ritenere che il superamento della soglia in seguito all'esercizio di tali diritti avrebbe comportato l'obbligo di offerta soltanto se quest'ultimi fossero stati in precedenza acquisiti a titolo oneroso, potendosi ritenere integrato tale presupposto, con riferimento ai diritti di acquisto o di sottoscrizione, ove fosse previsto il pagamento di un corrispettivo per il loro esercizio. Per tutti: Enriques L., *ult. op. cit.*, p. 190.

²⁹⁷ Per tutti: Manzini A., *L'opa totalitaria e le sue esenzioni*, in Aa.Vv. (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto. La nuova disciplina delle opa nel Testo Unico della Finanza*, Milano, 2000, p. 118.

obbligazioni acquistate a titolo oneroso avrebbe comportato l'obbligo di opa successiva totalitaria solo ove si fosse verificato l'acquisto a titolo oneroso di almeno un'azione con diritto di voto nell'arco del periodo richiamato.

Tale interpretazione, secondo autorevole dottrina²⁹⁸, avrebbe, però, potuto consentire una facile elusione dell'obbligo di opa successiva totalitaria: infatti, sarebbe stato sufficiente attendere dodici mesi dall'ultimo acquisto a titolo oneroso di azioni prima di esercitare i diritti di opzione, di conversione o di sottoscrizione in precedenza acquistati. Il rilievo che il legislatore sembrerebbe assegnare anche agli acquisti a titolo gratuito di titoli con diritto di voto sugli argomenti rilevanti che siano preceduti da acquisti a titolo oneroso, parrebbe confermare la conclusione cui era pervenuta l'autorevole dottrina richiamata. Inoltre, in base alla nuova disciplina il superamento della soglia rilevante a seguito dell'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione potrebbe determinare l'obbligo di opa successiva totalitaria nel caso in cui tali diritti non siano originariamente spettanti, nel senso che sono stati acquistati "formalmente" a titolo gratuito. Com'è noto, anche la mera stipulazione di un contratto di opzione *call* sui titoli con diritto di voto sugli argomenti rilevanti non comporta l'obbligo di opa successiva totalitaria, "essendo invece decisivo l'esercizio di tale diritto"²⁹⁹.

²⁹⁸ Cfr. Enriques L., *ult. op. cit.* p. 190.

²⁹⁹ A tale conclusione era pervenuta la stessa Consob. In particolare, nel noto caso Snia, verificatosi nel 1999, un gruppo di investitori legati tra loro da un patto parasociale e già titolari complessivamente di una partecipazione del 10% del capitale, intendeva acquistare il 19,9% delle azioni da un soggetto che sarebbe restato in possesso di una partecipazione residua del 9% del capitale. Per accertare che l'operazione non avrebbe fatto sorgere l'obbligo di opa successiva totalitaria, tali investitori si rivolsero alla Consob ipotizzando che la partecipazione residua avrebbe costituito oggetto di un'opzione *call* in loro favore. L'Autorità di Vigilanza, pur escludendo la sussistenza dell'obbligo di offerta, precisò che "qualora, invece, a seguito dell'esercizio dei diritti di opzione gli investitori, acquistando la partecipazione del 9%, dovessero complessivamente possedere una partecipazione superiore del 30%, gli stessi dovranno solidalmente promuovere un'opa ai sensi dell'art. 109 del TUF". Per gli opportuni approfondimenti si veda: Comunicazione Consob n. 99055898 del 20 luglio 1999. È interessante notare che la Consob estese tale soluzione anche al caso in cui l'opzione *call* fosse esercitabile soltanto "al verificarsi di determinati eventi quali fusioni di

In alternativa, l'autorevole dottrina che si richiama sosteneva, sia pure in termini dubitativi, che il contratto di opzione *call* nel caso indicato era qualificabile come patto parasociale *ex art. 122, co. 5°*, lett. *c*) o lett. *d*), TUF, “data la sua incidenza sugli assetti proprietari e sulla contendibilità del controllo dell'emittente”, e, dunque, era idoneo a fondare la fattispecie dell'acquisto di concerto in base al previgente art. 109, co. 1°, lett. *a*), TUF³⁰⁰.

Tuttavia, tale inquadramento era ostacolato, su un piano giuridico, dal fatto che un accordo di tal genere, attribuendo soltanto un diritto ad acquistare, difficilmente poteva essere fatto rientrare tra i patti "che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari previsti dalla lett. *b*)" (art. 122, co. 5°, lett. *c*), TUF), visto che in quest'ultimi probabilmente rientrano solo gli accordi con i quali uno o più soggetti si vincolano nei confronti di altri o reciprocamente ad acquistare azioni (e, dunque, sono da escludersi anche gli accordi con i quali le azioni sono comprate o vendute)³⁰¹. Inoltre, difficilmente tale contratto poteva essere qualificato come patto avente per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante (art. 122, co. 5°, lett. *c*), TUF), dal momento che aveva come effetto soltanto quello di rafforzare e rendere stabile l'influenza dominante sulla società.

società del gruppo (Snia) ovvero promozione di un'opa da parte di un terzo sulle azioni della (Snia) o di sue controllate". Infatti, tale lettura dell'Autorità di Vigilanza aveva destato non poche perplessità in parte autorevole della dottrina, dal momento che la posizione del soggetto titolare di un'opzione *call* esercitabile quando un terzo promuova un'opa, ed esercitata la quale egli venga a detenere una partecipazione superiore al trenta per cento, sarebbe sostanzialmente equivalente a quella di chi detenga direttamente la partecipazione: infatti, entrambi si troverebbero in una posizione di controllo stabile sulla società e, quindi, sarebbe sufficiente disporre di un'opzione *call* esercitabile in caso di promozione di un'opa da parte di terzi per scoraggiare qualsiasi tentativo di acquisizione ostile. Per questo motivo si proponeva di interpretare in modo atecnico ed estensivo il concetto di detenzione per interposta persona, così da farvi rientrare anche ipotesi, come quella posta all'attenzione della Consob, in cui non si ha un'interposizione in senso stretto, in quanto il terzo non ha acquistato la partecipazione per conto del soggetto cui ha rilasciato l'opzione *call*. In dottrina si vedano: Costi R., *ult. op. cit.*, p. 98; Giudici, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 490 ss; Enriques L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, *cit.* p. 61.

³⁰⁰ Cfr. Per tutti Enriques L., *ult. op. cit.*, p. 103.

³⁰¹ Cfr. Enriques L. *ult. op. cit.*, p. 103.

Sul punto, il legislatore sembrerebbe aver fornito una possibile soluzione per il caso in questione. Infatti, per effetto delle modifiche introdotte con l'attuazione della normativa comunitaria la disciplina dei patti parasociali contenuta nel TUF è stata estesa anche a quei patti che sono "volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta" (art. 122, co. 5°, lett. *d-bis*) TUF).

Nell'ambito di tale peculiare fattispecie di patto parasociale potrebbe forse essere fatto rientrare un accordo che attribuisce un'opzione *call* su un determinato pacchetto azionario a favore di un soggetto che abbia acquistato azioni che, sommate a tale pacchetto, portino al superamento della soglia rilevante, ove questo pacchetto sia detenuto da colui che ha venduto le azioni al titolare dell'opzione e sia previsto che l'opzione possa essere esercitata non appena venga promossa un'opa³⁰².

Tale pattuizione negoziale, infatti, oltre a costituire un'efficace *poison pill* contro acquisizioni ostili, implica, pur sempre, un impegno del soggetto che ha rilasciato l'opzione *call* a non aderire all'offerta lanciata da un terzo (ovviamente, per la parte di titoli su cui è stata concessa l'opzione), in virtù dell'irrevocabilità della proposta di vendita derivante dal principio di vincolatività del contratto (art. 1372 c.c.).

La conseguenza della qualificazione giuridica in termini di patto parasociale è che i soggetti stipulanti saranno obbligati solidalmente al lancio di un'opa successiva totalitaria, ai sensi dell'art. 109, co. 1°, lett. *a*), TUF. Sempre con riferimento al presupposto dell'acquisto è opportuno segnalare le rilevanti novità introdotte in tema

³⁰²Il meccanismo *de quo* può essere ricostruito come prevedente la concessione da parte del socio di minoranza (promittente) al socio di maggioranza (stipulante) di «un'opzione *call* a favore di terzo» (beneficiario determinabile in ragione della disponibilità ad acquisire con proposta irrevocabile l'intero capitale) sulla partecipazione di minoranza, sospensivamente condizionata dal fatto che lo stipulante riceva un'offerta di acquisto dell'intero capitale sociale e che il promittente non intenda esercitare il diritto di prelazione sulla quota di maggioranza. Per approfondimenti si vedano: Trib. Milano, ord., 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 11, p. 1375; Cass. 18 luglio 2007 n. 15963, in *Foro Italiano*, 2009, I, p. 2197.

di acquisti di concerto. Innanzitutto, l'art. 101-bis, co. 4°, lett. e), TUF estende la nuova definizione di "persone che agiscono di concerto" anche ai "soggetti che cooperano fra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente"³⁰³. Tale fattispecie di chiusura sembrerebbe essere volta a superare talune difficoltà applicative che si erano registrate nell'ambito prassi, dove la rilevanza degli acquisti concertati era rimasta per lo più circoscritta ad ipotesi di concerto da patto parasociale. In secondo luogo, nell'art. 109, co. 2°, TUF viene riportata la soluzione interpretativa cui la dottrina unanime era pervenuta nel vigore delle precedenti disposizioni normative circa l'irrilevanza, ai fini dell'integrazione della fattispecie degli acquisti di concerto, della mera stipulazione di un patto parasociale anche nullo cui vengano apportati titoli che complessivamente superino le soglie partecipative rilevanti (salvo che tali soglie non siano state superate dagli aderenti al patto nei dodici mesi precedenti la stipula dello stesso)³⁰⁴.

³⁰³ Non pochi problemi interpretativi sono stati posti dalla definizione delle « persone che agiscono di concerto » di cui al co. 4° dell'articolo in commento. La norma è stata sensibilmente modificata dal decreto correttivo. Per comprendere appieno la natura dei problemi che il legislatore ha affrontato a più riprese sotto questo profilo, giova premettere un commento alla stesura della disposizione antecedente alla novellazione del 2009. Per comodità è utile ribadire che quella versione riportava le seguenti tipologie: a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122 t.u.f.; b) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo; d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali; e) i soggetti che cooperano fra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente. La prima osservazione da compiere è quella per cui il testo primigenio della disposizione non aderiva al modello espresso dall'art. 2, co. 1°, lett. d), della direttiva. Ai sensi di questa norma, sono persone che agiscono di concerto le "persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta". Il recepimento a livello nazionale della nozione di *persons acting in concert* è risultato complesso in considerazione del limitato grado di armonizzazione che la direttiva realizza, e il problema si è sentito particolarmente dato che, allorché ricorrono operazioni *cross-border*, risulta difficile per le parti conoscere l'esatta qualificazione giuridica e le conseguenze di eventuali comportamenti concordati.

³⁰⁴ Per i dovuti approfondimenti si vedano: European Securities Markets Expert Group, *Preliminary views on the definition of « acting in concert » between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, 17 novembre 2008, reperibile all'indirizzo internet http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/acting_in_concert_20081117_en.pdf; Mosca M. C., *Il documento dell'ESME in materia di acting in concert*, in *Riv. società*, 2009, p. 229; Krakmann R., et al., *Diritto societario comparato*, 2006, traduzione italiana a cura di Enriques L., p. 224.

Degna di nota è, infine, la cittadinanza normativa attribuita al c.d. "concerto grosso" (art. 109, co. 3°, TUF), il cui ambito di applicazione viene circoscritto agli obblighi previsti dagli artt. 106 e 108 TUF ed ai soggetti che detengono partecipazioni.

La detenzione della partecipazione ultrasoglia potrebbe verificarsi anche in mancanza di un acquisto. Infatti, il parametro sul quale va calcolata la partecipazione superiore del trenta per cento può ridursi per effetto di alcune operazioni sui titoli e, dunque, portare ad una modifica della quota di partecipazione di un azionista tale da determinare il superamento della soglia.

Tra le operazioni idonee a generare un simile effetto, si ricordano a titolo meramente esemplificativo: la conversione di azioni ordinarie in azioni di risparmio da parte di alcuni soci (ove tale facoltà sia prevista dallo statuto), la riduzione volontaria del capitale sociale, l'esercizio del diritto di recesso da parte di alcuni azionisti o l'annullamento di titoli propri (sempre che non si ritenga che tali titoli non debbano essere computati per il calcolo della partecipazione, nel qual caso il loro annullamento è del tutto irrilevante).

Com'è noto, le ipotesi richiamate, sebbene comportino il superamento involontario della soglia, non sono suscettibili di essere incluse nella già richiamata fattispecie esonerativa prevista dall'art. 49, co. 1°, lett. *d*), Reg. Emittenti, la cui operatività è circoscritta ai casi in cui il superamento della soglia sia determinato dall'esercizio di diritti d'origine sociale. Nel regime previgente, tale lacuna, indipendentemente dall'applicazione analogica della norma regolamentare in virtù dell'*eadem ratio*,³⁰⁵ si riteneva superabile in ragione del fatto che in tali ipotesi il

³⁰⁵ Anche la stipulazione di un contratto di opzione *call* sui titoli con diritto di voto sugli argomenti rilevanti potrebbe dar luogo ad un'elusione della regola del prezzo massimo. Ad esempio, potrebbe

superamento della soglia non aveva luogo a seguito di acquisti a titolo oneroso³⁰⁶.

Tuttavia, parte autorevole della dottrina sosteneva la sussistenza dell'obbligo di opa nel caso in cui un soggetto acquistasse azioni in misura tale da non superare la soglia rilevante, se non dopo che una delle operazioni evidenziate fosse stata eseguita: infatti, analogamente all'ipotesi del superamento della soglia a seguito di acquisti formalmente a titolo gratuito, anche gli acquisti e la successiva operazione sulle azioni potevano considerarsi "momenti inscindibili di un'unica operazione, tali da configurare un disegno preordinato al sol fine di eludere la disciplina dell'opa obbligatoria"³⁰⁷.

La conclusione cui era pervenuta l'autorevole dottrina richiamata sembrerebbe trovare una conferma nell'art. 106, co. 1,° TUF, che, come si è visto, parrebbe attribuire rilevanza anche a quelle situazioni in cui gli acquisti a titolo gratuito dei titoli che portano ad oltrepassare la soglia sono in realtà preceduti da acquisti a titolo oneroso. In particolare, dalla nuova disciplina sembrerebbe evincersi che per verificare se i presupposti dell'opa successiva totalitaria possano ritenersi integrati nel caso concreto è possibile prendere in considerazione anche le fasi prodromiche rispetto al superamento della soglia partecipativa rilevante, purché indicative della volontà del detentore della partecipazione di oltrepassarla.

aversi il caso di un soggetto che acquista una partecipazione pari al trenta per cento del capitale di una s.p.a. quotata a fronte di un prezzo di gran lunga superiore a quello di mercato. L'alienante potrebbe rilasciare a titolo gratuito (nei limiti in cui si ritenga ammissibile per la stipulazione di un contratto di opzione) o, comunque, ad un prezzo effimero un'opzione *call* su un'azione con diritto di voto da esercitarsi decorsi dodici mesi dal precedente trasferimento. In tal caso, l'esercizio del diritto di opzione determinerà il superamento della soglia partecipativa rilevante e, dunque, l'obbligo di promuovere un'opa totalitaria, ma l'offerta non dovrà essere lanciata al prezzo pattuito con il dante causa per la cessione del trenta per cento, dal momento che, come si è visto, il criterio del prezzo massimo opera solo per gli acquisti effettuati nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'art. 102, co.1°, TUF.

³⁰⁶ Cfr. Enriques L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2002, p. 54-55; Weigmann R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Colombo B., Portale G. B., (a cura di), *Tratt. Società per azioni*, X, 2, Torino, 1994, p. 472; Cannella C., *ult. op. cit.*, p. 343 ss.

³⁰⁷ Enriques L., *ult. op. cit.*, p. 135.

Tale volontà potrebbe desumersi dalla natura onerosa degli acquisti che hanno preceduto il superamento della soglia, nonché dalle concrete caratteristiche dell'operazione che lo ha determinato (ad esempio, il fatto che la delibera legittimante il recesso di alcuni azionisti sia stata approvata con il voto determinante del socio che verrà a detenere la partecipazione ultrasoglia per effetto della consequenziale riduzione del capitale).

Del resto, la rilevanza del momento volitivo ai fini dell'obbligo di opa si ricava dalla stessa norma che attribuisce alla Consob la potestà regolamentare di individuare i casi in cui il superamento della soglia sia determinato da "cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente" (art. 106, co. 5°, lett. c), TUF). Infatti, sulla base di tale disposizione primaria, parte autorevole della dottrina interpreta la disposizione regolamentare attuativa nel senso che rilevi, assieme alla spettanza originaria dei diritti, anche l'assenza della volontà del detentore della partecipazione di superare la soglia rilevante.

Ed è noto che tale interpretazione porta escludere che la fattispecie esonerativa operi nelle ipotesi in cui il superamento della soglia sia avvenuto per effetto di una conversione obbligatoria di azioni ordinarie in strumenti finanziari diversi o di un aumento di capitale scindibile approvato a condizioni proibitive per gli azionisti esterni, ove le relative deliberazioni assembleari siano prese con il voto determinante del socio che venga a detenere la partecipazione ultrasoglia³⁰⁸. Tale possibile chiave di lettura delle nuove norme potrebbe estendersi anche ai casi in cui il superamento della soglia sia dipeso dall'acquisto di azioni proprie (o di strumenti finanziari

³⁰⁸ Cfr. Desana E., *Art. 106: Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, diretto da Cottino G., Torino, 1999, p. 50; Enriques L., *ult. op. cit.*, p. 190; *contra* Romagnoli G., *Le norme su Opa e Ops nel regolamento CONSOB sugli emittenti*, in *Società*, 1998, p. 1259.

partecipativi propri). In effetti, anche tale operazione, ove si ritenga che i titoli propri non debbano essere considerati per il computo della partecipazione ultrasoglia, può portare alla detenzione di una partecipazione superiore al trenta per cento, dal momento che produce una riduzione del parametro su cui va calcolata la soglia rilevante. In tale prospettiva, l'acquisto di azioni proprie deliberato con il voto del socio che venga conseguentemente a detenere la partecipazione ultrasoglia potrà dar luogo all'obbligo di offerta ove sia preceduto da acquisti a titolo oneroso dei titoli con diritto di voto sugli argomenti rilevanti.

Del resto, l'art. 106, co 1°, TUF ricollega l'obbligo di opa non all'acquisto di una partecipazione superiore al trenta per cento, bensì al superamento di tale soglia “a seguito di acquisti”. Quest'ultima espressione potrebbe, infatti, essere interpretata, come sostenuto da autorevole dottrina, “in senso non causale, bensì cronologico”, ovvero nel senso che il superamento della soglia partecipativa rilevante deve seguire gli acquisti, non conseguire ad essi³⁰⁹. In tale prospettiva, la fattispecie dell'opa successiva totalitaria potrà considerarsi perfezionata anche nell'ipotesi in cui il superamento della soglia abbia avuto luogo dopo che siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso dei titoli ed in conseguenza di un acquisto a titolo gratuito o di un'operazione sui titoli che determina un abbassamento del parametro di riferimento sul quale va calcolata la soglia rilevante³¹⁰.

È evidente, che tale conclusione può introdurre elementi di incertezza nella verifica dei presupposti dell'opa obbligatoria in presenza delle operazioni sui titoli

³⁰⁹ Per tutti: Enriques L., *ult. op. cit.*, p. 190.

³¹⁰ Cfr. in dottrina: Marchetti P. *Opa obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo*, in *Riv. società*, 1992, p. 1258; Tirrito L., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Cassottana M., Nuzzo A., *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, Torino, 2006 (II ed.), p. 159 ss; Enriques L., *ult. op. cit.*, p. 54–55 secondo il quale: “In ogni caso, per quanto arbitraria, la soglia fissa si apprezza per il fatto di poter essere applicata in maniera meccanica, senza cioè che sia necessaria alcuna valutazione discrezionale da parte dell'autorità di vigilanza”.

che sono state richiamate. Per superare tale incertezza, si potrebbe forse ampliare in sede regolamentare la fattispecie esonerativa in cui il superamento della soglia è stato determinato da cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente (ad esempio, in relazione all'acquisto di azioni proprie potrebbe essere introdotto il c.d. *whitewash*, ovvero l'approvazione dell'acquisto da parte degli azionisti esterni).

In base alla nuova disciplina le operazioni unitarie descritte in precedenza possono essere utilizzate strumentalmente per eludere non l'obbligo di opa totalitaria, bensì la regola del prezzo massimo introdotta nell'art. 106, co. 2°, TUF. Ad esempio, il socio che possiede il trentacinque per cento del capitale di una S.P.A. quotata può accordarsi con l'acquirente per la cessione del trenta per cento ad un prezzo che non solo incorpora il premio di controllo, ma è superiore alla somma di quest'ultimo e del prezzo di mercato, e per la successiva donazione della restante quota di capitale decorsi dodici mesi dalla cessione. In tal caso, l'acquirente, una volta superata la soglia partecipativa rilevante in seguito all'acquisto a titolo gratuito, sarà tenuto al lancio dell'opa successiva totalitaria non al prezzo pattuito con l'alienante, bensì a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi, visto che l'art. 106, co. 2°, TUF dispone che il criterio del prezzo massimo opera solo per gli acquisti effettuati nei dodici mesi anteriori alla comunicazione del sorgere dell'obbligo di opa di cui all'art. 102, co. 1°, TUF³¹¹.

³¹¹ Anche la stipulazione di un contratto di opzione *call* sui titoli con diritto di voto sugli argomenti rilevanti potrebbe dar luogo ad un'elusione della regola del prezzo massimo. Ad esempio, potrebbe aversi il caso di un soggetto che acquista una partecipazione pari al trenta per cento del capitale di una s.p.a. quotata a fronte di un prezzo di gran lunga superiore a quello di mercato. L'alienante potrebbe rilasciare a titolo gratuito (nei limiti in cui si ritenga ammissibile per la stipulazione di un contratto di opzione) o, comunque, ad un prezzo effimero un'opzione *call* su un'azione con diritto di voto da esercitarsi decorsi dodici mesi dal precedente trasferimento. In tal caso, l'esercizio del diritto di opzione determinerà il superamento della soglia partecipativa rilevante e, dunque, l'obbligo di promuovere un'opa totalitaria, ma l'offerta non dovrà essere lanciata al prezzo pattuito con il dante causa per la cessione del trenta per cento, dal momento che, come si è visto, il criterio del prezzo massimo opera solo per gli acquisti effettuati nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui

Tale ipotesi potrebbe, però, rientrare tra quelle in cui l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore rispetto a quello risultante dall'applicazione dei criteri previsti dall'art. 106, co. 2,° TUF: infatti, l'art. 106, co. 3°, lett. d), n. 2), TUF include, tra i vari presupposti che possono dar luogo ad un tale incremento, anche la circostanza che “vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori”.

Il prezzo minimo dell'opa successiva totalitaria ed il novero dei titoli che devono esserne oggetto rappresentano i principali - ma, come si è visto, non gli unici - strumenti di cui il legislatore può servirsi nella ricerca di un *trade off* normativo tra gli obiettivi della tutela del risparmio, delle minoranze azionarie e dell'efficienza del mercato del controllo societario. In tale prospettiva, condivisibili erano le scelte di regolamentazione alla base della previgente disciplina contenuta nel TUF le quali, come rilevato da autorevole dottrina, erano ispirate dalla volontà di perseguire, senza esasperarla, "la logica di mercato"³¹². Infatti, il riconoscimento del *way out* in favore degli azionisti dissenzienti dal cambio di controllo era stato temperato con l'opposta esigenza di evitare gli effetti collaterali negativi dell'opa obbligatoria, ovvero l'ingessamento del mercato del controllo societario con conseguente perdita delle relative esternalità positive. A tal fine, il legislatore aveva previsto che l'opa successiva totalitaria doveva essere lanciata "solo" sulle azioni quotate con diritto di voto sugli argomenti rilevanti ed ad un prezzo che non era pari a quello massimo pagato per l'acquisizione del controllo, bensì intermedio tra questo ed il prezzo di

all'art. 102, co. 1°, TUF.

³¹² Cfr. Lener R., *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p. 270.

mercato dei dodici mesi precedenti³¹³. Al contrario, le nuove norme seguono una “via nemica del mercato”, dal momento che innalzano il “costo” dell’opa successiva totalitaria sotto il duplice profilo dell’oggetto e del prezzo dell’offerta³¹⁴.

Per ciò che concerne il primo, il nuovo art. 106, co. 1°, TUF prevede che l’offerta deve essere rivolta a “tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”. E, come si è visto, dall’art. 101-*bis* del TUF si evince che per “titoli” debbono intendersi le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi che “attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell’assemblea ordinaria o straordinaria”. Rispetto al regime previgente, è possibile enucleare due rilevanti novità. Innanzitutto, il fisiologico riconoscimento del *way out* anche in favore del possessore di uno strumento finanziario partecipativo quotato con diritto di voto sugli argomenti rilevanti. Del resto, l’estensione dell’offerta anche su tali titoli viene a sanare quella “doppia penalizzazione” cui era sottoposto lo strumento finanziario partecipativo dalle precedenti norme: infatti, la titolarità di tale strumento poteva determinare il superamento della soglia rilevante (previgente art. 106, co. 3°- *bis*, TUF), ma a ciò non corrispondeva un ampliamento dell’oggetto dell’offerta che rimaneva circoscritto ai titoli azionari³¹⁵.

In secondo luogo, sembrerebbe venir meno quella corrispondenza tra titoli rilevanti per il sorgere dell’obbligo di opa e titoli cui l’offerta deve essere rivolta, visto che l’art. 106, co. 1°, TUF parrebbe estendere l’oggetto dell’offerta a tutti i titoli

³¹³ Secondo parte autorevole della dottrina le ragioni di tale “sconto”, rispetto ad altri ordinamenti cui il legislatore italiano si era ispirato, erano da rinvenirsi nell’entità più elevata dei benefici privati del controllo in Italia. Cfr. Da questo punto di vista Enriques L., *ult. op. cit.*, p. 101; Chiappetta F., *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, Padova, 2007, p. 297.

³¹⁴ Cfr. per tutti Mucciarelli G., *Ma non è una rivoluzione*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000148.html>

³¹⁵ Si veda per approfondimenti Annunziata F., *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell’OPA obbligatoria*, in *Società*, 2004, p. 797 ss.

quotati che attribuiscono il diritto di voto anche limitato in qualunque deliberazione assembleare e, dunque, non solo in quelle che vertono sulla nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza (mentre, sembrerebbero esclusi gli strumenti finanziari partecipativi con riserva di elezione). Sotto tale profilo, il legislatore ha forse sfruttato, sia pure solo in parte, gli ampi spazi di manovra concessi dalla Direttiva "opa", dove è rimessa agli Stati membri la facoltà di estendere l'offerta anche ai titoli "che conferiscono diritto di voto solo in determinate circostanze o che non conferiscono tale diritto" (Considerando n. 11).

In tale prospettiva, l'obbligo di opa totalitaria sembrerebbe funzionale non solo a garantire un *way out* ai "soci" dissenzienti dal cambio del controllo, ma anche ad incentivare l'investimento sui mercati regolamentati, ponendosi, pertanto, come ottimale "occasione di smobilizzo dell'investimento"³¹⁶.

Anche sul versante del prezzo, l'opa successiva totalitaria è stata resa molto più onerosa. L'art. 106, co. 2°, TUF prevede, infatti, che l'offerta deve essere lanciata per ciascuna categoria di titoli (ovvero, di azioni e strumenti finanziari partecipativi con diritto di voto) ad un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, per acquisti di titoli della medesima categoria nei dodici mesi anteriori alla comunicazione del sorgere dell'obbligo di opa di cui all'art. 102, co. 1°, TUF. Tale disposizione normativa precisa che ove nell'arco di tale periodo non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria, l'offerta dovrà essere promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile.

³¹⁶ Cfr. Montalenti P., *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995, p. 8-9; Cannella C., *ult. op. cit.*, p. 338 ss.

Tuttavia, il legislatore ha opportunamente relativizzato il criterio del prezzo massimo, dal momento l'art. 106, co. 3°, TUF consente alla Consob di individuare i casi in cui il prezzo dell'offerta, in presenza di determinati presupposti, può essere non solo aumentato, ma anche diminuito: infatti, l'Autorità di Vigilanza può stabilire che l'offerta avvenga ad un prezzo inferiore a quello più alto pagato quando i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione oppure quando il prezzo più elevato sia stato quello di mercato degli ultimi dodici mesi³¹⁷.

Con l'attuazione della normativa comunitaria è stata altresì ampliata la possibilità di ricorrere ad un corrispettivo in strumenti finanziari. In base all'art. 47, co. 2°, Reg. Emittenti, il corrispettivo dell'opa successiva totalitaria poteva essere costituito soltanto da “strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato in un paese dell'Unione Europea, se le operazioni compiute nei dodici mesi precedenti il superamento della soglia hanno avuto come corrispettivo, nella stessa proporzione, i medesimi strumenti finanziari”.

Al contrario, il nuovo art. 106 co. 2°-bis, TUF prevede che il corrispettivo

³¹⁷ Il co. 3° dell'articolo in commento prende in considerazione – tra le diverse ipotesi che la CONSOB è chiamata a disciplinare con regolamento - le circostanze al verificarsi delle quale l'opa obbligatoria può essere promossa ad un prezzo inferiore [art. 106, co. 3°, lett. c)] ovvero superiore rispetto al prezzo massimo pagato [art. 106, co. 3°, lett. d)]. In entrambi i casi, è bene considerare che la CONSOB, qualora accerti che si sia verificata almeno una delle circostanze contemplate dal legislatore che giustificano una deviazione dalla regola generale posta dall'art. 106, co. 2°, indica, con provvedimento motivato, i criteri da seguire per la determinazione del prezzo «equo». Ai sensi dell'art. 106, co. 3° *ter*, i provvedimenti adottati in base art. 106, co. 3°, lett. c) e d), devono essere resi pubblici con le modalità indicate nel Regolamento emittenti in attuazione dell'art. 103, co. 4°, lett. f), t.u.f. Per quanto riguarda le circostanze che devono ricorrere per poter procedere alla correzione al ribasso del prezzo dell'opa obbligatoria, l'art. 106, co. 3°, lett. c), elenca le seguenti: 1) i prezzi di mercato sono stati influenzati da eventi eccezionali o c'è il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione; 2) il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo nel periodo di cui al co. 2° è il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero è il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al co. 5°. Sul punto si veda per tutti Montalenti P., *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, p. 168.

dell'offerta possa essere costituito in tutto (OPS) o in parte (OPAS) anche da titoli non quotati in un mercato regolamentato in uno Stato comunitario, nel qual caso, però, l'offerente dovrà proporre agli oblati, almeno in alternativa al corrispettivo in titoli, un corrispettivo in contanti (del resto, solo la quotazione degli strumenti offerti in corrispettivo garantisce comunque il diritto al disinvestimento, in quanto soddisfa "il requisito della liquidabilità")³¹⁸.

Al fine di garantire una sostanziale parità di trattamento tra coloro che hanno venduto i titoli "fuori opa" e coloro ai quali viene offerta la possibilità di aderire all'opa, il legislatore ha poi previsto che l'offerente debba proporre un corrispettivo in contanti anche nel caso in cui "abbia acquistato verso un corrispettivo in denaro, nel periodo di cui al co. 2° e fino alla chiusura dell'offerta, titoli che conferiscono almeno il cinque per cento dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della società i cui titoli sono oggetto di offerta".

Inoltre, degna di nota è la disposizione contenuta nell'art. 4, par. 1, della Direttiva "opa" che prevede la c.d. *best price rule*. Tale regola, già introdotta nel nostro ordinamento in sede regolamentare (art. 43 del Reg. Emittenti), ha la funzione di garantire la parità di trattamento degli oblati nel caso in cui l'offerente in pendenza di opa acquisti gli strumenti finanziari oggetto di offerta, ovvero il diritto ad acquistarli anche ad una data successiva, a prezzi superiori a quelli dell'offerta³¹⁹. In questo caso, infatti, l'offerente ha l'obbligo di far beneficiare tutti gli oblati (ivi compresi coloro che hanno già accettato l'offerta) del maggior prezzo pagato al di fuori della procedura³²⁰.

³¹⁸ Comunicazione Consob 24 febbraio 1999, n. 99012964 *cit.*

³¹⁹ Cfr. per tutti Niccolini G., *Offerta pubblica di acquisto*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1979, p. 771.

³²⁰ Una deroga alla *best price rule* è contenuta nell'art. 44, comma 9, Reg. Emittenti, dove viene imposto agli offerenti un divieto assoluto di acquisti fuori opa a prezzi superiori al corrispettivo

2.4 LA NORMATIVA CODICISTICA SULLE GARANZIE DEI TERZI: CENNI SULLA DISCIPLINA DELLE CAUSE DI INVALIDITÀ DELLE M&A

Per quanto concerne la problematica concernente le cause invalidità delle fusioni, occorre prendere in esame le disposizioni contenute nell'art. art. 2504 *quater* c.c. che, pur essendo rubricato "Invalidità della fusione", si occupa in realtà di responsabilità civile. Tale norma, infatti, pur escludendo l'invalidità delle fusioni, lascia aperta la sola strada del risarcimento del danno³²¹.

offerto "in presenza di offerte concorrenti e fino alla chiusura del periodo di adesione". Tale disposizione ha una funzione antielusiva, in quanto è volta ad impedire che, in presenza di offerte concorrenti, si effettuino dei rilanci impropri - cioè senza tener conto delle modalità e dei termini prescritti dalla normativa regolamentare - attraverso un uso strumentale della regola contenuta nell'art. 42, co. 2°, Reg. Emittenti.

³²¹ Fra i contributi che si occupano d'invalidità della fusione e di connesso risarcimento del danno cfr. anzitutto la monografia di Beltrami P., *La responsabilità per danni da fusione*, Torino, 2008. V; Afferni, V. *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 189 ss; Angelici C., *La nullità della fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, p. 267; Colapolve A., *In tema di invalidità dell'atto di fusione*, in *Soc.*, 2008, p. 483 ss; Genovese A., *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 63 ss; Iermano G. *Invalidità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, IV, Torino, 2007, p. 397 ss. Del resto già il diritto comunitario prevede che «le legislazioni degli Stati membri prevedono almeno la responsabilità civile nei confronti degli azionisti della società incorporata degli esperti incaricati di redigere per questa società la relazione prevista dall'art. 10, paragrafo 1, in conseguenza di irregolarità commesse da detti esperti nell'esercizio delle loro funzioni» (art. 21 direttiva 78/855/CEE). Su questa direttiva e sulla sua attuazione in Italia, si vedano in dottrina: De Acutis M., *La terza direttiva cee in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, p. 300 ss; De Petra G., *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lg. 22/91 e adeguamento alla III direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1992, p. 207 ss; Girolami D., *La normativa italiana in materia di fusione di*

In via preliminare bisogna cercare di comprendere la *ratio* di una disposizione come l'art. 2504 *quater* c.c. La norma vieta a chiare lettere d'invalidare l'atto di fusione, per cui il problema è stato risolto dal legislatore ponendo la questione garantistica dei terzi in termini di annullabilità e nullità delle deliberazioni che l'hanno posto in essere³²². Invalidare l'atto di fusione significa, in sostanza, porre nel nulla l'intera operazione straordinaria che ha visto coinvolte almeno due società. E questo risultato potrebbe essere ottenuto, in linea di principio, anche da soggetti detentori di piccole partecipazioni³²³.

società e la terza direttiva del Consiglio CEE (78-855-CEE): problemi ed ipotesi di adeguamento, in *Dir. comun. scambi internaz.*, 1983, p. 347, ss; Mascardi F., *La fusione di società nel diritto comunitario*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1721 ss; Morera U., *I principi comunitari per le fusioni di società: analisi e riflessioni nella prospettiva di adeguamento. Le società nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1987, p. 250 ss; Luchena S., *Note in tema di irregolarità del progetto di fusione e relative conseguenze sul procedimento di fusione (con particolare riguardo alla deliberazione di fusione)*, in *Giur. comm.*, 2000, II, p. 674 ss.

³²² Per l'annullabilità la disposizione di riferimento è l'art. 2377, 2° co., c.c., ai sensi del quale «le deliberazioni che non sono prese in conformità della legge o dello statuto possono essere impugnate dai soci assenti, dissenzienti od astenuti, dagli amministratori, dal consiglio di sorveglianza e dal collegio sindacale». Sulla base di questa norma qualsiasi non conformità alla legge oppure allo statuto legittima l'impugnazione (peraltro con le eccezioni previste dall'art. 2377, 5° co., c.c.). Nei casi più gravi può poi essere fatta valere addirittura la nullità: «nei casi di mancata convocazione dell'assemblea, di mancanza del verbale e di impossibilità o illiceità dell'oggetto la deliberazione può essere impugnata da chiunque vi abbia interesse entro tre anni dalla sua iscrizione o deposito nel registro delle imprese, se la deliberazione vi è soggetta, o dalla trascrizione nel libro delle adunanze dell'assemblea, se la deliberazione non è soggetta né a iscrizione né a deposito» (art. 2379, 1° co., c.c.). La giurisprudenza, stante il tenore dell'art. 2504 *quater* c.c., ha specificato che: «con l'iscrizione dell'atto di fusione resta sanato ogni vizio precedente in quanto il termine "invalidità" utilizzato nell'art. 2504 *quater* c.c. è comprensivo di ogni ipotesi di vizio dell'atto (inclusi quelli di inefficacia)». Cfr. sul punto Trib. Milano, 8 settembre 2003, in *Giur. comm.*, 2005, II, 198 ss., con nota di Beltrami P. Secondo questo orientamento giurisprudenziale la sanatoria, pur essendo riferita unicamente all'invalidità dell'atto di fusione, non può non riflettersi anche sul regime dell'invalidità delle deliberazioni di fusione assunte dalle assemblee delle diverse società interessate all'operazione, nel senso che una volta divenuto efficace l'atto di fusione neppure l'eventuale declaratoria di invalidità delle pregresse deliberazioni assembleari potrebbe più inficiare la fusione ormai divenuta irreversibile e inattaccabile.

³²³ In giurisprudenza, il Tribunale di Milano ha recentemente espresso la *ratio* di una disposizione come l'art. 2504 *quater* c.c. indicandola, con espressione suggestiva, nella «irregredibilità degli effetti organizzativi prodotti» (si veda Trib. Milano 5 marzo 2009, in www.dejure.giuffre.it). E si badi bene che questo principio trova espressione non solo nel contesto della fusione, ma in diversi altri momenti del diritto societario. Ad esempio, avvenuta l'iscrizione nel registro delle imprese, la nullità della società può essere pronunciata soltanto in casi molto particolari (art. 2332 c.c.). Similmente l'invalidità delle deliberazioni di aumento o di riduzione del capitale e dell'emissione di obbligazioni «non può essere proposta dopo che siano trascorsi centottanta giorni dall'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese» (art. 2379 *ter*, 1° co., c.c.). Infine si pensi alla disposizione, quasi identica a quella qui in esame, dettata in materia di trasformazione: «eseguita la pubblicità di cui all'articolo precedente, l'invalidità dell'atto di trasformazione non può essere pronunciata» (art. 2500

Dal punto di vista procedimentale un caso particolarmente grave potrebbe consistere nella mancanza del progetto di fusione (previsto dall'art. 2501 *ter* c.c.), cioè del documento-base che contiene i tratti essenziali dell'intera operazione. Oppure potrebbe capitare che manchi la situazione patrimoniale delle società coinvolte nella fusione (documentazione richiesta dall'art. 2501 *quater* c.c.). Potrebbe essere contestata anche l'assenza della relazione dell'organo amministrativo, necessaria ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* c.c., oppure la mancanza della relazione degli esperti *ex art.* 2501 *sexies* c.c. Un'altra disposizione la cui inosservanza può essere oggetto di contestazione è l'art. 2501 *septies* c.c., che prevede il deposito di certi atti nelle sedi delle società partecipanti alla fusione.

Oltre all'assenza totale della documentazione elencata, fattispecie che – ovviamente – si caratterizza per la sua particolare gravità, può rilevare anche il fatto che essa sia parzialmente mancante. Si immagini il caso in cui delle due società partecipanti alla fusione una sola abbia preparato il progetto di fusione richiesto dall'art. 2501 *ter* c.c.

L'invalidità può poi sussistere con riferimento alla decisione in ordine alla fusione

bis, 1° co., c.c.). La *ratio* dell'art. 2504 *quater* c.c. è quella di assicurare certezza (o, se si vuole, "semplificazione") dei rapporti di diritto. L'atto di fusione viene iscritto nel registro delle imprese e viene così portato a conoscenza dei terzi. Questi fanno dunque affidamento sulla valida nascita di una nuova società, con la quale vengono avviati rapporti di vario genere. Al riguardo si noti che l'invalidità della fusione, considerata anche la durata effettiva dei procedimenti civili nel nostro Paese, potrebbe essere pronunciata anche a distanza di anni da quando essa è stata iscritta nel registro delle imprese. La dichiarazione di nullità imporrebbe, trascorso un lungo periodo di tempo, di separare due patrimoni che nel frattempo erano stati uniti. Bisognerebbe inoltre ripristinare le compagini sociali originarie. Appare del tutto evidente la complessità tecnica di un'operazione del genere oltre che la sua sostanziale anti-economicità. Come è stato rilevato in modo efficace dal Tribunale di Milano in un'altra sua sentenza, la tutela reale non è un rimedio adeguato a situazioni giuridiche complesse che coinvolgono ben più che singoli atti o singoli beni (per approfondimenti si veda Trib. Milano, 8 settembre 2003, *cit.*). A questo punto però, nonostante le convincenti ragioni che giustificano la disposizione in esame, potrebbe quasi sorgere un dubbio concernente l'eccessiva limitazione dei diritti di soci e terzi, al punto – in ipotesi – di rilevare sotto il profilo della non-conformità alla Costituzione. La questione è stata affrontata in una sentenza del Tribunale di Genova, la quale ha stabilito che è manifestamente infondata la questione di legittimità costituzionale dell'art. 2504 *quater* c.c., nella parte in cui non consente la pronuncia di invalidità della delibera di fusione dopo l'iscrizione del relativo atto, in riferimento all'art. 24 Cost. Cfr. Trib. Genova 21 dicembre 2000, in *Foro it.*, 2001, I, p. 1933 ss, con nota di Nazzicone L.

(art. 2502, 1° co., c.c.). Si pensi al caso di omessa o irregolare convocazione dell'assemblea oppure alla sussistenza di conflitti d'interesse. Un'ipotesi particolare d'invalidità si può avere nel caso di una decisione di fusione che apporta modifiche al progetto di fusione oltre i limiti indicati dall'art. 2502, 2° co., c.c., ossia incidendo sui diritti dei soci o dei terzi³²⁴.

Dopo aver menzionato alcune ipotesi praticabili di cause di invalidità della fusione, occorre considerare ora i soggetti attivi legittimati ad esperire l'azione giudiziaria a salvaguardia dei loro diritti che si ritengono essere stati lesi. A tal proposito, la legge prevede letteralmente quanto segue: «resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione» (art. 2504 *quater*, 2° co., c.c.). Per quanto riguarda i soci, si tratta dei soci delle società che hanno partecipato alla fusione (a seconda dei tipi societari partecipanti si avranno diverse tipologie di soci, ad esempio azionisti nella s.p.a. e quotisti nella s.r.l.). Più specificamente per quanto riguarda la società per azioni, i soci possono essere divisi in più categorie: oltre agli azionisti ordinari, bisogna considerare i titolari di azioni speciali. In giurisprudenza è stato ad esempio affrontato un caso relativo ad azionisti di risparmio, i quali operano mediante il loro rappresentante comune³²⁵. Ai sensi del richiamo operato dall'art. 147, 3° co., t.u.f. «il

³²⁴ Con riferimento all'annullabilità si noti che ai sensi dell'art. 2377, 6° co., c.c. l'impugnazione è proposta «nel termine di novanta giorni dalla data della deliberazione, ovvero, se questa è soggetta ad iscrizione nel registro delle imprese, entro novanta giorni dall'iscrizione o, se è soggetta solo a deposito presso l'ufficio del registro delle imprese, entro novanta giorni dalla data di questo». In relazione alla nullità la legge prevede che la deliberazione può essere impugnata da chiunque vi abbia interesse «entro tre mesi dalla sua iscrizione o deposito nel registro delle imprese, se la deliberazione vi è soggetta» (art. 2379, 1° co., c.c.). Nel contesto della fusione è prescritta l'iscrizione della decisione di fusione nel registro delle imprese (art. 2502 *bis* c.c.), momento dal quale decorrono i termini per proporre le domande di annullamento o di nullità

³²⁵ Cfr. il Tribunale di Milano 27 novembre 2008, in *Foro it.*, 2009, I, p. 2545 ss il quale in un'importante causa (concernente la fusione fra Edison s.p.a. e Italennergia s.p.a.), ha affermato che il potere di impugnazione del rappresentante comune degli azionisti di risparmio non è limitato alle deliberazioni pregiudizievoli per la categoria, sicchè egli è legittimato a promuovere l'azione risarcitoria per il fatto illecito, compiuto dalla società, produttivo di effetti lesivi del patrimonio degli

rappresentante comune ha gli obblighi e i poteri previsti dall'art. 2418 c.c., intendendosi l'espressione obbligazionisti riferita ai possessori di azioni di risparmio». Fra le altre cose il rappresentante deve tutelare gli interessi comuni degli azionisti di risparmio nei rapporti con la società.

L'art. 2504 *quater* c.c. consente espressamente anche ai terzi di ottenere il risarcimento del danno. I terzi, cui si riferisce la norma, si lasciano dividere in due categorie: i creditori e tutte le altre persone che possono essere danneggiate dalla fusione. La posizione dei creditori è peraltro particolare in quanto l'ordinamento riconosce loro una specifica forma di tutela nel corso del procedimento di fusione: i creditori possono opporsi alla fusione³²⁶. Secondo la legge "la fusione può essere attuata solo dopo sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2502 *bis* c.c., salvo che consti il consenso dei creditori delle società che vi partecipano anteriori all'iscrizione prevista nel co. 3° dell'art. 2501 *ter* c.c., o il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso, ovvero il deposito delle somme corrispondenti presso una banca, salvo che la relazione di cui all'art. 2501 *sexies* c.c. sia redatta, per tutte le società partecipanti alla fusione, da un'unica società di

azionisti di minoranza, in generale, e di quelli di risparmio, in particolare. L'autorità giudiziaria milanese si richiama all'art. 2376, 1° co., c.c. sulle assemblee speciali: questa disposizione prevede che le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una categoria di azioni, «devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata». I poteri del rappresentante comune non si limitano però all'assemblea speciale. Il rappresentante deve tutelare in generale gli azionisti di risparmio nei confronti della società e tale dovere di tutela lo legittima a impugnare le deliberazioni dell'assemblea generale che possono essere lesive dei diritti degli azionisti di risparmio. Nel caso speciale della fusione, ponendo l'art. 2504 *quater* c.c. un divieto d'invalidare la fusione, il rappresentante comune non può impugnare le deliberazioni dell'assemblea; è però legittimato a chiedere i danni da fusione. L'art. 2504 *quater* c.c. consente espressamente anche ai terzi di ottenere il risarcimento del danno. I terzi, cui si riferisce la norma, si dividono in due categorie: i creditori e tutte le altre persone che possono essere danneggiate dalla fusione.

³²⁶ Per approfondimenti si vedano tra gli altri: Beltrami P, *Accoglimento dell'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a fusione già eseguita*, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 202 ss; Cacchi Pessani S., *Commento all'art. 2503*, in *Trasformazione – Fusione – Scissione*, a cura di Bianchi, Milano, 2006, p. 719 ss; Capparella G., *Riflessioni sulla natura dell'opposizione alla fusione ex art. 2503 c.c.*, in *Riv. not.*, 2006, I, p. 1503 ss; Cera C., *Termini per l'attuazione della fusione e per l'opposizione alla stessa*, in *Società*, 2006, p. 680 ss; Scipione A., *La nuova disciplina delle operazioni straordinarie*, Torino, 2006, p. 185 ss; Tamburini M., *Commento all'art. 2503*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2007, p. 1205 ss.

revisione³²⁷ la quale asseveri, sotto la propria responsabilità ai sensi dell'art. 2501 *sexies* c.c., che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori» (art. 2503, 1° co, c.c.)”³²⁸.

Naturalmente, è perfettamente evincibile che i soggetti titolari della legittimità passiva siano le società stesse nei confronti delle quali verrà processualmente intentata un'azione risarcitoria del danno causato dalla fusione³²⁹.

³²⁷ In tema di responsabilità delle società di revisione, si vedano in dottrina: Alpa G., *Nuovi profili della responsabilità delle società di revisione*, in *Econ. dir. terz.*, 2007, II, p. 683 ss.; Facci G., *Il danno da informazione inesatta nell'attività di revisione contabile*, in *Resp. civ.e prev.*, 2007, p. 2013 ss.; Fiorio C., *La responsabilità della società di revisione nei confronti degli azionisti e degli obbligazionisti: note a margine del caso "Parmalat"*, in *Giur. it.*, 2009, p. 1979 ss.; Franzoni L. A., *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 110 ss.; Salafia V., *Revisione obbligatoria e responsabilità*, in *Soc.*, 2009, p. 75 ss.; Sangiovanni V., *La responsabilità extracontrattuale della società di revisione nel caso Parmalat*, in *Corriere giur.*, 2009, p. 536 ss.; Vecchio G., *La società di revisione è negligente? Risponde dei danni subiti dagli investitori*, in *Corriere merito*, 2009, p. 175 ss.

³²⁸ Per comprendere il significato della disposizione contenuta nell'art. 2503 co. 2° c.c., in cui si fa riferimento all'opposizione dei creditori alla fusione così come è stata garantita, è necessario collocarla nel suo esatto contesto: si tratta di una norma dettata in materia di riduzione del capitale sociale. La riduzione del capitale sociale può risultare pregiudizievole per i creditori che, nel trattare con la società, hanno fatto affidamento sulla sua consistenza patrimoniale. Il legislatore consente sì di ridurre il capitale sociale, purché tale operazione non faccia venir meno le dovute garanzie per i creditori. Conseguentemente l'art. 2445, co. 3°, c.c., prevede un meccanismo analogo a quello sopra visto: la deliberazione di riduzione del capitale “può essere eseguita soltanto dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese, purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione”. La *ratio* delle disposizioni è identica: tutelare i creditori sociali evitando che determinate operazioni (fusione e riduzione del capitale sociale) incidano negativamente sulle loro aspettative di soddisfazione. L'art. 2503, co. 2°, c.c. richiama dunque integralmente l'art. 2445, co. 4°, c.c. Già precedentemente il Tribunale di Milano aveva affermato, seppure solo in via incidentale, che l'opposizione dei creditori alla fusione è un'azione di natura contenziosa (cfr. Trib. Milano, 13 febbraio 2007, in *www.dejure.giuffre.it*). Il Tribunale di Brescia, a sua volta, ha deciso (in materia di scissione, ma il ragionamento è applicabile anche alla fusione) che dalla riforma del diritto societario non è desumibile che le opposizioni dei creditori *ex art. 2503 c.c.* debbano o possano essere proposte stragiudizialmente. Sul punto si veda Trib. Brescia, 16 gennaio 2006, in *Notariato*, 2006, p. 134 ss, con nota di Nigro A..

³²⁹ Secondo una recente e importante sentenza del Tribunale di Milano, all'invalidità della deliberazione approvativa del progetto di fusione recante determinazione del rapporto di cambio (poi rivelatosi incongruo) consegue, *ex art. 2504 quater c.c.*, la responsabilità diretta e a titolo contrattuale delle società partecipanti alla fusione, cui concorre quella indiretta e a titolo extracontrattuale sempre della società, ma per fatto degli amministratori (cfr. per tutti Trib. Milano 27 novembre 2008, *cit*). I soci (e i terzi) possono insomma agire nei confronti delle società partecipanti alla fusione. Il problema è che, proprio a seguito della fusione, tali società (o almeno una di esse, quella incorporata) vengono meno: più precisamente la fusione produce l'estinzione della società incorporata oppure, nel caso di nuova costituzione, addirittura di ambedue le società originarie. Sul punto bisogna in effetti operare una distinzione a seconda dei tipi di fusione riconosciuti dall'ordinamento: «la fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una

L'azione in giudizio contro gli amministratori può essere fondata sulle disposizioni che disciplinano in generale la loro responsabilità. Ad esempio nella s.p.a. la norma di riferimento potrebbe essere l'art. 2395 c.c.³³⁰. Ad un attenta lettura

società di una o più altre» (art. 2501, 1° co., c.c.). Nel primo caso vi è la costituzione di una nuova società che prende il posto delle due società che si fondono (ambedue i soggetti originari si estinguono), mentre nel secondo caso non vi è la costituzione di una nuova società, ma la incorporazione di una delle società partecipanti alla fusione nell'altra (e, dunque, uno solo dei soggetti originari si estingue). Dunque all'esito della fusione la società incorporata non esiste più (rimanendo solo la incorporante); se poi la fusione avviene mediante costituzione di una terza nuova società, vengono meno ambedue le società fuse. La questione della legittimazione passiva va risolta nel senso che i danni possono essere chiesti alla società "sopravvissuta" alla fusione, sia essa la vecchia società incorporante sia essa la nuova società costituita al fine di succedere alle originarie due società fuse. Si noti che il problema della legittimazione passiva alle azioni di risarcimento del danno è anche, e soprattutto, di natura processuale. Il Tribunale di Milano ha deciso che qualora si verifichi l'estinzione della parte (a seguito di fusione per incorporazione) costituita a mezzo procuratore senza che l'evento sia stato eccepito e dichiarato ex art. 300 c.p.c., il processo prosegue fra le parti originarie senza interruzione. Nella medesima sentenza il Tribunale di Milano si è soffermato sulla natura della responsabilità della società nei confronti degli azionisti, affermando che concorrono due profili di responsabilità. Tale responsabilità è anzitutto di natura contrattuale: la responsabilità deriva dall'inosservanza degli obblighi previsti dalla legge e dalla violazione delle regole di buona fede e correttezza nell'esecuzione del contratto. A questa responsabilità si affianca però una responsabilità della società che è di natura extracontrattuale, per il fatto degli amministratori, in applicazione dell'art. 2049 c.c. (secondo il quale: "*i padroni e i committenti sono responsabili per i danni arrecati dal fatto illecito dei loro domestici e commessi nell'esercizio delle incombenze a cui sono adibiti*"). Gli amministratori hanno posto in essere delle irregolarità che determinano l'invalidità della fusione; questa non può più essere fatta valere, ma la società risponde dei danni causati dagli amministratori. Questa ricostruzione della fattispecie ha per conseguenza che la società, nei casi in cui sussista la responsabilità degli amministratori, sarà sì costretta a pagare i danni (ai soci e ai terzi), ma potrà rivalersi internamente nei confronti dei gestori. Precedentemente già la Corte di appello di Milano si era occupata della natura della responsabilità della società (cfr. Appello Milano, 23 maggio 2003, in *Soc.*, 2004, 610 ss., con nota di Cassottana). Secondo questa autorità giudiziaria, nel caso in cui la fusione danneggi alcuni gruppi o categorie di azionisti, la responsabilità che ne consegue configura una responsabilità immediata della società, con un concorso fra la responsabilità contrattuale e quella extracontrattuale, dato che il medesimo fatto viola contemporaneamente tanti i diritti derivanti dal contratto quanto i diritti spettanti alla persona offesa indipendentemente dal contratto stesso. La responsabilità dell'art. 2049 c.c., che dipende dal fatto illecito altrui, investe tutti gli organi dell'ente e si fonda sul rapporto organico e sul generale principio che rende responsabili gli enti per l'operato dannoso di coloro che sono inseriti nell'organizzazione aziendale. La responsabilità della società deriva invece dal fatto proprio della società a cui si imputa di avere approvato ed eseguito un progetto di fusione (nel caso di specie) basato su un'incongrua determinazione del rapporto di cambio, e dunque in violazione degli obblighi di buona fede e correttezza prescritti nell'esecuzione del contratto sociale. L'atto di fusione stipulato dagli amministratori è direttamente efficace nei confronti della società secondo le regole del mandato con rappresentanza. Se, quindi, la decisione di approvazione, prima, e, poi, l'atto di fusione si discostano dalle disposizioni di legge, si realizza l'inosservanza di un obbligo direttamente stabilito dalla legge in capo agli amministratori, ma anche in capo all'assemblea e alla società. Nelle fusioni infragruppo, la responsabilità della società potrebbe essere affermata anche ai sensi dell'art. 2497 c.c. secondo cui: "*le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività e al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società*".

³³⁰ Ad esempio Trib. Genova, 21 dicembre 2000, *cit.*, ha affermato che legittimati passivi dell'azione

di questa disposizione si evince però che il diritto al risarcimento del danno sussiste per il singolo socio o il terzo che sono stati “direttamente” danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori. Nel contesto della fusione, il soggetto responsabile in *primis* è la società stessa (che si è avvalsa degli amministratori). Si potrebbe pertanto sostenere la tesi che manca l’elemento del danno “diretto”.

Bisogna tuttavia tener conto anche del diritto comunitario, da cui la disciplina italiana in materia di fusione origina, il quale prevede espressamente la possibile responsabilità degli amministratori. Il riferimento è dato dall’art. 20 della direttiva 78/855/CEE, secondo cui «le legislazioni degli Stati membri disciplinano almeno la responsabilità civile dei membri dell’organo di amministrazione o di direzione della società incorporata nei confronti degli azionisti di questa società in conseguenza di irregolarità di membri di detto organo commesse nella preparazione e nella realizzazione della fusione». E questa disposizione pare consentire ai soci (i terzi non vengono però menzionati) di agire in giudizio direttamente nei confronti degli amministratori³³¹. Teoricamente sussiste dunque la possibilità d’intentare due distinte azioni: 1) la prima nei confronti della società per il fatto degli amministratori; 2) la seconda direttamente nei confronti dei gestori. Occorre tuttavia dire che è improbabile una doppia condanna. Il danno difatti è unico (e consiste, essenzialmente, nella perdita patrimoniale subita da chi agisce) e viene già risarcito

risarcitoria spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione sono anche gli amministratori ai sensi dell’art. 2395 c.c.

³³¹ Per approfondimenti si vedano tra gli altri: De Acutis M., *La terza direttiva C.E.E. in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, II, p. 313; Morera U., *I principi comunitari per le fusioni di società: analisi e riflessioni nella prospettiva di adeguamento*, in *Foro It.*, 1987, IV, c. 259; Mascardi F., *La fusione di società nel diritto comunitario*, in *Riv. soc.*, 1991, II, p. 1764; Genovese A., *L’invalidità dell’atto di fusione*, Torino, 1997, p. 8 ss ed in part. p. 10 ove l’A. espressamente dice che: “in tale prospettiva la “procedimentalizzazione” della fusione si rende funzionale a limitare l’arbitrio decisorio degli amministratori nella conduzione dell’affare, e a favorire un accertamento successivo di eventuali responsabilità a loro carico, adeguato, sotto il profilo della deterrenza, anche a prevenire violazioni di legge”.

direttamente dalla società.

Per quanto concerne l'identità giuridica del danno ai fini di un suo inquadramento, occorre considerare che esso consiste essenzialmente nella possibilità di manipolare a proprio vantaggio, e a danno della minoranza, il rapporto di cambio. Ma, per far cadere la deliberazione, non basta dimostrare che la maggioranza era in conflitto d'interessi in quanto portatrice di un interesse extra - sociale a manovrare il rapporto di cambio»³³².

Sulla base di quanto affermato, anche l'annullamento delle deliberazioni di fusione assunte in conflitto di interessi *ex art. 2373 c.c.* si verifica in presenza di un danno, segnatamente della «mera potenzialità di danno» e non della prova del danno effettivo, il danno pertanto si deve ancora verificare³³³. Ciò risulta tanto più utile in caso di rapporto di cambio incongruo, in quanto vi è il rischio che «l'annullamento della deliberazione risulti, quando il danno si sia pienamente manifestato, inutile», dato lo sbarramento dell'*art. 2504 quater, c.c.*

A lungo la dottrina maggioritaria ha però sostenuto la tesi che il danno “alla società” si dovesse interpretare limitatamente al danno “al patrimonio sociale”³³⁴. In particolare, con riguardo ad un rapporto di cambio incongruo, una dottrina sostiene che non possa verificarsi un danno per la società in caso di deliberazione di fusione tra società di cui una sia socia dell'altra, ma semmai un «danno al patrimonio individuale», giacchè il conflitto è unicamente tra soci, e definisce questo tipo di danno “diretto”, “autonomo”, rispetto al danno sociale, sarebbe un danno che

³³² Cfr. per tutti D'Alessandro F., *Sulla fusione e sulla scissione, dialogo con d'Alessandro F. e Pedersoli A.*, a cura di Pescatore S., Di Sabato F., in *Riv. dir. impr.*, 1992, p. 177.

³³³ Cfr. per tutti Preite D., *L'“abuso” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, p. 242.

³³⁴ Cfr. Gambino A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni (abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, 1987, p. 246. Nello stesso senso, Messineo F., *Impugnativa di delibera di fusione e interesse di singoli soci*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 228; Visentini B., *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, in *Dir.e prat. comm.*, 1942, p. 225.

«colpisce “immediatamente” il patrimonio del singolo socio, senza derivare minimamente dal danno sociale»³³⁵.

A questa opinione si è obiettato, in primo luogo, che «è incoerente con la *ratio* dell’art. 2373 c.c. identificare il danno alla società con il danno al patrimonio sociale, giacché i soci non hanno alcun interesse ad evitare tale danno, se non in quanto esso si rifletta sul valore delle loro azioni»³³⁶. Ed infatti se, come in precedenza rilevato, l’interesse sociale è l’interesse dei soci in quanto tali, «esso deve essere un interesse che, nella realtà, possa effettivamente riferirsi al socio». In questo modo l’art. 2373 c.c. è coerente con l’ordinamento che «considera meritevole di tutela l’interesse dei soci alla massimizzazione non solo dell’utile sociale, ma anche del valore globale delle azioni»³³⁷. È opportuno però precisare che, se dunque la legge tutela l’interesse del socio “alla conservazione della misura proporzionale della partecipazione post – fusione”³³⁸, ciò non significa che il socio abbia diritto a conservare la partecipazione in quanto tale. Un socio che non possieda il numero sufficiente di azioni o di quote richiesto da un concambio che possa risolversi indirettamente in un *freeze - out* del socio stesso, non subisce una discriminazione giuridicamente rilevante.

Ad opinione di una autorevole dottrina³³⁹, la legittimità di un simile concambio

³³⁵ Cfr. Messineo F., *ult op. cit.*, p. 228.

³³⁶ Si vedano per un approfondimento: Preite D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni diretto da Colombo G. E. e Portale G. B.*, vol. 3, Torino, 1993, p. 134; Montagnani C., *Sub art. 2373 c.c.*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini G., Stagno d’Alcontres A., Napoli, 2004, p. 51, il quale afferma che c’è nella norma «una visione oggettivizzata del socio in quanto tale, che sempre subisce una “frazione” del danno collettivo». Nello stesso senso, Grassetti C., *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, in *Giur. comm.*, I, 1979, p. 797.

³³⁷ Cfr. Preite D., *ult. op. cit.*, p. 135.

³³⁸ Cfr. Vicari A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, p. 38.

³³⁹ Per tutti Bianchi L. A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002, p. 100-101. In particolare l’A., ritiene che «in realtà, la perdita dello *status socii* conseguente a un determinato concambio può unicamente venir censurata, a fronte di valutazioni adeguate, sulla base dei principi generali in materia di “abuso del diritto” da parte della maggioranza e di violazione degli obblighi di buona fede e di correttezza, ove fosse dimostrato che tale scelta estimativa sia stata strettamente funzionale al perseguimento di una deliberata strategia oppressiva adottata dal socio di

trae «indiretta conferma» dall'art. 2501 *ter*, co. 1°, n. 3, e co. 2°, c.c., che prevede, nel progetto di fusione, la possibilità di un'integrazione in denaro nei limiti del 10% del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate. Ciò conferma implicitamente che, «ove tale assegnazione non risultasse sufficiente, il socio ben possa perdere il diritto alla continuità della partecipazione sociale».

Inoltre, è opportuno valutare le ipotesi in cui «eventi imprevedibili» successivi alla deliberazione di fusione, che interrompano il nesso causale tra essa e il danno, «impediscono il concreto verificarsi del pregiudizio in conseguenza della realizzazione dell'operazione»³⁴⁰. Può infatti accadere che un rapporto di cambio, risultante incongruo e potenzialmente dannoso per la società al tempo della delibera di fusione, possa, in conseguenza di variazioni nei prezzi del mercato azionario ovvero per mutamenti nella consistenza patrimoniale delle società parti della fusione, ritenersi non più dannoso per la società al momento del giudizio³⁴¹. In questa ipotesi, viene a mancare il danno potenziale per la società, per il verificarsi di eventi successivi alla deliberazione di fusione, anche se l'accertamento della mancanza di tale danno potenziale avviene al momento del giudizio. Non vi è ragione pertanto di escludere la rilevanza di tali eventi nel giudizio se questi possono evitare che l'annullamento della delibera sia inutile.

Come è stato rilevato da un'autorevole dottrina, l'introduzione nell'art. 2373 c.c. del requisito del danno potenziale alla società ai fini dell'annullamento della

comando nei confronti delle minoranze».

³⁴⁰ Infatti, sono ritenuti irrilevanti dallo stesso Preite D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio*, cit., p. 137.

³⁴¹ Sul punto è intervenuta la Corte di cassazione stabilendo che, posto che la legge non fissa criteri direttivi per la determinazione del rapporto di cambio, essi restano affidati alla discrezionalità tecnica degli amministratori e il sindacato sulla delibera che approva il progetto di fusione resta circoscritto (ai fini del giudizio risarcitorio) ai casi in cui il rapporto sia determinato in modo arbitrario o sulla base di dati incompleti o in veritieri. Cfr. Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Foro it.*, 2001, I, p. 1932 ss, con nota di Nazzicone L.

deliberazione è avvenuta ai fini di «impedire l'annullamento (della delibera) nelle ipotesi in cui la deliberazione, pur se presa con il voto determinante del socio in conflitto, non arrechi in concreto pregiudizio alla società»³⁴².

2.5 LE CLAUSOLE DI GARANZIA NELL'AMBITO CONTRATTUALE

Nella prassi, si fa sempre più frequente il ricorso ad accordi, anche temporanei, che consentono alle imprese di reperire i mezzi di cui al momento non dispongono, specialmente in caso di acquisto di una società. Con i patti di covendita ad esempio, si ottiene il risultato di aver adeguata certezza della sorte della propria partecipazione. Le operazioni di *venture capital*, *project financing*, *joint venture* o altre hanno come comune denominatore l'intervento di più soggetti, fra loro altrimenti non legati, nella realizzazione di determinate iniziative economiche.

Nel contesto interessato da tali istituti, si innesta necessariamente l'autonomia contrattuale delle parti, in quanto maggiormente in grado di valutare nel concreto i rischi e le possibili variazioni che possono alterare gli equilibri di taluni tipi di contratti. In tale contesto assume una certa rilevanza il c.d. "*pre-emption right*", ovvero "*right of first refusal*" (secondo la terminologie alternativamente utilizzate nella prassi), ossia l'obbligo gravante sull'azionista, sia di maggioranza che di

³⁴² Cfr. in dottrina Gambino A., *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni (abuso di potere nel procedimento assembleare, cit.*, p. 197-198. In giurisprudenza si vedano tra le altre pronunce: Trib. Milano, 13. aprile 1970, in *Riv. notar.*, 1970, p. 449-454, commento di Giuliani A., *Fusione, rapporto di cambio e tutela dei minimi azionisti*; Cass. 22 marzo 2005, n. 6193, in *Società*, 2006, p. 473-476, commento di Spaltro G., *Legittimazione del socio ad intervenire nel giudizio di impugnazione di delibera assembleare*; Cass. 19 agosto 1983 n. 5410, in *Giur. comm.*, 1985, II, p. 336-344, commento di Gattai B., *Conflitto d'interessi e azione di responsabilità*; Cass. 24 gennaio 1990, n. 420, in *Società*, 1990, p. 750-754, commento di Carnevali U., *Limiti alla impugnazione delle delibere consiliari*; *ID.*, in *Foro It.*, 1990, I, 2, c. 1551-1554.

minoranza, di informare preventivamente i soci circa la dismissione delle sue quote o azioni mettendoli al corrente delle condizioni di vendita pattuite con il terzo acquirente, nonché di ogni altro dettaglio che possa permettere ai soci sia una valutazione economica di tale cessione che delle possibili conseguenze gravanti sui diritti sociali ad essi spettanti³⁴³. Tale istituto consente la costituzione in capo ai soci di un vero e proprio diritto di prelazione, il cui esercizio scongiura gli eventuali pericoli connessi all'ingresso nell'ambito della compagine sociale di soggetti estranei che possono non avere alcun interesse a gestire attivamente le attività sociali³⁴⁴. In alternativa l'investitore istituzionale, posto in una condizione di partecipazione azionaria di minoranza, può esercitare il c.d. "right of first offer", ossia la possibilità

³⁴³ È evidente che l'inserimento di clausole di questo tipo in società medio-piccole e non quotate costituisce un grande ostacolo per la vendita delle quote societarie, per cui sarà compito del socio alienante di preservare il più possibile le proprie azioni da clausole di prelazione in ciò avvalendosi della possibilità di inserire ulteriori clausole limitative delle prime. Si pensi ad un'operazione di private kicker, ossia la cessione di parti di azioni alla banca finanziatrice ad un prezzo vantaggioso, solitamente inferiore a quello previsto sul mercato; ovviamente l'esercizio del diritto di prelazione costituirà uno strumento pregiudiziale alla riuscita del finanziamento ottenuto. L'obbligo informativo sussiste anche nei casi di "clausole di mero gradimento" disciplinate dall'art. 2355 bis c.c. al quale si rinvia; anch'esse infatti, sono subordinate nella loro efficacia alla comunicazione delle generalità dell'acquirente ai soci superstiti, i quali, possono avere interesse a evitare l'ingresso nella società di soggetti non graditi. Per un approfondimento sul tema si veda per tutti Salafia V., *Clausola di gradimento nella circolazione delle azioni e delle quote delle s.r.l.*, in *Società*, 2006, p. 1080.

³⁴⁴ Per quanto concerne la disciplina di tali clausole nonché sui limiti di validità previsti contrattualmente si vedano tra gli altri: AA. VV., *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006, *La trasferibilità delle azioni*, a cura di L. Enriquez, p. 18-19; Dentamaro A., in *Le Società*, 2005, 2, p. 186; Vittone L., *Introduzione e soppressione di clausole di prelazione negli statuti di società di capitali: rassegna critica di giurisprudenza* in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 155 ss; Binni M., *Introduzione e soppressione a maggioranza delle clausole relative all'alienazione di azioni e quote sociali*, in *Giur. comm.*, 1995, II, p. 52; De Angeli L., *Le clausole di prelazione al "giusto prezzo"*, in P. G. Jaeger, F. Bonelli, (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993; Triola R., *La prelazione legale*, Milano, 2003, p. 271; Pescatore S., *Impresa societaria a base capitalistica. Caratteri*, in *Istituzioni di Diritto commerciale* (a cura di) V. Buonocore, Torino, 2006, p. 136 e ss. Si veda altresì nell'ambito della giurisprudenza, Cass. 12 marzo 1981, n. 1407, in *Rivista del notariato* 1981, p. 706; Trib. Napoli, 20 febbraio 1989, in *Foro it., Rep.* 1992, voce *Società*, n. 598; Cass., 4 marzo 2003, n. 3166, in *Mass. Giust. civ.*, 2003, f. 3; Cass., 10 aprile 1996, n. 3313, in *Rivista del notariato*, 1996, p. 1447; Cass., 21 marzo 1995, n. 3241, in *Mass. Giust. civ.*, 1995, p. 650; Cass., 23 gennaio 1997, n. 697, in *Soc.*, 1997, p. 647; Cass., 10 novembre 1998, n. 11296, in *Giust. civ.*, 1999, p. 1717; Cass., 26 novembre 1998, n. 12012, in *Rivista del notariato*, 1999, p. 755; Cass., 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 520; Cass., 15 luglio 1993, n. 7859, in *Foro it.*, 1994, I, p. 406; Cass., 12 giugno 2001, n. 7879, in *Rivista del notariato*, 2002, p. 232. In particolare in quest'ultima sentenza la Corte di Cassazione ha affermato che, in una clausola statutaria di prelazione dei soci in caso di trasferimento di azioni, l'obbligo di denuntiatio (l'intenzione di vendita) del socio alienante deve comprendere l'indicazione del nome del terzo acquirente, anche quando ciò non sia espressamente previsto dalla clausola stessa.

contrattualmente prevista di dare priorità agli azionisti di maggioranza secondo il prezzo e le condizioni già definite; in tal caso si dà la possibilità immediata e definitiva di esercitare la prelazione; in mancanza di tale esercizio, la transazione intrattenuta con il terzo al prezzo stabilito potrà regolarmente procedere.

Quando si parla di diritto di seguito, denominato nella prassi “*tag along right*”, ci si riferisce alla facoltà (e non all’obbligo) di partecipazione *pro quota* del socio di minoranza alle transazioni che comportino la vendita di azioni appartenenti alla maggioranza³⁴⁵. Tale diritto c.d. di covendita viene introdotto a seguito dell’apposizione nel contratto sociale di un’apposita clausola definita “*tag along*” (aventi il c.d. effetto “*trascinamento*”) la quale mira ad allineare gli interessi di tutti i soci permettendo loro la possibilità di condividere sia il premio di maggioranza, sia il medesimo grado di liquidità dell’investimento concernente il pacchetto azionario. In quest’ultimo caso la differenza con il *tag along right* è evidente: la posizione dell’azionista di minoranza è contraddistinta da un obbligo e *non* da un diritto, come nella precedente fattispecie. Tale clausola può infatti avere un effetto positivo per l’azionista di minoranza nella misura in cui gli interessi economici della controparte venditrice siano effettivamente allineati a quelli di chi viene “*trascinato*” nella vendita³⁴⁶. Si tratta di una clausola diffusa nelle *holding*, dove vi sono soci con peso

³⁴⁵ Per quanto concerne il diritto di covendita si deve necessariamente sottolineare il dato costante costituito dalla contrapposizione degli interessi delle parti, invero, l’azionista di maggioranza tenderà a non voler inserire tale diritto nel novero delle transazioni aventi per oggetto società collegate o controllate e ciò per evitare l’eccessivo favore nei confronti degli acquirenti di minoranza. Cfr., tale orientamento: Ponti L., Panella R., *La “preferenza” nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003, p. 101 ss; Binni M., *Vendita congiunta di azioni e clausole di prelazione*, in *Giurisprudenza commerc.*, 1997, II, p. 709; Di Rosa G., *La prelazione legale e volontaria* in AA. VV., *I contratti in generale*, III, *Conclusioni, Opzione-Prelazione, Contratto Preliminare*, Torino, 2000. Sulle tecniche contrattuali utilizzate per la circolazione dei pacchetti azionari di controllo si veda altresì Galgano F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell’economia*, diretto dall’Autore medesimo, Padova 2003, p. 193 ss.

³⁴⁶ Per l’azionista di maggioranza la pattuizione in questione da un lato non diluisce la sua posizione a livello societario nei confronti dei soci storici (c.d. anti dilution clause), dall’altro non è preclusiva della facoltà di vendita del 100% della società.

diverso, la cui partecipazione potrebbe risultare irrilevante per il controllo della società, con il conseguente rischio di rimanere congelata e priva di reale valore, in quanto nessuno avrebbe interesse al suo acquisto³⁴⁷.

Avendo come punto di riferimento il fine ultimo dell'investitore che è quello di massimizzare il profitto in sede di disinvestimento, è opportuno segnalare l'opportunità di questi di avvalersi del c.d. "*reverse drag along right*" o della opzione c.d. *put*. Nel primo caso all'investitore, ad una certa data, verrebbe garantita la facoltà di mettere in vendita l'intera società, fermo restando il diritto di prelazione del socio di controllo. Il meccanismo di trascinamento, in questa ipotesi, potrebbe essere infatti formulato come clausola di vendita dell'intera società al verificarsi di determinate condizioni, obbligando in tal modo tutti i soci, e non solo quelli di minoranza che potrebbero essere maggiormente penalizzati. Tale vendita c.d. "*in blocco*" garantisce al socio di minoranza la pronta liquidità promanante dal disinvestimento della sua quota, fatta salva la prelazione dei soci di maggioranza in ordine all'esercizio del diritto di prelazione con il quale l'intero pacchetto azionario viene acquistato al prezzo offerto all'acquirente, ma in via preferenziale rispetto a quest'ultimo³⁴⁸. La clausola *put* invece, prevede la possibilità dell'investitore di conseguire *sempre e comunque* il diritto di vendere la propria quota all'azionista di maggioranza che ha l'obbligo di ricomprarla entro un dato termine e ad un prezzo (*strike price*) stabilito convenzionalmente dalle parti³⁴⁹. Unitamente alla clausola *put*

³⁴⁷ Per citare un recente esempio tratto dalla cronache, Vodafone si è imbattuta in una clausola di questo tipo in un recente tentativo di acquisizione di una partecipazione in Hutchinson-Essar Ltd. Il venditore, Hutchinson, è legato da uno Shareholders' Agreement che accorda al partner di minoranza il c.d. "*Tag Along Right*" nel caso in cui la sua partecipazione dovesse scendere sotto il 40%: ne consegue che l'acquisizione potrà essere portata a termine solo se estesa anche alle quote del socio di minoranza. Per approfondimenti si veda www.ilsole24ore.com.

³⁴⁸ Per uno studio approfondito si veda Aghion P., Bolton P., Tirolet J., *Exit options in corporate finance: liquidity versus incentives*, in *Reviews of Finance*, Forthcoming, 2004.

³⁴⁹ Per un approfondimento sul tema si veda per tutti: Barcellona E., *Clausole di put e call a prezzo*

optino, di cui si è fatto un breve cenno, esiste anche la c.d. *call option*; trattasi di un contratto che riconosce all'acquirente il diritto, ma *non* l'obbligo, di acquistare a condizioni prefissate un determinato quantitativo di titoli o beni di investimento non oltre una data scadenza³⁵⁰. Nell'ambito dell'esercizio del diritto di opzione all'acquisto delle azioni *ex art.* 2441 c.c., una delle parti rimane vincolata per un certo tempo alla propria dichiarazione e l'altra, invece, resta del tutto libera se accettarla o meno: si pensi al caso delle azioni di nuova emissione che la società per azioni è vincolata ad offrire ai propri soci azionisti e di cui questi ultimi sono liberi di accettare o meno l'offerta³⁵¹. L'opzione può costituire un patto autonomo o inerire ad

predefinito, Milano, 2004, *passim*.

³⁵⁰ Appare utile ricordare che la denominazione di *call option* si riferisce anche all'opzione implicita concessa all'emittente di un titolo a reddito fisso di rimborsare anticipatamente lo stesso, a seconda delle condizioni di mercato. Nella pratica bancaria, il termine viene impiegato per identificare la richiesta di rimborso immediato fatta dal finanziatore nei confronti del debitore quando questi non ha tenuto fede alle obbligazioni contrattuali, oppure quella di acquisire maggior liquidità fatta da un organismo di controllo nei confronti di una banca che versi in condizioni gestionali pericolose. Un'ultima accezione del termine si riferisce alla richiesta fatta dall'intermediario al cliente di integrare il capitale depositato come margine in forza della variazione avvenuta nei prezzi di mercato.

³⁵¹ Appare necessario ricordare che, sotto il profilo giuridico, le operazioni di cui si parla vanno inquadrare nella disciplina dei contratti di opzione disciplinati dall'art. 1331 c.c., ai sensi del quale quando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'art. 1329 c.c. Ne discende che, con la stipulazione di un contratto di opzione, la parte c.d. venditrice dell'opzione assume un impegno irrevocabile di acquistare o vendere una determinata attività a prezzo, condizioni e termini prefissati. Il contratto di opzione ben può farsi rientrare nella categoria dei contratti preparatori in genere che si concluderanno soltanto in un secondo tempo (nei termini stabiliti nel contratto di opzione), ossia soltanto se la parte compratrice avrà manifestato la propria accettazione alla proposta formulata dalla parte venditrice dell'opzione, ma dal contratto preparatorio in senso stretto va tenuto distinto in quanto mentre nel patto di opzione il regolamento negoziale è interamente contemplato, nel contratto preparatorio in senso stretto i contraenti si accordano su taluni punti del futuro contratto in occasione della cui stipula. Da ultimo, per completezza espositiva, si osserva che anche le opzioni, così come i contratti futures, gli swaps, i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute a merci e ai relativi indici, e le combinazioni di strumenti finanziari, sono definiti "strumenti finanziari derivati" ai sensi del disposto di cui all'art. 1, comma 3, d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (Testo Unico della Finanza), e, in quanto tali, si caratterizzano per il fatto di fondare il loro valore su altri strumenti finanziari di base sottostanti al contratto derivato stesso (cfr., circolare ABI 151/1996). Per un approfondimento sul tema si vedano tra gli altri, Cappiello S., *Commento agli artt. 2437 ss. e 2497-quater*, Milano, 2004 I; Gabrielli M., De Bruno S., *Capire la finanza, Guida pratica agli strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 994; Hull J., *Le opzioni, i futures e gli altri strumenti derivati*, Il Sole 24 Ore, 1997; Campobasso G. F., *Il diritto delle società*, 6° ed., 2006, p. 204 ss; Corti C. L., *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo F., Milano, 1993, p. 125; Ascarelli T., *Diritto di opzione e usufrutto di azioni*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952; Bianca C. M., *Diritto Civile*, vol. 3, *Il Contratto*, Milano, 2000, p. 265; Bianchi M., *I contratti internazionali. Dizionario delle clausole contrattuali* 3,

un accordo più ampio; naturalmente, in entrambi i casi, il beneficiario dell'opzione è libero di esercitarla oppure no: in caso positivo, la sua dichiarazione, costituendo un'accettazione, determina la conclusione del contratto.

La posizione di vantaggio in cui viene a trovarsi la parte c.d. *compratrice* dell'opzione ha un preciso contenuto economico che si concretizza nel premio, il quale altro non rappresenta se non il prezzo che la parte compratrice versa alla parte venditrice per garantirsi la facoltà di esercitare l'opzione. Al raggiungimento della scadenza la parte compratrice dell'opzione potrà esercitare tale diritto, domandando l'esecuzione dell'operazione sottostante ovvero ancora potrà decidere di abbandonare la transazione e, in tale ultimo caso, subirà una perdita pari al prezzo di acquisto del diritto (ossia pari al premio); in generale, appare corretto sottolineare che l'esercizio del diritto di opzione da parte della parte compratrice verrà svolto sulla base di una valutazione di tipo economico, avendo come riferimento il prezzo corrente dell'attività opzionata (ossia il prezzo di mercato del bene oggetto della transazione al momento della scadenza dell'opzione). In altre parole, la parte

Il Sole 24 Ore, Milano, 1999; Villanacci G., *L'opzione*, in AA. VV., *I contratti in generale*, III, *Conclusioni, Opzione-Prelazione, Contratto Preliminare*, Torino, 2000, p. 199; Moscarini L. V., *Astrattezza della proposta unilaterale irrevocabile e onerosità del patto di opzione*, in *Rassegna di diritto civile*, 2, 2007, p. 471-496. Per quanto concerne la distinzione fra il patto di opzione e il contratto preliminare si veda in giurisprudenza Cass. 11 ottobre 1986, n. 5950, in *Giust. civ. mass.*, 1986, per la quale "Il patto d'opzione, il quale ha in comune con il c.d. contratto preliminare unilaterale l'assunzione di un obbligo da parte di un solo contraente, si distingue per l'eventuale successivo "iter" della vicenda negoziale, che è contratto perfetto ed autonomo rispetto al contratto definitivo, l'opzione configura elemento di una fattispecie a formazione progressiva, costituita inizialmente da un accordo avente ad oggetto l'irrevocabilità della proposta e poi dell'accettazione del promissario che, saldandosi con la prima, perfeziona il contratto". In senso analogo si esprime anche Cass., 26 marzo 1977, n. 2692, in *Giust. civ. mass.*, 1977. Sul patto d'opzione di contratto preliminare (bilaterale) si veda favorevolmente, Cass., 14 dicembre 1992, n. 1823, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1993, I, p. 13 ss. Sul patto di opzione si vedano: Cass., 13 dicembre 1994, n. 10649, in *Mass. Giur. it.*, p. 1994; Cass., 25 maggio 1983, n. 3625, in *Riv. it. dir. lav.*, 1984, II, p. 471 ss, con nota di Fabris P., *Patto di opzione, patto di non concorrenza, contratto di lavoro*; Cass., 11 ottobre 1986, n. 5950, in *Giur. it.*, 1987, I, 1, c. 1626 ss. Sull'interezza del regolamento negoziale, contenuto nell'opzione si veda Cass., 14 febbraio 1986, n. 873, in *Giust. civ.*, 1986, I, p. 1672 e ss., con nota di Lipari M., *L'oggetto dell'opzione di vendita e la determinazione del prezzo rinviata ad un successivo accordo tra le parti*; Trib. Milano, 6 giugno 1988, in *Giur. it.*, 1989, I, 2, c. 22 ss. Sull'ammissibilità del patto d'opzione a favore del terzo cfr. Cass. 1 dicembre 2003, n. 18321 in *Foro it.*, 2004, I, c. 1464 ss.

compratrice, operato il raffronto tra il valore di mercato del bene oggetto della transazione al momento della scadenza dell'opzione e il prezzo della transazione fissato al momento del contratto (c.d. *strike price*), potrà decidere se abbandonare l'opzione così rinunciando ad acquistare il bene e pagando il solo premio o se, al contrario, esercitare l'opzione ritirando la merce (i titoli in questo caso) e pagando, oltre al prezzo pattuito, il premio. In proposito, va osservato che prezzo corrente (o prezzo di mercato) e *strike price* (prezzo predefinito in contratto o prezzo di esercizio) possono correlarsi nei seguenti modi: 1) opzione c.d. “*at the money*”, ossia che comporta per il compratore un flusso di cassa nullo e si ha quando il prezzo corrente dell'attività è uguale allo *strike price*; 2) opzione c.d. “*out of the money*”, che si ha quando il prezzo corrente è inferiore allo *strike price*³⁵². Per quanto concerne il rischio relativo alla solvibilità della controparte, va osservato che mentre il venditore ne è praticamente privo, poiché di norma incassa il premio contestualmente alla stipulazione del contratto; l'acquirente, al contrario, deve accollarsi il rischio (esteso peraltro a tutta la durata del contratto) che il venditore non esegua il proprio obbligo³⁵³.

³⁵² In riferimento alla determinazione del valore di un'opzione, essa può essere agevolmente effettuata con riferimento alla scadenza del periodo di esercizio dell'opzione medesima. Ne consegue che: 1) nell'opzione call, se alla scadenza il valore dell'attività opzionata (finanziaria o reale) è maggiore dello strike price, il valore dell'opzione è pari alla differenza tra prezzo di mercato e strike price: ed è questo il margine lucrabile ritirando il bene opzionato e alienandolo sul mercato ai prezzi correnti; se alla scadenza, il valore dell'attività opzionata è minore dello strike price, il valore dell'opzione è nullo, in quanto la facoltà non verrà esercitata; 2) nell'opzione put, se alla scadenza il valore dell'attività è minore dello strike price, il valore dell'opzione è pari alla differenza tra strike price e prezzo di mercato; se alla scadenza il valore dell'attività è maggiore dello strike price il valore dell'opzione è nullo, poiché la facoltà non verrà esercitata. Per un approfondimento si vedano Luenberger D. G., *Investment Science*, Oxford University Press, 1998; Banfi A., (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, Isedi, Torino, 2004; Capparelli F., *Economia del mercato mobiliare*, Mc Graw-Hill, (Publishing Group Italia), Milano, 2004.

³⁵³ Per approfondimenti sulla tutela risarcitoria in caso di inadempimento si veda. Cass., Sez. Unite., 1 luglio 1997, n. 5895, in *Vita not.*, 1998, p. 908 ss.; sulla responsabilità extracontrattuale del terzo acquirente cfr. Cass. 9 gennaio 1997, n. 99, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1998, I, p. 17 ss., con nota di Avolio E., *Inadempimento al patto di prelazione e responsabilità del terzo acquirente*; Cass., 14 aprile 2000 n. 4858, in *Giustizia Civile Massimario*, 2000.

Del tutto affine alla clausola *tag along* è la c.d. clausola “*drag along*”³⁵⁴, la quale mira anch’essa a tutelare i soci di minoranza al fine di permettergli, in caso di cessione, di speculare un prezzo migliore per la propria partecipazione. A differenza dell’altra clausola, occorre sottolineare il fatto che, in questo caso, è il soggetto interessato alla cessione del proprio pacchetto a preoccuparsi della condotta altrui e *non* il contrario. Questo tipo di clausola viene normalmente richiesta dagli investitori istituzionali quali *venture capitalists*, il cui usuale obiettivo è quello di comprare e detenere un certo numero di partecipazioni al solo scopo di ottenere un più alto tasso di rendimento finanziario³⁵⁵. La cessione del loro pacchetto avverrà, presumibilmente, in favore di un altro soggetto, non più finanziario, ma molto probabilmente operante nel settore della società posseduta, il quale avrà naturalmente interesse a garantirsi la gestione della società, con il risultato che l’entrata nel capitale sociale avverrà esclusivamente in presenza delle condizioni per il controllo della stessa. Gli impegni che derivano da questi accordi sono molto stringenti, per cui la loro redazione richiede particolare attenzione, soprattutto in ragione delle cautele da prevedere per assicurarsi l’adempimento altrui. Non va infatti sottovalutato il fatto che clausole di questo tipo *non* sono opponibili ai terzi, in quanto vengono generalmente inserite in patti accessori alla costituzione o alla gestione della società

³⁵⁴ Per approfondimenti di studio in materia si veda Moskin M., *Commercio e Contratti*, Ny., 2002, p. 19 ss.

³⁵⁵ Per un’analisi del ruolo degli investitori in una private equity si vedano tra gli altri Angelici C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, p. 56 e p. 115 ss; Tombari U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni, (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1082 ss.; Pisani Massamormile A., in *Riv. soc.*, 2003, p. 1271-1272. Al riguardo, può essere di qualche interesse ricordare che anche nell’esperienza giuridica tedesca ove, come noto, domina l’opinione, secondo la quale il diritto societario si occupa dell’ “azionista” soltanto nella sua veste di *Verbandsmitglieder* e non anche di investitore (*Kapitalanleger*) non manca chi ritiene che in realtà il diritto azionario tedesco abbia sviluppato un modello di socio “ibrido”, in quanto sensibile sia ai profili di tutela della *Mitgliedschaft* (partecipazione sociale), sia ai profili di tutela dell’investimento (il riferimento è a Mülberr P., *Abschwächungen des mitgliedschaftlichen Bestandsschutzes im Aktienrecht*, in *Festschrift für Peter Ulmer*, Berlin, 2003, p. 433 ss, e specialmente p. 434 e 449, ove ulteriori riferimenti bibliografici).

oggetto di cessione, con il risultato che gli acquirenti non saranno direttamente tenuti ai comportamenti previsti. Va da sé che particolare cura dovrà essere posta nel prevedere in anticipo e in dettaglio gli eventi che possano far scattare questi impegni: può infatti accadere, specie nelle *joint venture*, che il desiderio di cedere la propria quota derivi da un mutamento nella gestione della società, dovuto ad esempio alla cessione di un particolare settore di attività³⁵⁶.

Le clausole di cui si discute possono poi prevedere l'attribuzione congiunta ad un terzo del mandato a vendere l'intera partecipazione sindacata, in questo modo assicurandosi l'impegno del socio minoritario alla cessione della propria quota, oppure determinare le modalità di fissazione di un prezzo di vendita, magari attribuendo il compito ad un consulente di comune fiducia e così via. La prassi è molto ricca in materia e molti esempi possono essere tratti dall'esperienza maturata dalle società di *venture capital* che, come si è già detto, si sono mostrate particolarmente sensibili all'esigenza di assicurarsi in anticipo le modalità di dismissioni della loro partecipazione.

Gli interessi di massimizzazione del profitto sono sottesi anche all'apposizione di un'altra clausola, denominata "*bring along*" ma con delle importanti differenze rispetto alle clausole finora studiate³⁵⁷. Anche questo tipo di clausola disciplina il diritto a "*trascinare*" in una negoziazione sulle proprie partecipazioni anche quelle degli altri soci. Tale diritto viene generalmente riconosciuto al socio di maggioranza il quale, in caso di cessione del proprio pacchetto, avrà la facoltà di obbligare il socio

³⁵⁶ Si ricordi un evento particolarmente rilevante in seno alla prassi riguardante l'accordo fra la FIAT e la GM, in forza del quale le parti si riconoscono particolari diritti nel caso di vendita della divisione FIAT Auto, che costituiva una delle società destinatarie delle attività della *joint venture*.

³⁵⁷ Cfr., Panella P., Punti L., *op. cit.*, p. 224. Si deve necessariamente segnalare che, talvolta, alcuni fanno riferimento alla clausola di drag along intesa come "bring along", ossia come diritto spettante alla maggioranza e non alla minoranza senza tener conto delle differenze summenzionate.

di minoranza a cedere il proprio. Questo tipo di clausola può rilevarsi particolarmente utile nelle ipotesi in cui, per particolari disposizioni statutarie o parasociali, la partecipazione del socio di minoranza, seppure minoritaria, sia dotata di uno specifico potere di “veto”, ad esempio nell’ambito delle delibere assembleari³⁵⁸, per cui dall’esercizio dello stesso, potrebbe derivare una minore

³⁵⁸ Si ricordi che il legislatore ha espressamente previsto che gli strumenti finanziari possono essere dotati del “diritto di voto su argomenti specificamente indicati” (art. 2351, ultimo comma, c.c.). Nel tentativo di contribuire a far luce sul significato di questa disposizione, occorre risolvere, in primo luogo, l’apparente dissidio tra il divieto di voto nell’assemblea generale degli azionisti (cfr. art. 2346, c.c., ultimo comma, prima parte) e la previsione contenuta nell’ultimo comma dell’art. 2351 c.c., ai sensi della quale, come appena ricordato, “gli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco”. Il “diritto di voto su argomenti specificamente indicati” può essere statutariamente costruito nel senso che esso deve essere esercitato nell’assemblea separata dei titolari di strumenti finanziari e non nell’assemblea generale degli azionisti, la quale sarà statutariamente tenuta ad uniformarsi alle indicazioni espresse in sede di assemblea separata. Più in particolare, nel caso ipotizzato il diritto di voto dovrà essere esercitato in un luogo diverso rispetto all’assemblea generale degli azionisti - assemblea che peraltro dovrà recepirne le indicazioni - anche se questo luogo, da un lato, non dovrà necessariamente identificarsi con l’ “assemblea speciale” di cui all’art. 2376 c.c., dall’altro, potrà anche non rappresentare un’ “assemblea” in senso tecnico, come nel caso di emissione di un unico strumento sottoscritto da uno specifico investitore. Sulla base di queste considerazioni, emerge allora che il diritto di voto su argomenti specificamente indicati ben può essere configurato dallo statuto come un diritto di “veto”. Più in particolare, a titolo meramente esemplificativo, come “diritti di voto su argomenti specificamente indicati” lo statuto potrebbe probabilmente prevedere poteri c.d. “di veto” su operazioni straordinarie della società, quali ad esempio la modifica dell’oggetto sociale, il trasferimento parziale o totale dell’azienda, fusione e/o scissione, ovvero su atti gestori, quali l’approvazione del bilancio, ecc. Al riguardo, si potrebbe inoltre statutariamente stabilire che con riferimento ad alcune operazioni sociali, come quelle appena indicate, la delibera assembleare e/o la delibera consiliare (secondo le rispettive competenze) non producano effetti in mancanza del consenso del titolare dello strumento finanziario o dell’assemblea dei possessori di tali strumenti, ove prevista. Data la particolarità di tali strumenti finanziari, ne potrebbero derivare “molteplici incertezze e conseguenti ragioni di instabilità per il funzionamento dell’assemblea”; per le medesime considerazioni si vedano Linonati B., *L’impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società di persone. La società per azioni*, Milano, 2000, p. 179; Piola M., *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo G. E., Portale G. B., Torino, 2004, p. 285-286, il quale osserva esattamente che proprio il fatto che il voto non sia esercitato in assemblea generale vale a distinguere questo investitore dall’azionista; Stagno D’Alcontres F., in Niccolini G., Stagno d’Alcontres F. (a cura di), *Società di capitali. Commentario sub artt. 2346 e 2351 c.c.*, Napoli, 2004, p. 310 ss, spec. p. 313; Associazione Preite, *Il diritto delle società*, Bologna, 2004, p. 131; Angelici C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, p. 56 e p. 115 ss; Lamandini M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2003, I, p. 536; Splidoro M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in Rescigno M., Sciarrone Alibrandi A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, p. 32 ss; Pescatore S., in V. Buonocore (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003, p. 35; Ferri G. jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in C. Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, p. 92; Corsi F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 417. Per una posizione maggiormente dubitativa o

“appetibilità” a livello di possibile commercializzazione dei titoli appartenenti a siffatta maggioranza³⁵⁹.

Si ricordi, a fini di completezza, anche il c.d. “golden share” (o *action spécifique*), ossia quel pacchetto azionario strategico posseduto normalmente dai governi nazionali che permette di intervenire nelle decisioni più importanti di una società privatizzata garantendo al possessore poteri speciali, indipendenti dal numero di azioni in questione (in Italia si veda i D.l. nn. 389/93, non convertito e il 332/94)³⁶⁰.

Questi poteri possono essere, ad esempio, il veto in caso di una Opa da parte di altre

addirittura favorevole all’espressione del voto in assemblea generale cfr. Notari M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2003, p. 551-552; ID, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 69-70; Giannelli G., in Aa. Vv., *Diritto delle società*, Milano, 2004, p. 170; Galgano F., *Le nuove società di capitali e cooperative*, Padova, 2004, p. 135, secondo il quale “spetta allo statuto stabilire le modalità con le quali i portatori di questi strumenti esercitano il voto”; Oppo G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 63; Libertini M., *Riflessioni generali*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 253.

³⁵⁹ Occorre ricordare in proposito che, stante il carattere meramente garantistico di tali clausole statutarie dei diritti spettanti alle minoranze, è stata riconosciuta l’inammissibilità di eventuali clausole che impongano nelle delibere assembleari dei soci l’applicazione del principio dell’unanimità dei consensi per violazione del principio maggioritario. Si veda a tal proposito in dottrina Serra A., *L’assemblea: procedimento*, in (diretto da G. E. Colombo, G. B. Portale) *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1994. In giurisprudenza si vedano altresì Trib. Bologna 28 settembre 1995 in *Notariato* 1996, p. 3; Trib. Ascoli Piceno 9 gennaio 1990 in *Vita Notarile*, 1990 p. 203; Appello Roma 27 febbraio 1997, in *Giur. It.*, 1997, I, 2, p. 568; Cass. 15 aprile 1980, n. 2450 in *Giust. civ.*, 1980, I, p. 1485.

³⁶⁰ Sul complesso e delicato intreccio tra lo sviluppo dei processi di privatizzazione delle aziende pubbliche e la previsione di poteri speciali di controllo degli assetti societari, con riferimento all’esperienza italiana, si vedano, Clarich M., Pisaneschi M., *Privatizzazioni*, in *Dig. Pubbl.*, 2000, p. 432; Irti N., *Economia di mercato e interesse pubblico*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2000, p. 435; Ninatti S., *Privatizzazioni: la Comunità Europea e le golden share nazionali*, in *Quad. cost.*, 2000, p. 702; Siniscalco D., Bortolotti B., Vitalini S., *Le privatizzazioni difficili*, Bologna 1999; Amiconi C., *Enti pubblici e privatizzazione*, in *Foro amm.*, 1999, p. 1652; Ponti L., Panella P., *op. cit.*, p. 160-165; Carbone S. M., *Brevi note in tema di privatizzazioni e diritto comunitario*, in *Dir. comm. internaz.*, 1999, p. 231; Garofoli R., *Golden share e authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 1998, p. 159; Perna R., *L’eccesso di tutela nella privatizzazione delle public utilities*, in *Foro it.*, 1996, III, p. 210; Sodi J., *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.* 1996, p. 368; Minervini G., *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche privatizzate*, in P. G. Marchetti (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia*, Milano 1995, p. 165; Rossi G., *Privatizzazioni e diritto societario*, *ibid.*, p. 125; Pardolesi R., Perna R., *Fra il dire e il fare: la legislazione italiana sulle privatizzazioni delle imprese pubbliche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1994, p. 4; Szyszczak E., *Golden Shares and Market Governance*, in *Leg. Issues of Econ. Integr.* 29(3), 2002, p. 255; Bortolotti B., *Europa a prova di golden share*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 aprile 2003; Dragoni G., *La golden share resta ma sarà più leggera*, *Il Sole 24 Ore*, 16 aprile 2003. In giurisprudenza si veda la nota sentenza Corte giust. 4 giugno 2002, causa C-367/98, C-483/99 e C-503/99, in *Foro it.*, 2002, IV, 479 con nota di Boscolo E..

società oppure il diritto di eleggere un certo numero di consiglieri di amministrazione. Può essere usato in aziende ritenute strategiche dal parte dello stato, per esempio in aziende del comparto energetico o della difesa. Si tratta sostanzialmente di una clausola limitativa della libera circolazione della partecipazione societaria attributiva di un particolare gradimento previsto *ex lege* a favore del Ministero del Tesoro per alcune ipotesi determinate³⁶¹, con evidenti rischi di compressione promananti dall'imperio statale sui poteri di iniziativa economica dei privati. Molto importante ai fini dell'indagine che si sta conducendo è l'art. 37 del D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 che introduce un istituto nuovo, per l'ordinamento italiano, volto alla risoluzione dei contrasti nella gestione della società³⁶².

Tra i sistemi previsti nella prassi contrattuale per superare situazioni di stallo decisionale (c.d. "*deadlock*") in ordine alla gestione di imprese societarie vi è quello di stabilire con una clausola statutaria che le eventuali divergenze circa scelte operative siano rimesse ad un terzo o ad un collegio. Con la norma in esame, dunque, il legislatore della riforma del diritto societario riconosce espressamente l'ammissibilità di clausole statutarie di *deadlock*, limitandone tuttavia la previsione alle sole società a responsabilità limitata e alle società di persone. Il co. 1° dell'art. 37, infatti, dispone che "*gli atti costitutivi delle società a responsabilità limitata e delle società di persone possono anche contenere clausole con le quali si deferiscono ad uno o più terzi i contrasti tra coloro che hanno il potere di amministrazione in ordine alle decisioni da adottare nella gestione della società*". La norma prosegue

³⁶¹ Cfr., per la natura di tali clausola quale strumento di gradimento Stanghellini L., *I limiti statutarie alla circolazione delle azioni*, 1997, p. 76.

³⁶² Per approfondimenti sui suesposti contrasti si veda, Trib. Cassino, 21 giugno 1991, in *Società*, 1992, p. 82. In dottrina si vedano Cabras G., *La forma d'impresa*, Torino, 1995, 245; Jaeger P., *Appunti sull'arbitrato e le società commerciali*, in *Giur. comm.*, 1990, 219. Secondo Corapi D., *Note sull'art. 37 del decreto legislativo di attuazione dell'art. 12 della legge n. 366/2001*, in *Conciliazione e arbitrato*, cura dell'Associazione italiana per l'arbitrato, Roma, 2003, p. 93 ss, anche in precedenza erano ammissibili clausole siffatte, assumendo l'odierna previsione un valore interpretativo.

poi stabilendo che “*gli atti costitutivi possono prevedere che la decisione sia reclamabile davanti ad un collegio, nei termini e con le modalità dagli stessi stabilite*” (originariamente il comma si concludeva con l’inciso “*con le modalità stabilite nello statuto stesso*”).

Questo preliminare discorso è prodromico alla trattazione delle clausole definite di “*casting vote*”, ossia quelle disposizioni statutarie che attribuiscono diritto di voto al Presidente del Consiglio di Amministrazione nei casi in cui una delibera non possa essere assunta per parità di voto (tra votanti a favore e contrari). Tali clausole attribuiscono uno strumento necessario al superamento di situazioni di inevitabile stallo fornendo al Presidente la duplice possibilità di votare sia come componente dell’organo sociale, sia come componente “*esterno*” avente una funzione di sblocco dell’attività assembleare (tecnicamente tale situazione è denominata “*deadlock*”)³⁶³. L’art. 37 limita la possibilità di inserire la clausola relativa alla risoluzione dei contrasti nella gestione della società agli atti costitutivi delle società a responsabilità limitata e delle società di persone, con conseguente esclusione delle società per azioni.

Pur non mancando alcune voci critiche sulla scelta del legislatore³⁶⁴, la ragione per la quale si è prevista siffatta esclusione viene rinvenuta nella difficoltà del verificarsi, nelle società per azioni, dei presupposti per la applicazione dell’istituto, viste le tipiche modalità consiglio di amministrazione, organo plurisoggettivo che delibera a maggioranza, o amministratore unico attraverso le quali viene esercitata la

³⁶³ Per approfondimenti si veda Daino G., *Tecniche di soluzione del “deadlock” : la disciplina contrattuale del disaccordo tra i soci nella joint venture paritaria*, in *Riv. comm. int.*, 1988, p. 151.

³⁶⁴ Si veda Cabras G., *Arbitrato e conciliazione nella riforma del diritto societario*, in *Vita not.*, 2003, p. 563 ss, il quale ritiene che anche nelle s.p.a., nel rispetto delle competenze esclusive degli organi amministrativi, possano introdursi ugualmente sistemi per ovviare alle situazioni di stallo decisionale, ancorché l’operatività di simili clausole debba affidarsi al diritto societario comune e non possa beneficiare della specifica disciplina del d. lgs. n. 5.

gestione nelle s.p.a.³⁶⁵.

La dottrina e la giurisprudenza si sono interrogate in numerose occasioni sulla legittimità o meno di tali clausole *ex artt. 2380 bis e 2238 2° co. c.c.*, in base al quale “*le deliberazioni del consiglio di amministrazione sono prese a maggioranza assoluta, salvo diversa disposizione dell’atto costitutivo*”³⁶⁶. L’inderogabilità che si desume dal combinato disposto degli articoli di cui sopra, viene comunemente affermata dalla giurisprudenza e dalla prevalente dottrina in considerazione del fatto che il metodo collegiale è posto anche nell’interesse della società e dei terzi, e non

³⁶⁵ Si vedano a tal proposito Corsini M., *Sub art. 37*, in S. Chiarloni (diretto da), *Il nuovo processo societario*, Bologna, 2004, p. 1014 ss; Guidotti R., *L’arbitraggio gestionale nelle società di persone e nella società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2005, p. 36; Fondazione Aristeia, *Gli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie: arbitrato e conciliazione nella riforma del diritto societario*, *Gli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie: arbitrato e conciliazione nella riforma del diritto societario*, documento n. 40, gennaio 2004, p. 13.

³⁶⁶ Sull’ammissibilità di tali clausole si veda Trib. Napoli, 21 giugno 1996, in *Società*, 1997, p. 71; App. Milano, 2 aprile 1973, in *Riv. notar.*, 1973, p. 963. Trib. Cassino, 21 giugno 1991, in *Società*, 1992, p. 82; Trib. Milano, 18 luglio 1984, in *Giur. comm.*, 1985, I, p. 653, con nota di Calandra B., *Amministrazione bipersonale, metodo collegiale e clausola di prevalenza del voto del presidente*; Orientamento Trib. Milano, in *Società*, 2000, p. 387. Secondo gli Orientamenti del Trib. Milano, tuttavia, legittima la previsione statutaria che le delibere del consiglio di amministrazione di una s.r.l. debbano essere assunte in presenza di tutti i componenti e, per determinati oggetti, all’unanimità. Per consolidata giurisprudenza si ritiene che la deroga statutaria al principio di maggioranza, prevista dal secondo comma dell’art. 2388 c.c., trovi un limite nel divieto di previsione dell’unanimità dei voti: la clausola che imponesse al consiglio di amministrazione di decidere all’unanimità viene infatti considerata incompatibile con il principio di collegialità, oltre a porre l’organo di gestione in condizione di poter difficilmente funzionare con regolarità. Il principio potrebbe non operare nelle società a responsabilità limitata: sotto il profilo storico dell’istituto si osserva infatti che l’unanimità costituisce la massima espressione di democraticità; dal punto di vista formale si rileva che l’art. 2487 non richiama l’art. 2380 e dunque che, quando la gestione è affidata a più amministratori, questi possono operare anche non collegialmente; dal punto di vista strutturale si fa leva sull’aspetto personalistico delle s.r.l. e sul fatto che la maggioranza come l’unanimità sono semplici regole di funzionamento dell’organo; l’unanimità poi non paralizzerebbe l’attività sociale perché resterebbe salva la possibilità di un intervento assembleare *ex art. 2364*, n. 4; infine l’unanimità è implicita in un consiglio di due persone, sulla cui legittimità non sussistono seri dubbi. Tenendo conto di queste ragioni e delle consistenti contrarie argomentazioni, si ritiene che debba tenersi conto delle esigenze concrete manifestate da soci di s.r.l. e quindi possano considerarsi legittime le previsioni di unanimità sia per il quorum costitutivo che per quello deliberativo, purché quest’ultimo sia limitato soltanto alle decisioni su specifici argomenti di particolare rilevanza per la società: in questo modo si consente ai soci di una s.r.l. di partecipare tutti alle riunioni di consiglio e di impegnarsi per trovare il consenso sulle scelte più importanti. In dottrina per approfondimenti sul tema si consultino: De Marchi G., *In tema di organo amministrativo composto di due membri*, in *Riv. Soc.*, 1963, p. 314; Minervini G., *Gli amministratori di società per azioni*, Torino, 1956, p. 386; Bonelli F., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985, p. 21; Bianchi L. A., *Gli amministratori di società di capitale*, Padova, 1998, p. 4. *Contra*, Franzoni L. A., *Gli amministratori e i sindaci*, Torino, 2002, p. 208.

solo dei soci, alla cui disponibilità esso è pertanto sottratto³⁶⁷. In realtà, sul punto devono svolgersi alcune precisazioni. L'ammissibilità della clausola che attribuisca una prevalenza al voto del presidente viene infatti generalmente affermata solo laddove l'organo amministrativo composto da un numero pari di membri *non* sia bipersonale, perché in tal caso la prevalenza automatica del voto del presidente renderebbe superfluo il voto del consigliere e quindi inutile la deliberazione dell'organo amministrativo, riportando di fatto alla mera volontà del presidente tutte le decisioni dell'organo consiliare e svuotando di ogni significato il principio di collegialità. Diversamente è da dirsi per le ipotesi di organo amministrativo composto da un numero pari di membri ma non bipersonale: in questi casi, l'attribuzione della prevalenza al voto del presidente in caso di parità dei voti *non* pregiudica il principio di collegialità. Nell'insorgenza di situazioni di *deadlock*, appare primario l'interesse dei soci di poter vendere o acquistare le azioni o i titoli in modo paritetico, in ciò avvalendosi di clausole statutarie che diano la possibilità alla parte che intende vendere di comunicare all'altra parte la propria offerta per la vendita (o in alternativa, in caso di rifiuto, per l'acquisto). In questo tipo di clausole, definite "*Russian Roulette Clause*", l'oblato potrà a sua volta accettare ovvero rilanciare indicando il prezzo di cessione che intende offrire; il rischio dell'offerente risiede nel fatto che, in caso di prezzo eccessivo di cessione delle azioni, potrebbe

³⁶⁷ Si vedano in dottrina: De Feo N., *Sub art. 2380 bis*, in Bonfante, Corapi, Marziale, Rordorf, Salafia (a cura di), *Codice commentato delle nuove società*, Milano, 2004, p. 366; Galgano F., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003, p. 256; Aimi M. A., *Le delibere del consiglio di amministrazione*, Milano, 2000, p. 62; Cagnasso O., *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Tratt. Colombo-Portale*, IV, Torino, 1991, p. 251; Franzoni L. A., *op. cit.*, p. 206 ss; Cecchi P., *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1999, p. 79 ss; Minervini G., *op. cit.*, p. 387; Stella Richter M. Jr., *La collegialità del consiglio di amministrazione*, in Libonati (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995, p. 291 ss; Abriani N., *Sub art. 2380-bis*, in Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, *Il nuovo diritto societario, Commentario*, Bologna, 2004, p. 671 ss. Contra, Bonelli F., *op. cit.*, p. 26 ss. In giurisprudenza si vedano Cass. 21 agosto 1991, n. 8976, in *Giust. Civ.*, 1992, I, p. 1307; Trib. Napoli 28 settembre 1988, in *Giur. comm.*, 1991, II, p. 327.

essere costretto dall'oblato ad acquistare le sue quote a quel dato prezzo³⁶⁸.

Più complessa è invece l'altra clausola denominata c.d. "*Texas Shoot Out Clause*", la quale si applica anch'essa ai casi di *deadlock*, ma con una variante rispetto alla precedente: alla prima offerta di acquisto da parte del proponente può seguire alternativamente o l'accettazione dell'oblato, oppure un suo rilancio sul prezzo di cessione da effettuare entro trenta giorni dall'avviso di acquisto³⁶⁹. La situazione di stallo viene risolta mediante una serie di rilanci sul prezzo finale oppure mediante aste o offerte in busta chiusa. Sia questa clausola che la precedente possono risultare per certi versi alquanto inadeguate, soprattutto tenendo in considerazione il fatto che la loro applicazione è fortemente influenzata dalla capacità economica del predisponente. Un meccanismo al rialzo sottintende la necessaria presenza di un soggetto economicamente forte rispetto agli altri, il quale avrà maggiori ed ovvie possibilità di aggiudicarsi il pacchetto ceduto; un discorso diverso vale per quanto concerne l'uso di un meccanismo in busta chiusa³⁷⁰.

Appare doveroso, per completare l'indagine finora condotta, l'esame relativo alla compatibilità con le disposizioni del vigente diritto societario delle clausole usualmente concordate per disciplinare il trasferimento della partecipazione del socio imprenditore e del *venture capitalist*; bisogna preliminarmente segnalare che tra di esse ve ne sono alcune ritenute decisamente inammissibili nel nostro ordinamento e altre considerate, invece, sicuramente consentite. Appartiene alla categoria delle clausole decisamente inammissibili l'attribuzione al *venture capitalist* di un diritto di

³⁶⁸ Per approfondimenti si vedano Ponti L., Panella P., *op. cit.*, p. 201-205; Bianchi M., *I contratti internazionali. Dizionario delle clausole contrattuali* 3, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999 p. 198.

³⁶⁹ Per spunti di approfondimento si veda Bianchi M., *op. cit.*, p. 219.

³⁷⁰ In questo caso non essendoci un'asta né quindi dei giochi al rialzo del prezzo, vi sarà una maggiore aleatorietà connessa più che alla capacità economica del compratore, al rischio incorso per aggiudicarsi l'acquisto dei titoli oggetto di cessione. Cfr., Ponti L., Panella P., *op. cit.*, p. 205.

recesso da esercitare allo scadere del periodo: secondo l'orientamento giurisprudenziale dominante le ipotesi di recesso contemplate dal codice civile devono considerarsi tassative, con la conseguenza che nessuno spazio può essere lasciato all'autonomia delle parti³⁷¹. L'ipotesi descritta appare più confacente alla realtà dei paesi anglosassoni, che prevedono la possibilità per le società di emettere speciali classi di azioni fornite di tale diritto su domanda del titolare (c.d. "redeemable shares")³⁷².

Sono invece riconducibili alla categoria delle pattuizioni sicuramente consentite le clausole di prelazione, ammesse da giurisprudenza e dottrina sia nel caso in cui siano contenute nello statuto sia che vengano previste in patti parasociali³⁷³.

³⁷¹ Cfr. per una dettagliata analisi della disciplina del diritto di recesso e degli orientamenti di giurisprudenza e di dottrina si veda Cappiello S., *Prospettive di riforma del diritto di recesso nelle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, Banca d'Italia, 2001; Galletti D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, p. 131 ss; Zorzi A., *Revoca della liquidazione a maggioranza e diritto di recesso*, nota a Trib. Bologna, 22 giugno 1999, in *Giur. comm.*, 2001, II, p. 109 ss, ove si prospetta la legittimità di un allargamento dell'ambito del recesso già de iure condito.

³⁷² Si deve osservare che una modalità alternativa di *exit* potrebbe consistere nell'offerta in vendita delle azioni alla società da parte del venture capitalist attivando la disciplina dell'acquisto di azioni proprie (nei limiti previsti dall'art. 2357 c.c. o anche superando tali limiti laddove l'acquisto sia effettuato in attuazione di una delibera di riduzione del capitale). Questa soluzione, che (oltre a porre problemi di tutela dei creditori) presuppone un bargain (ossia un mercanteggiare) tra minoranza e maggioranza in sede assembleare, contiene in se degli esiti incerti se si considera che il motivo della sua attivazione risiede nella scarsa performance dell'impresa finanziata; soluzione tuttavia ben diversa dall'attribuzione al venture capitalist di un diritto potestativo di ottenere il rimborso delle azioni avente efficacia *ex nunc*. Si veda per approfondimenti Calvosa L., *Clausole di riscatto di azioni e divieto dei patti successori*, Milano 1995, p. 19 in cui si afferma la piena legittimità nel nostro ordinamento del riscatto finalizzato di quote proprie e della inammissibilità del riscatto non finalizzato di quote proprie. L'A. pronuncia tale asserzione dall'analisi dell'art. 2496 c.c. che dispone che la riduzione del capitale ha luogo nei casi e nei modi prescritti per la società per azioni con ciò richiamando anche il modo regolato dall'art. 2357 *bis* n. 1 c.c. (acquisto di azioni proprie in esecuzione di una deliberazione dell'assemblea di riduzione del capitale mediante riscatto e annullamento di azioni). Da notare, seppur incidentalmente, che l'A. nega che la clausola di riscatto possa essere qualificata come limite alla circolazione in senso tecnico a tal fine si veda p. 6 e p. 166).

³⁷³ Si vedano per approfondimenti Galgano F., *Le società per azioni. Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. VII, Padova, 1988, p. 153; Angelici C., *Azioni di società, I) Diritto commerciale*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, 1991, p. 20; Lo Cascio G., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 238-239; Gasperoni N., *Azioni di società* in *Novissimo digesto italiano*, 1958, p. 190; Guerra P., *Contenuto e disciplina del diritto di prelazione nella prassi degli statuti e dei patti parasociali*, in AA. VV.: *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993, p. 219; Notari M., *Disposizioni generali della società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali Manuale breve*. Milano, 2003, p. 71 ss; Calvosa L., *Clausole di riscatto di azioni e divieto dei patti successori*, Milano, 1995, p. 63. In giurisprudenza si vedano Trib.

Più complesso è invece il giudizio di ammissibilità nei confronti degli accordi che impediscono il trasferimento delle partecipazioni (clausole di *lock-up* o di *drag-along*), dei patti di *piggy-back* e dell'emissione di opzioni *put* o *put and call*, per i quali va affrontato il tema della loro compatibilità con il principio della libera trasferibilità delle azioni che connota la disciplina delle società per azioni nel nostro paese.

L'art. 2355, co. 3° c.c. ammette, in via generale, clausole statutarie limitative del trasferimento di azioni, ma non consente invece, secondo l'interpretazione dominante (tanto in dottrina quanto in giurisprudenza), clausole che vietino in modo assoluto il trasferimento della partecipazione³⁷⁴ o che, pur non prevedendo esplicitamente un

Roma 30 maggio 1990 in *Giur. it.*, 1991, I, 2, p. 830 con nota di Calvosa L.; App. Roma 28 aprile 1992 in *Giur. it.*, 1993, I, 2, p. 448 con nota critica di Reviglione P, *Limitazioni convenzionali alla circolazione delle azioni e trasferimenti*; Cass. 16 aprile 1994, n. 3609 in *Giur. it.*, 1995, I, 1, p. 1334 con nota adesiva di Reviglione P., *Le clausole di riscatto delle azioni non contrastano con il divieto dei patti successori* ed in *Riv. not.*, 1994, II, p. 1491; Cass. 26 novembre 1998 n. 12012 in *Società* 1999, p. 674 con nota di Cupido M., e in *Giustizia civile* 1999, p. 407 con nota di Salaria V.; Appello Milano 1 luglio 1998 in *Società* 1999, p. 691 con nota di De Angelis e in *Giustizia civile*, 1999, p. 783 con nota di Luoni S.; Trib. Bologna 17 dicembre 1996 in *Giur. Comm.* 1998, II, p. 417. Meno ovvia è invece la soluzione ai temi dell'efficacia (reale o obbligatoria) della prelazione statutaria, e delle modalità di introduzione, modifica e soppressione della clausola: per una rassegna delle diverse posizioni su questi temi si rinvia a Ferro G. B., *La prelazione societaria nella giurisprudenza ovvero il riflesso puntuale di aperte contraddizioni dottrinarie*, in *Nuova Giur. civ. comm.*, 1998, p. 11; De Angelis L., *La clausola di prelazione può essere introdotta nello statuto a maggioranza*, commento a App. Milano 1 luglio 1998 in *Società*, 1999, p. 693; Luoni S., *Introduzione e soppressione della clausola di prelazione nello statuto di società di capitali: brevi note sullo stato della giurisprudenza. Commento a App. Milano 1 luglio 1998*, in *Giust. Civ.*, 1999, p. 783; Erede S., *Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi ed effetti* in AA. VV.: *Sindacati di voto e di sindacati di blocco*, Milano, 1993, p. 243; Pene Vidari A., *Osservazioni in tema di patti limitativi della circolazione delle azioni*, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, c. 23; Dentamaro A., *Clausola di prelazione tra interesse della società e diritti individuali dei soci*, in *Giur. It.*, 2002, p. 1898 ID in *Le Società*, 2005, 2, p. 186 ove si fa riferimento alla distinzione tra tutela reale del patto di riscatto dei titoli oggetto di cessione e la sua efficacia reale: quest'ultima si riferisce all'opponibilità del patto ai terzi estranei, la prima invece attribuisce al socio eventualmente ed ingiustamente pretermesso di avvalersi del diritto di ottenere soddisfazione in forma specifica per violazione di "quel" particolare diritto di acquisto che gli sarebbe spettato. A tal fine si veda la conferma di tale orientamento anche in giurisprudenza: Trib. Roma 18 marzo 1998, in *Società*, 1998, p. 1185; Trib. Catania 5 maggio 2003, in *Società*, 2004, p. 69; Trib. Monza 14 marzo 2000, in *Giur. Milanese*, 2000, p. 336; Trib. Catania 20 novembre 2002 in *Vita Notar.*, 2003, p. 926; Corte d'Appello di Trento Sez. II, 6 dicembre 2006, n. 422 in *I contratti*, 2006, 8-9, p. 758.

³⁷⁴ Si vedano a tal fine Angelici C., *op. cit.*, p. 19; Ferri G. B., *op. cit.*, p. 11; Sbisà G., *Clausole statutarie sul trasferimento delle azioni*, in *Contratto e Impresa*, 1999, p. 1176 e 1181.

divieto di alienazione, in concreto ne determinino l'intrasferibilità³⁷⁵.

Sotto questo profilo, è evidente che non potranno essere contemplate dallo statuto tanto le clausole che impediscono *tout court* il trasferimento, tanto quelle ad esse solitamente abbinata che obbligano l'imprenditore a vendere la propria partecipazione nel caso il cui il *venture capitalist* abbia negoziato con un terzo la vendita dell'intera società³⁷⁶.

Alla stessa conclusione sembra inoltre debba giungersi con riferimento alle clausole di "piggy-back": l'attribuzione al *venture capitalist* del diritto di partecipare pro-quota (o prioritariamente) all'atto di alienazione del socio imprenditore costringerebbe quest'ultimo a mantenere, contro la sua volontà, la titolarità di parte delle sue azioni e, secondo la giurisprudenza, si porrebbe in contrasto con il principio di libera circolazione delle azioni³⁷⁷. L'uso di patti parasociali, è quindi, in questi casi del tutto obbligatorio.

Della validità dei sindacati di blocco non è possibile dubitare secondo la prospettiva della dottrina e della giurisprudenza dominante³⁷⁸; inoltre la pratica societaria mostra un variegato uso di pattuizioni della specie che vanno dal divieto assoluto di alienare le azioni sindacate, alla previsione di patti di prelazione, di

³⁷⁵ Si veda in particolare, Cass. 10 dicembre 1996, n. 10970 in *Nuova giur. civ. comm.* I, p. 134 con nota di Perone G. e in *Giur. Comm.*, 1998, II, p. 31 con nota di P. Sciuto con la quale la Corte ha ritenuto invalida la clausola che imponeva di effettuare il trasferimento solamente a favore di altri soci in una società a compagine sociale ristretta.

³⁷⁶ Si deve ricordare che un simile obbligo deve essere letto come limite al trasferimento delle azioni in quanto pregiudica la libertà di disposizione delle azioni da parte del suo titolare, cfr., tale orientamento Picciau A., *Durata dei patti e diritto di recesso. Commento all'art. 123 del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria - La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 5*, in *Commentario a cura di Marchetti e Bianchi*, Milano, 1999, p. 863.

³⁷⁷ L'opinione riportata sopra è stata affermata da due sentenze di merito, si vedano a tal fine: Trib. Monza 15 gennaio 1997 in *Giur. Comm.*, 1998, II, p. 789 con nota di Dini; App. Milano 23 giugno 1997 in *Società*, 1997, p. 1308 con nota di Figone, riguardanti proprio l'inserimento nello statuto di società per azioni di clausole di co-vendita.

³⁷⁸ Si vedano per tutti: Sbisà A., *op. cit.*, p. 1175; Pedersoli A., *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in AA. VV.: *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993, p. 233.

clausole di *piggy-back* o di opzioni *put* e *put and call*³⁷⁹. Peraltro, simili accordi dovranno rispettare il disposto dell'art. 1379 c.c., secondo cui “*il divieto di alienare stabilito per contratto non è valido se non è contenuto entro convenienti limiti di tempo e se non risponde a un apprezzabile interesse di una delle parti*”, nonché la disposizione dell'art. 1331 c.c. che parimenti impone la presenza di un termine nel caso di opzioni di vendita o di acquisto. Un argomento testuale che rafforza l'ammissibilità di patti parasociali del tipo in discorso si rinviene nel Testo Unico dell'intermediazione finanziaria, che esplicitamente menziona i sindacati di blocco nelle sue varie forme nell'art. 122, co. 5°, dove sottopone alla stessa disciplina dei sindacati di voto anche “*i patti che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse*” (lett. b) nonché “*quelli che prevedono l'acquisto delle azioni e degli strumenti finanziari previsti dalla lett. b)*” (lett. c). Nella prima disposizione rientrano infatti, non solo i patti che escludono *in toto* la trasferibilità delle azioni e quelli di prelazione o gradimento, ma anche i patti di *drag-along* e di *piggy-back*³⁸⁰, mentre la seconda comprende anche i patti di opzione *put* e *call*³⁸¹.

³⁷⁹ Ulteriori profili vengono all'attenzione con riferimento alla compatibilità delle clausole di *put* e di *put and call* con il divieto di patto leonino sancito dall'art. 2265 c.c. Il complesso di queste pattuzioni, e, in particolare, la predeterminazione del prezzo di riacquisto della partecipazione del venture capitalist da parte del socio imprenditore (ad es. ad un prezzo pari al costo sostenuto dal venture capitalist per l'acquisto dell'interessenza maggiorato di una percentuale calcolata su base annua) è da taluni ritenuto in contrasto con il divieto di patto leonino in quanto volto a escludere il socio finanziatore da ogni partecipazione alle perdite (o al maggior valore della partecipazione) nel periodo intercorrente tra l'acquisto e la vendita della stessa. Cfr. per una trattazione completa in dottrina su tale punto si veda oltre a questo paragrafo del presente lavoro soprattutto Abriani N., *op. cit.*, p. 138 ss. Al riguardo, bisogna tuttavia rilevare che il tema ha ricevuto espressa soluzione dalla giurisprudenza di legittimità cfr. Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927 in *Società* 1995, p. 178 con nota di Batti D. e in *Giur. Comm.*, 1995, II, p. 478 con nota di Ciaffi B., secondo cui “i patti parasociali di smobilizzo della partecipazione aventi il contenuto sopra descritto non violerebbero il divieto del patto leonino”.

³⁸⁰ Si veda Picciau A., *op. cit.*, p. 863.

³⁸¹ Si veda Lisanti M., *La nuova disciplina sui patti parasociali di società quotate dopo il regolamento CONSOB*, in *Le Società*, 1999, p. 917.

CAPITOLO 3 POLITICA E DISCIPLINA DELLA CONCORRENZA

1 L'ANTITRUST IN LAW & ECONOMICS

Nell'esperienza statunitense l'antitrust, oltre a regolamentare il mercato per tutelare direttamente il suo funzionamento secondo un'ottica di "democratica concorrenza", provvede soprattutto a tutelare, in termini di efficienza allocativa, il benessere del consumatore (*consumer welfare*) a fronte di operazioni di *M&A* che possono turbarne il libero godimento³⁸². La funzione unificante riconosciuta a tale istanza si rivela, ad una più attenta analisi, come motivo di radicale dissenso fra i seguaci della scuola economica neoclassica, che si servono dell'analisi economica del diritto (c.d. "scuola di Chicago"), e coloro che sotto i più vari profili ne contestano i risultati.

Rivendicare infatti come esclusiva (o preminente) *ratio* delle norme in esame la finalità di assicurare la massima soddisfazione dell'interesse del consumatore non significa affatto per i sostenitori dell'analisi economica indicare nello stesso

³⁸² Cfr. per tutti Fox E. M., *Antitrust, competitiveness, and the world arena: efficiencies and failing firms in perspective*, in *Antitrust L.J.*, vol. 64, 1996, p.730. L'Autore ritiene che le efficienze siano giustamente riconosciute come una parte integrale della *merger analysis*, un *plus factor* che possa essere d'ausilio al giudizio delle agenzie e delle corti nel caso in cui gli effetti delle fusioni sulla concorrenza siano ambigui. Tuttavia, l'Autore è contrario alla *efficiencies defence*, intesa come argomentazione idonea a fare approvare fusioni che altrimenti verrebbero impedito per i loro negativi effetti sulla concorrenza, per una pluralità di argomentazioni. Innanzitutto, Fox nota che "*the provision of an efficiencies defence to an anticompetitive merger is a change in law*", inoltre, Egli ritiene che "*the law is wise to focus on competition as it does*" ed, infine, che "*the benefits of productive efficiency prospects are often overstated, and the dynamic losses from the suppression of competition in the market are not only uncounted, they are unknowable*". In Italia si veda per tutti Grillo M., Polo M., *Le ragioni teoriche della politica di concorrenza*, in AA. VV., *La politica industriale*, Bari, 1997, *passim*; Epis C., Galbiati L., *Rapporto semestrale su fusioni e aggregazioni tra gli intermediari finanziari in Europa*, in *FinMonitor*, 4, giugno 2005.

consumatore il diretto e finale beneficiario delle norme in parola³⁸³.

“Efficienza allocativa” diviene, secondo i teorici della Scuola di Chicago, un concetto strettamente collegato al benessere della collettività globalmente considerata, a nulla rilevando l'*identità* dei soggetti cui imputare alla fine vantaggi o sacrifici: se una determinata politica della concorrenza – tale è la sostanza del discorso – procura al sistema delle imprese un vantaggio economico complessivo più elevato dell'entità del pregiudizio subito dai consumatori, ebbene questa politica deve ritenersi “efficiente” (altrettanto è da dirsi, ovviamente, ove le due posizioni soggettive si presentino invertite). In questo senso, la scuola di Chicago, e i suoi seguaci europei, possono rivendicare la loro “neutralità” rispetto al problema della distribuzione delle risorse, dell'individuazione cioè dei soggetti destinatari del *surplus* di ricchezza prodotta dal sistema: problema questo, se si vuole, di natura politico-sociale, ma non di pertinenza dell'*antitrust*³⁸⁴.

L'efficienza allocativa costituiva il fine primario dell'antitrust secondo i dettami

³⁸³ Nel significato adottato da quella scuola di pensiero, l'espressione “benessere del consumatore” è da leggersi nel senso di “efficienza globale del sistema economico”. Una conseguenza importante è che, secondo questo schema, la struttura concorrenziale del mercato non rappresenta un valore da preservare in assoluto, in quanto in ogni caso apportatrice di benefici alla collettività, bensì uno stato da difendere soltanto in quanto arrechi *effettivi* e riscontrabili vantaggi al sistema economico nel suo complesso. Cfr sul punto: Martin S., *Industrial Economics*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, second edition, 1994, *passim*; Makowski L., Ostroy J. M., *Perfect competition and the Creativity of the Market*, in *Journal of Economic Literature* 39, 2001, p. 479-535; Tirole J., *The Theory of Industrial Organization*, Mit Press, Cambridge, 1988, p. 141; Brodley J. F., *The economic goals of antitrust: efficiency, consumer welfare and technological progress*, in *N. Y. L. Rev.*, 1987, p. 1020.

³⁸⁴ A parte le obiezioni sollevate anche sul piano economico, la critica più stringente mossa all'analisi di Chicago si appunta sulla conclamata indifferenza che essa mostra nei confronti delle istanze politico-sociali sottese alla funzione primaria correntemente attribuita alla legislazione *antitrust*: permettere cioè al consumatore di godere inequivocabilmente dei risultati positivi dovuti ad un sistema concorrenziale. Di tale tesi, allineata con il filone tradizionale dell'*antitrust* nord-americano, è possibile rinvenire precisi riscontri, a livello comunitario e nazionale, nelle dottrine e nelle norme positive che si affidano al paradigma dell'“interesse del consumatore”, ritenuto essenziale o comunque rilevante, ai fini della formulazione di una corretta politica del diritto della concorrenza. Sul punto si vedano: Riordan M., *Competitive Effects of Vertical Integration*, *paper* presentato alla conferenza “*Advances of the Economics of Competition Law*”, Lear, Roma, 2005; Amato G., *Antitrust and the Bounds of Power. The Dilemma of Liberal Democracy in the History of the Market*, Oxford, Hart Publishing, 1997, p. 2 ss; Grillo M., *The Theory and Practice of Antitrust. A Perspective in the History of Economic Ideas*, *paper* presentato al IX Convegno dell'Associazione italiana per la storia del pensiero economico (AISPE), Università di Padova, giugno 2006.

della Scuola di Chicago: una legislazione efficiente era quella che massimizzava il benessere collettivo (“*consumer welfare*” inteso come somma delle ricchezze degli individui) perseguendo l’unico obiettivo di assicurare l’allocazione ottimale delle risorse. L’efficienza allocativa in *a free enterprise economy* può essere raggiunta solo se tutte le società sono di una dimensione sufficiente per realizzare le economie di scala³⁸⁵, se tutti i mercati sono strutturati concorrenzialmente e se le barriere d’entrata sono basse; in questi casi è il mercato, e non i produttori, a fissare il prezzo³⁸⁶.

L’analisi economica di Chicago criticò pesantemente la tendenza a proteggere le imprese individuali (cosiddette “piccole”) a scapito della concorrenza (e dei rivali “grandi”). Se un’impresa diveniva grande evidentemente era efficiente e così il tasso di concentrazione del mercato era il risultato delle condizioni di produzione prevalenti di un determinato bene o servizio³⁸⁷.

Un altro profilo della Scuola di Chicago strettamente connesso alla politica antitrust della *Reagan Administration* è la propensione a ragionare in termini

³⁸⁵ Le economie di scala si realizzano quando i costi medi o unitari crescono in misura meno che proporzionale al crescere della produzione; le *cost-efficiency*, invece, si realizzano quando i costi diminuiscono non al diminuire degli output, che rimangono invariati, ma per effetto di un più razionale utilizzo degli *input*. Per approfondimenti si veda il contributo di Sharma D. S., HO J., *The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (1) & (2), 2002, p. 155-200.

³⁸⁶ Un’ottimale allocazione delle risorse è frustrata dalle esternalità, dalle imperfezioni di mercato e dal problema del *second best*. Le esternalità sono costi sociali imposti ad una società ma non attribuibili alla stessa; le imperfezioni di mercato sono dei difetti nel funzionamento dei mercati che possono essere causati da monopoli, assenza di informazioni o dalla regolamentazione governativa. Il problema del *second best*, infine, attiene a quei casi in cui la seconda migliore soluzione praticabile non costituisce una valida alternativa. Cfr. Philips L., *Competition policy: a game-theoretic prospective*, CUP, Cambridge, 1995, p. 12.

³⁸⁷ Cfr. Schumacher E. F., *Small is beautiful. A study of economics as if people mattered*, Londra, 1975, *passim*; Posner R. A., *Antitrust law: an economic perspective*, Chicago, 1976, p. 926 secondo cui un mercato in cui si registrava la presenza di poche grandi imprese era cioè un mercato in cui l’efficienza produttiva richiedeva la grande dimensione. Se tale situazione strutturale fosse continuata nel tempo avrebbe voluto dire che o il mercato in questione semplicemente non disponeva di spazio sufficiente per molte aziende o alcune aziende erano in grado di continuare ad ottenere profitti eccessivi per mezzo della riduzione dei costi o di migliorie produttive che i concorrenti e nuovi entrati non riuscivano ad attuare. L’Autore ritiene che nessuno dei due casi costituisca un’attrattiva per un intervento statale volto a modificare la struttura del mercato.

deregolamentativi. Era necessaria “*the most minimal law*”, ovvero una legge che, posta l’esistenza degli *statutes*, impedisse solo quegli accordi di cartello e quelle fusioni che fossero idonei a creare un monopolio all’interno di un mercato in cui era contemplata la concorrenza potenziale. Lo Stato, così, nell’ottica della scuola di Chicago, poteva determinare, con il suo intervento, situazioni di inefficienza allocativa che peggioravano i fallimenti del mercato che intendeva curare³⁸⁸.

Inoltre, l’atteggiamento della Scuola di Chicago in materia di regolamentazione degli assetti istituzionali di tutela del mercato è stato fatto proprio anche da altre teorie, quali la teoria neo-evoluzionista o austriaca e quella dei mercati contendibili. La prima teoria difendeva i principi di *laissez-faire* ritenendo la regolamentazione aprioristicamente impossibilitata ad eliminare le “cause di fallimento del mercato” legate ai costi di informazione e di contrattazione³⁸⁹.

La teoria dei mercati contendibili (*contestables markets*), ipotizzando l’esistenza di attori commerciali *efficiency-seeking* in mercati liberi dalla regolamentazione governativa, aveva influenzato notevolmente le agenzie federali predisposte all’attuazione antitrust e gli orientamenti giurisprudenziali degli anni ‘80, almeno nel

³⁸⁸ Cfr per tutti Galbraith J. K., *American capitalism. The concept of countervailing power*, Boston, trad. it., *Il capitalismo americano. Il concetto di potere di equilibrio*, Milano, 1955, p. 104. Così i contesti istituzionali sviluppatisi dalla libera contrattazione degli imprenditori non apparivano come forme di monopolio da osteggiare, bensì come meccanismi efficienti che dovevano essere stimolati, e ciò anche sulla base di alcune premesse economiche formulate dal Galbraith, il quale riteneva che la formazione di poteri monopolistici non costituisse un fenomeno patologico in quanto il potere che si formava da una parte del mercato creava il bisogno dell’esercizio di un potere contrapposto (*countervailing power*), in modo tale che i benefici della concorrenza potessero essere ugualmente assicurati dal potere contrapposto dei diversi gruppi monopolistici operanti nei lati opposti del mercato. L’Autore sosteneva la fallacità delle convinzioni tese a riconoscere nella concorrenza l’elemento cardine dell’economia, sottolineando come il formarsi di imprese monopolistiche aveva rappresentato la conseguenza necessaria di uno sviluppo economico che aveva portato un diffuso elevato tenore di vita.

³⁸⁹ Per approfondimenti si veda per tutti Franzosi M., *Monopolio – Oligopolio – Concentrazioni*, Milano, 1989, *passim*. Così il contesto istituzionale appropriato per lo sviluppo della libera concorrenza doveva essere determinato endogenamente, come risultato della libera interazione tra gli individui. Molte delle pratiche unanimemente ritenute anticoncorrenziali erano per questi economisti delle realtà contrattuali che tenevano conto delle imperfezioni del mercato, e che, quindi, di fatto permettevano di migliorarne l’efficienza, anche se ammettevano che molte pratiche meritavano di essere condannate, stimavano ancora maggiori i danni dell’intervento pubblico.

suo significato di escludere la presenza di barriere all'entrata e di valorizzare il concetto di concorrenza potenziale³⁹⁰.

Per quanto concerne l'efficienza, gli economisti di Chicago ritenevano che fosse sia lo scopo esclusivo di tutta la *commercial law* sia un fattore determinante per definire la concorrenza. Essa era considerata in senso negativo quale assenza di inefficienza, che a sua volta si identificava principalmente con la artificiale restrizione della produzione, oltre che la c.d. *X-inefficiency* che spesso deriva dalla *managerial burocracy*, dalla distanza dei *managers* dal mercato e dalle perdite dinamiche che possono risultare dall'assenza delle pressioni del mercato³⁹¹.

La connotazione efficientistica dell'antitrust non era comunque dotata di particolare contenuto informativo in quanto l'efficienza non rappresentava un obiettivo autonomamente dotato di senso³⁹². L'efficienza si limitava a descrivere le modalità con cui erano raggiunti obiettivi dati, ed era pertanto su quest'ultimi che occorreva interrogarsi. Veniva così inizialmente ipotizzato un concetto di efficienza corrispondente al perseguimento dell'ottimale assortimento di obiettivi diversi, con il minimo impiego di mezzi; l'operatività di questa nozione di efficienza, però, era ostacolata dalle notevoli difficoltà che si opponevano alla misurazione dell'intensità delle preferenze di ciascuno ed al confronto interpersonale delle stesse. La Scuola di

³⁹⁰ Tale teoria, basandosi sull'assenza di barriere di entrata e di uscita e quindi di ostacoli tecnologici o finanziari difficilmente superabili, riteneva possibile una forma di concorrenza definita "*hit and run competition*", per cui qualsiasi concorrente potenziale potrebbe entrare in un mercato nel quale, essendo i prezzi superiori ai costi medi di produzione, vi sarebbe un margine positivo di profitto per poi uscirne senza perdite prima che le imprese esistenti mettano in moto meccanismi di reazione. Cfr. Baumol, et al., *Contestable markets and the theory of industrial structure*, 1982, New York, p. 349.

³⁹¹ Si vedano per ulteriori approfondimenti Colombini F., *Efficienza degli intermediari finanziari. Aspetti teorici e riflessi gestionali*, in *Bancaria*, 12, 2002, p. 65 ss; Leibenstein H., *Allocative Efficiency versus "X-inefficiency"*, in *American Economic Review*, vol. 56, 1966; Berger A. N., Humphrey D. B., *The Dominance of Inefficiencies over Scale and Product Mix Economics in Banking*, in *Journal of Monetary Economics*, vol. 28, 1991.

³⁹² Cfr. Denozza F., *Chicago, l'efficienza e il diritto antitrust*, in *Giur. Comm.*, 1988, p. 5 ss.

Chicago risolse questo problema con il motto *only money counts* proponendo di misurare in denaro ogni cosa esistente nella società: quello che ciascuno sarebbe stato disposto a pagare per ottenere un'entità che non possedeva, o se ce l'aveva già, quello che avrebbe richiesto per cederla, misuravano il livello della ricchezza e l'intensità delle preferenze di ogni individuo. Una legislazione efficiente quindi era quella che massimizzava il benessere collettivo (*consumer welfare*), inteso come la somma delle ricchezze degli individui. In tal modo, questa costruzione pose volontariamente in secondo ordine il conflitto di interessi tra consumatore e produttore perseguendo l'unico obiettivo di assicurare l'allocazione ottimale delle risorse³⁹³.

Negli ultimi anni allo schema di analisi proposto dalla scuola di Chicago sono venuti affiancandosi e sovrapponendosi altri modelli e teorie economiche per le quali si è parlato di "dopo Chicago"³⁹⁴. Queste teorie partono dagli stessi presupposti della

³⁹³ La Scuola di Chicago si riferiva principalmente all'efficienza allocativa, attribuendole un significato diverso rispetto a quello tradizionale. Gli economisti tradizionali si interessavano di utilità soggettive, di soddisfazioni personali, i Chicago *Schoolers*, invece, di ricchezza. Inoltre, a differenza degli economisti tradizionali, gli economisti di Chicago adottavano la formulazione sostenuta da Bentham ed altri Utilitaristi in base alla quale procedere verso una nuova pratica di affari è più efficiente se, nel bilancio, i benefici superano i costi. Assemblando così il concetto di *wealth* con lo standard comparativo di Bentham, la Scuola di Chicago definiva l'efficienza allocativa come *wealth maximization*. L'efficienza produttiva era considerata una componente essenziale della *wealth maximization* e non doveva essere intesa, come pretendeva l'orientamento prevalente, come una "mechanical or engineering operation" perché "the relative efficiency of firms is...measured by their relative success in the market". Cfr. sul punto Posner R. A., *Some uses and abuses of economics in law*, in *Univ. of Chicago Law Rev.*, 1979, p. 291. Il progetto dell'Autore si proponeva di essere scientifico e non ideologico, positivo e non normativo. Egli non sosteneva che l'*economic efficiency* dovesse essere il segnale conduttore della *public policy* e della *legal rule-making*, ma stava collaudando un'ipotesi, una teoria scientifica sul modo in cui le *human institutions* effettivamente operassero. Comunque "economic efficiency, like the 'big bang' theory must be taken seriously...because it has scored some successes and provides a coherent theoretical framework for future investigation". Si veda altresì il contributo di Bork R., *The antitrust paradox: a policy at war with itself*, New York, 1993, p. 91-92 secondo il quale la *wealth maximization (consumer welfare)* doveva essere la guida della politica antitrust: innanzitutto l'appello alla storia legislativa dello Sherman Act che suggeriva che lo scopo principale dell'antitrust fosse il *consumer welfare*; inoltre, la sola logica efficientistica poteva fornire uno standard amministrabile per la politica antitrust ed, infine, l'argomento morale e normativo per il quale la *wealth maximization* è il solo scopo giustificabile per l'antitrust.

³⁹⁴ Cfr. Mangini V., *Le vicende dell'antitrust: dallo Sherman Act alla legge italiana n.287/90*, in *Riv. Dir. Ind.*, I, 1995, p. 177. L'Autore sostiene che lo sviluppo dell'antitrust sia caratterizzato dal

scuola di Chicago (qualsiasi politica antitrust deve basarsi su solide fondamenta economiche e il suo scopo precipuo è il “*consumer welfare*” misurato in termini di efficienza allocativa), tuttavia, mentre la scuola di Chicago basa la propria teoria sull’assioma che i mercati siano generalmente efficienti e le relative imperfezioni tendano ad essere eliminate tramite un meccanismo di “autocorrezione”; i “*post-Chicagoans*”³⁹⁵, invece, ritengono che le imperfezioni del mercato siano molto più frequenti e durature e che le imprese, anche non dotate di un rilevante potere di mercato, possano avvantaggiarsi di tali imperfezioni ponendo in essere comportamenti di carattere strategico³⁹⁶.

Secondo questa corrente, quindi, le distorsioni della concorrenza rese possibili dalle imperfezioni del mercato determinano l’esigenza di un maggiore intervento delle Corti e delle agenzie federali anche in aree (prezzi predatori, contratti di distribuzione, contratti leganti e concentrazioni verticali) dove, in genere, ai comportamenti delle imprese si sono nell’ultimo periodo riconosciuti effetti procompetitivi³⁹⁷.

susseguirsi di cicli di opinioni più o meno contrastanti (si è passati dall’iniziale scuola di *common law* alle più evolute teorie della *rule of reason*, della concorrenza monopolistica, della concorrenza *workable*, della scuola “liberal” e dell’analisi economica di Chicago).

³⁹⁵ Quest’espressione è stata recentemente utilizzata da Ross S., *Post-Chicago analysis after Kodak*, in *ABA (Antitrust)*, fall/winter, 1992, p. 20 e da Hawk B., *Recent antitrust developments in the United States*, in *Antitrust tra diritto nazionale e comunitario*, Milano, 1996, p. 221-154. Inoltre l’espressione “*after Chicago*” appare nell’opera di Hovenkamp H. J., *Antitrust policy after Chicago*, in *Michigan Law Rev.*, n. 84, 1985, p. 213 ss.

³⁹⁶ In tale contesto si sottolinea la rilevanza di condotte anticoncorrenziali che insistono su fattori diversi dal prezzo (*non price predation theories*). Sotto quest’ultimo profilo si ritiene che le imprese possano usufruire di strategie che conducano ad un incremento dei costi, e quindi dei prezzi, dei concorrenti sopra il livello competitivo, determinandone l’uscita dal mercato nel lungo termine, senza quel sacrificio dei profitti di breve termine dell’impresa che pone in essere tali pratiche tipiche delle normali condotte predatorie (*raising rivals’ costs*).

³⁹⁷ Per quanto concerne gli accordi verticali, il più grande teorico Steven Salop (citato da Ross S., *ult. op. cit.*, p. 23) di tale filone dottrinario, ha posto in evidenza come essi possano condurre a effetti di esclusione, aumentando i costi dei concorrenti rivali (cfr. *input foreclosure*, l’aumento dei costi di entrata dei concorrenti per la loro esclusione dall’accesso ad importanti entrate, e la *customer foreclosure*, l’aumento dei costi di entrata dei concorrenti per la loro esclusione dall’accesso ad una sufficiente rete di fornitori), possono facilitare pratiche concordate espresse o tacite agevolando lo scambio di informazioni concorrenzialmente delicate, o possono consentire ad una società di violare

Una recente elaborazione dottrinale di particolare interesse è la teoria dei giochi, disciplina che studia il comportamento umano quando esso sia influenzato dal comportamento o dal probabile comportamento di altri³⁹⁸. Questa teoria mostra che l'oligopolista massimizza i suoi profitti anche indipendentemente da concertazione con concorrenti, tenendo lo stesso comportamento che risulterebbe dalla concertazione (comportamento *as if*, risultato dell'equilibrio di Nash)³⁹⁹.

Per questa teoria, il fondamento delle norme antitrust è velletario, posta la loro intima contraddizione che le rende capaci di perseguire le concertazioni ma non i comportamenti *as if*, che sono comunque inevitabili⁴⁰⁰.

La teoria dei giochi, infine, ha importanti implicazioni per molti aspetti dell'analisi delle fusioni, che concernono la stabilità degli schemi collusivi, la capacità delle società fuse di aumentare i prezzi anche in assenza di un parallelo incremento da parte dei concorrenti e la probabilità di ingresso nel mercato. Le agenzie federali, avendo utilizzato gli strumenti analitici contemplati dalla teoria dei giochi per valutare le transazioni, hanno ritenuto opportuno riflettere i principi da

una serie di regolamentazioni inerenti la fissazione di prezzi. Nel caso in cui si verificano tali effetti negativi associati all'integrazione verticale, e siano altresì presenti benefici in termini di efficienza, sarà necessario soppesare tali effetti confliggenti in modo tale da permettere la stima netta degli effetti economici dell'operazione.

³⁹⁸ Cfr. Fudenberg D., Tirole J., *Non-cooperative game theory for industrial organization. An introduction and overview*, in *Handbook of industrial organization*, 1989 (edito da Schmalensee & Willig), p. 259. La teoria dei giochi è descritta come “*a way of modelling and analyzing situations in which each player's optimal decisions depend on his beliefs and expectations about the play of his opponents*”.

³⁹⁹ Cfr. Franzosi M., *Monopolio-Oligopolio-Concentrazioni. Opinioni dissenzienti*, in *Quad. di Giurispr. Comm.*, 1989, p. 18. L'equilibrio di Nash si realizza quando ciascun giocatore non collabora con l'altro e cerca in modo autonomo di massimizzare i suoi profitti.

⁴⁰⁰ Per tutti Franzosi M., *op. ult. cit.*, p. 23 secondo cui testualmente: “*un effetto indiretto delle norme antitrust è che, data la loro vaghezza (nel senso di incertezza), esse possono indurre gli oligopolisti che abbiano deciso il comportamento as if, a tenere un comportamento che non paia as if. Benché essi sarebbero determinati a tenere quello stesso comportamento che risulterebbe dall'accordo, essi non lo danno a vedere. Ma allora la funzione delle norme anti-trust si riduce ad essere come quella dell'arbitro di un incontro di catch, che finge di controllare che i contendenti si picchino, mentre essi pure fingono*”. La teoria in esame, infatti, analizza i processi decisionali delle società, nei quali assumono particolare peso le probabili reazioni dei concorrenti, ed implica l'assunzione del modello oligopolista, piuttosto che i modelli di monopolio o di concorrenza perfetta che costituivano le basi del tradizionale approccio della Scuola di Chicago.

essa enunciati all'interno delle *Merger Guideline* del 1992.

Le *Horizontal Merger Guidelines* del 1992, emanate, per la prima volta, congiuntamente dal *Department of Justice* e dalla FTC, rappresentano l'evoluzione dei modelli predisposti dalle agenzie federali per la valutazione delle fusioni orizzontali, riflettendo perfezionamenti e chiarificazioni degli approcci analitici, sia economici che legali, che erano stati articolati nelle *Merger Guidelines* del 1984⁴⁰¹.

Nel 1997 la quarta sezione delle *Horizontal Merger Guidelines* è stata riformata al fine di inserire direttamente e più efficacemente l'efficienza all'interno dell'analisi degli effetti concorrenziali di una fusione⁴⁰². Il beneficio primario delle fusioni per l'economia è appunto il loro potenziale di generare tali efficienze. Queste ultime, infatti, possono stimolare la capacità delle società di concorrere grazie ad un abbassamento dei prezzi, un miglioramento qualitativo un rafforzamento dei servizi o la creazione di nuovo prodotti.

Prima dell'adozione delle *Horizontal Merger Guidelines* del 1992, la FTC e l'*Antitrust Division del Department of Justice* avevano formulato tre requisiti per l'

⁴⁰¹ Cfr. James C. A., *Overview of the 1992 Horizontal Merger Guidelines*, in *Antitrust L.J.*, vol.61, 1993, p.447. Le *Guidelines* del 1992 sostituiscono le *FTC Statement* del 1982 e le *Merger Guidelines* del 1984, eccetto la quarta sezione di queste ultime (*Horizontal effects from non-horizontal mergers*), e perseguono lo scopo principale di aumentare la flessibilità attraverso vari accorgimenti: innanzitutto, la sostituzione delle disposizioni relativamente chiare presenti nelle *Merger Guidelines* del 1984 con termini più ambigui (per esempio, la durata dell'aumento di prezzo ipotizzato a fini di definizione del mercato rilevante, nelle *Merger Guidelines* del 1984 era prevista per un anno, mentre in quelle del 1992 per il "foreseeable future"). In secondo luogo, le *Merger Guidelines* del 1992 concedono una più ampia applicazione ad alcuni elementi che nelle *Merger Guidelines* del 1984 erano pertinenti solo in alcune limitate circostanze (per esempio, la lista di "other market factors"). In terzo luogo, vengono introdotti alcuni concetti, quali, per esempio, i "sunks costs", che inevitabilmente complicano l'analisi antitrust. Infine, le *Merger Guidelines* del 1992 oscurano i *merger standards* a causa di alcune importanti omissioni. Per esempio, le *Merger Guidelines* del 1992 non stabiliscono espressamente se le efficienze devono beneficiare i consumatori nel caso in cui le stesse debbano essere considerate nella valutazione del governo dei benefici netti della transazione. Le *Merger Guidelines* del 1982 e del 1984 erano ugualmente silenziose sul punto, ma un discorso del *Department* del 1989 (Whalley, deputy assistant attorney general, *Before the 29th annual antitrust seminar*, Practising Law Institute, 01.12.1989, in *Trade Reg. Rep.*, par. 50, p. 29) indicava che il passaggio dei benefici a favore dei consumatori era necessario per attribuire credito alle efficienze e, così, nella stesura delle *Guidelines*, questa previsione pur potendo essere inserita, non lo era stata.

⁴⁰² Revised Section 4, *Horizontal Merger Guidelines*, in 4 *Trade Reg. Rep.* (CCH), 13, 104, (08/04/1997).

“*efficiencies defence*”: le efficienze dovevano essere dimostrate con *clear and convincing evidence*, dovevano essere *merger-specific* e gli effetti di esse dovevano passare a favore dei consumatori. A seguito dell’emanazione della riforma del 1997 ora le *Horizontal Merger Guidelines* stabiliscono esplicitamente solo il requisito *merger-specific*⁴⁰³ per il quale le efficienze devono essere attribuibili alla fusione e non possono essere raggiunte in un modo meno anticompetitivo (prendendo in considerazione solo alternative pratiche e non ipotetiche, quali per esempio espansione interna o collaborazione con i concorrenti).

La riforma poi definisce chiaramente quali efficienze “contano”, quelle che ora la quarta sezione definisce come “*cognizable efficiencies*”, ovvero quelle efficienze che siano state provate e che non siano derivanti da restrizioni anticoncorrenziali nella produzione o nei servizi⁴⁰⁴. Tra queste rientrano “*economie di scala, migliore integrazione della capacità produttiva, plant specialization, riduzione dei costi di trasporto*” ed anche un rafforzamento dell’attività di ricerca e sviluppo (“*dynamic efficiency*”), oltre che riduzione dei costi e miglioramento della qualità dei prodotti.

L’analisi delle efficienze, infine, ora espressamente include uno *sliding scale approach* per cui all’aumentare dei probabili effetti anticoncorrenziali della fusione aumenta la dimensione di *cognizable efficiencies* necessaria per far concludere all’agenzia che la fusione non avrà un effetto anticompetitivo nel mercato.

⁴⁰³ Revised Section 4, *Horizontal Merger Guidelines*, “The Agency will consider only those efficiencies likely to be accomplished with the proposed merger and unlikely to be accomplished in the absence of either the proposed merger or another means having comparable anticompetitive effects”.

⁴⁰⁴ Revised Section 4, *Horizontal Merger Guidelines*, “The Agency has found that certain types of efficiencies are more likely to be cognizable and substantial than others. For example, efficiencies resulting from shifting production among facilities formerly owned separately, which enable the merging firms to reduce the marginal cost of production, are more likely to be susceptible to verification, merger-specific, and substantial, and are less likely to result from anticompetitive reductions in output”.

2. UNA BREVE ANALISI DELLE FUSIONI SECONDO LE VALUTAZIONI ECONOMICHE DELL'ANTITRUST

In conformità a quanto appena detto, la prima fase utile per dar luogo ad un'operazione di fusione è costituita dall'individuazione del mercato rilevante. Quest'ultimo si definisce come: *“lo spazio conquistabile dalla società di nuova formazione che si sostituisce alle preesistenti, e nel quale la stessa, può godere di un significativo potere di mercato definito come la capacità di un'impresa di alzare permanentemente i prezzi al di sopra del loro livello concorrenziale*⁴⁰⁵. Tale definizione individua un duplice aspetto del mercato rilevante che va definito sia dal punto di vista del prodotto, così detto mercato rilevante del prodotto, sia dal punto di vista geografico, così detto mercato rilevante geografico. Il primo è definito come “l'area più piccola che comprende prodotti e/o servizi che sono considerati intercambiabili o sostituibili dal consumatore, in ragione delle caratteristiche dei prodotti, dei loro prezzi e dell'uso al quale sono destinati”; il secondo a sua volta descritto come “l'area più piccola nella quale le imprese in causa forniscono o acquistano prodotti o servizi, nella quale le condizioni di concorrenza sono sufficientemente omogenee e che può essere tenuta distinta dalle zone geografiche contigue perché in queste ultime le condizioni di concorrenza sono sensibilmente diverse.

Il mercato rilevante pertanto è individuato dall'incrocio di due definizioni: individuati i prodotti considerati sostituiti si procederà a individuare l'area geografica considerata. Per quanto riguarda l'aspetto della sostituibilità, questa deve essere

⁴⁰⁵ Sul punto si veda per tutti Prosperetti L. et al., *Economia e diritto Antitrust*, Napoli, 2006, p. 86.

inquadrata sotto un triplice punto di vista: dal lato della domanda, dal lato dell'offerta e dal lato della concorrenza potenziale.

La sostituibilità della domanda è quella che più incide sulla possibilità delle imprese di manovrare il prezzo, più è alta più sarà difficoltoso per un'impresa alzare il prezzo di vendita mantenendo inalterate le quantità vendute.

Questa sostituibilità viene analiticamente individuata dall'elasticità incrociata della domanda rispetto al prezzo ed è definita come la variazione percentuale della quantità domandata al variare unitario dell'1% prezzo⁴⁰⁶.

Dal punto di vista dell'offerta c'è sostituibilità se, all'aumentare del prezzo da parte di un'impresa, le altre rispondono aumentando la produzione o delle nuove entrano nel mercato avviando nuova produzione. Rispetto alla sostituibilità della domanda, quella dell'offerta reagisce molto più lentamente a causa delle modificazioni strutturali che comporta per le imprese e, per questo motivo, ai fini dell'individuazione del mercato rilevante, è presa in considerazione raramente.

Infine, dal punto di vista della concorrenza potenziale, l'aumento del livello dei prezzi, in assenza di barriere all'entrata, determinerebbe l'entrata nel settore di nuovi *competitors* attirati dalle possibilità di profitto. Tuttavia, il processo di entrata in un mercato è piuttosto complesso e richiede valutazioni economiche approfondite e raramente è determinato da una variazione di prezzo da parte delle imprese operanti nel settore. Per assumere rilevanza ai fini della definizione di mercato rilevante, non basta verificare l'assenza di barriere all'entrata, ma bisogna ritenere validamente che l'aumento del prezzo implichi realmente nuovi ingressi.

Gli effetti sul mercato promananti da una fusione, non sono spesso positivi e

⁴⁰⁶ Cfr. Scognamiglio C., Martoccia M., Paniccia I., *Economia dei mercati imperfetti*, Luiss University Press, 2006, *passim*.

possono essere di due tipi: effetti unilaterali e pro-collusivi. Gli effetti negativi unilaterali sono i più temuti, essi rendono una fusione pericolosa per la collettività poiché consente all'impresa nascente di esercitare un maggiore potere di mercato, alzando così i prezzi⁴⁰⁷. Per quanto riguarda invece gli effetti procollusivi, è possibile osservare che, siccome a causa della fusione si riduce il numero totale di imprese attive, essa potrebbe favorire la collusione all'interno del mercato tra le imprese rimanenti. Gli effetti di questo tipo fanno sì che la fusione non minacci in modo diretto la libera concorrenza, bensì contribuisca a generare delle condizioni che in futuro renderanno più semplice la collusione all'interno del mercato⁴⁰⁸. È facilmente intuibile che, in un mercato già interessato dal problema della collusione, una fusione potrebbe creare gravi conseguenze e, in tali contesti, è naturale che le autorità antitrust siano piuttosto restie a dare il via libera all'operazione. In linea generale, una fusione sarà valutata tanto più pericolosa, quanto più le condizioni che si vengono a creare dopo la sua realizzazione favoriscono il raggiungimento di un accordo collusivo. Fra i fattori che influenzano la collusione si ricordano i più

⁴⁰⁷ È bene ricordare che una fusione incide sul *welfare* totale in due modi diversi e contrapposti: da un lato essa, aumentando il potere di mercato, riduce il *surplus* del consumatore e quindi il *welfare* totale; dall'altro lato essa può essere motivata da sinergie di costo, contribuisce quindi ad un incremento dell'efficienza e di conseguenza, riducendo i costi, spinge verso il basso il prezzo e aumenta il *surplus* del consumatore e del produttore, con un effetto positivo sul *welfare* totale. Dunque l'effetto netto sul benessere sociale è ambiguo, dipenderà dall'ampiezza dei guadagni di efficienza da essa derivanti; è certo però che, in assenza di sinergie di costo, una fusione non può che essere motivata dall'intento di incrementare il proprio potere di mercato a scapito della libera concorrenza e dei consumatori, perciò tali fusioni dovrebbero senza dubbio essere vietate dalle autorità antitrust competenti. A tal proposito Motta osserva che, in assenza di guadagni di efficienza, una fusione fra un certo numero di imprese (*insider*), porterà benefici anche alle altre imprese operanti nel mercato (*outsider*). Questo avviene perché gli *insider*, aumentando i propri prezzi o riducendo le quantità prodotte, permettono agli *outsider* di espandere i propri profitti, producendo di più o applicando anch'essi prezzi maggiori. Gli *outsider*, di fronte ad una fusione priva di guadagni di efficienza, potrebbero addirittura trarre benefici maggiori rispetto agli *insider*. Cfr. per tutti Motta M., *Competition policy. Theory and practice*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

⁴⁰⁸ Trattasi del c.d. fenomeno di *joint dominance*, ossia posizione dominante collettiva, previsto dalla legislazione antitrust europea. Un caso storico è Gencor/Lonhro in cui l'alleanza di due dei tre maggiori produttori di platino in Sud Africa, avrebbe senza dubbio favorito la nascita di un duopolio quasi simmetrico. La Corte Europea pronunciatisi sul caso, ha esplicitamente deciso che: "*the concentration would have had the direct and immediate effect of creating the condition in which abuses were not only possible but economically rational*".

importanti, tra cui: la presenza di barriere all'entrata, che, rendendo difficile l'ingresso di nuove imprese aiutano le imprese già presenti sul mercato ad agire in modo coordinato; lo scambio di informazioni fra imprese, favorito ad esempio da schemi di partecipazioni proprietarie incrociate; l'assenza di potere degli acquirenti; l'omogeneità dei prodotti, che rende facilmente individuabile, e punibile, un'impresa che devia dall'accordo. Infine una fusione potrebbe riequilibrare le posizioni di mercato ricoperte da ciascuna impresa in modo da renderle fra loro più simmetriche. Anche in questo caso ad una maggiore simmetria corrisponde una maggiore probabilità di collusione⁴⁰⁹.

È bene considerare che una fusione, oltre agli effetti potenzialmente negativi suesposti, costituisce un valido strumento di riduzione dei costi sostenuti dall'impresa (trattasi dei c.d. guadagni di efficienza).

Per quanto riguarda la natura dei guadagni d'efficienza, si osserva che una fusione orizzontale può creare sinergie di costo grazie allo sfruttamento delle economie di scala e di gamma e alla razionalizzazione dei costi fissi. Grazie alla fusione le imprese possono riorganizzare il proprio assetto produttivo rendendolo più snello, evitando inutili duplicazioni di costi fissi e sfruttando sinergie in ambito di ricerca e sviluppo, amministrazione e reti di distribuzione e approvvigionamento. È opportuno distinguere due tipologie di risparmi sui costi: un risparmio sui costi variabili, che porterà in modo diretto una riduzione del prezzo, e un risparmio in termini di costi fissi, che solitamente si traduce in un aumento del profitto dell'impresa piuttosto che in una riduzione di prezzo. In entrambi i casi, l'effetto sul benessere sociale, dato

⁴⁰⁹ L'intensità degli effetti pro-collusivi, così come si è visto per gli effetti unilaterali, dipende dalle specifiche caratteristiche del mercato in cui si realizza la fusione. È facilmente intuibile che, in un mercato già interessato dal problema della collusione, una fusione potrebbe creare gravi conseguenze e, in tali contesti, è naturale che le autorità antitrust siano piuttosto restie a dare il via libera all'operazione.

dalla somma fra *surplus* del consumatore e *surplus* del produttore, risulterà positivo⁴¹⁰. Qualora, grazie alla fusione, le imprese riescano a realizzare significative sinergie di costo, è probabile che queste annullino l'effetto negativo sul benessere sociale causato da un accresciuto potere di mercato, causando così non un aumento di prezzo, bensì una sua riduzione con conseguente miglioramento del benessere sociale, e ciò sia dal punto di vista dei prezzi che della quantità dei prodotti acquistabili⁴¹¹.

Nel caso in cui una fusione dovesse avere luogo *in assenza* di guadagni d'efficienza, le imprese concorrenti potranno beneficiare dell'aumento dei prezzi indotto dall'impresa nascente, e incrementare così i propri profitti a scapito dei consumatori⁴¹². Al contrario, se la fusione genera sinergie di costo, l'impresa nascente potrà vendere i propri prodotti a prezzi inferiori e ottenere *mark-up* comunque superiori rispetto a prima, i concorrenti invece, non beneficiando dell'abbattimento di costi, non potranno fissare prezzi a tale livello perdendo così quote di mercato e vedendo ridotti i propri profitti. Siccome una fusione con guadagni d'efficienza causa perdite per le imprese concorrenti (*outsider*), queste ultime cercheranno in ogni modo di ostacolarle⁴¹³.

Gli effetti dell'istituto *de quo*, oltre a ripercuotersi sugli altri operatori economici così come si è detto, possono dar luogo ad un fenomeno di concentrazione sul mercato. Per meglio comprendere gli effetti di tale situazione, si consideri che se

⁴¹⁰ È doveroso ricordare che, una diminuzione nei costi variabili (e costi marginali) ha un impatto diretto sui prezzi, mentre non necessariamente la diminuzione dei costi fissi comporta una diminuzione dei prezzi (può semplicemente aumentare i profitti).

⁴¹¹ In tal caso, la fusione troverà una piena giustificazione in quanto *unico* strumento utile per il conseguimento del benessere sociale.

⁴¹² Poiché è probabile che una concentrazione comporti sia vantaggi in termini di efficienza, sia un aumento del potere di mercato le autorità sono chiamate ad una valutazione "*bilanciata*" degli effetti.

⁴¹³ Per dei riferimenti sul punto si vedano per tutti Farrell J., Shapiro C., *Horizontal mergers: an equilibrium analysis*, in *American economic review*, 80 (1), 1990, p. 107-125.

maggiore è il numero di imprese indipendenti attive dopo la fusione, meno probabile sarà che essa sia negativa per i consumatori; l'abilità di un'impresa di esercitare potere di mercato è inversamente proporzionale al numero di imprese concorrenti. Ad esempio se la fusione porta ad una situazione di monopolio è chiaro che l'unica impresa rimanente non dovrà fronteggiare nessun concorrente e perciò avrà pieno potere di mercato; al contrario in un mercato molto frammentato la fusione fra due imprese non avrà nessun effetto nella determinazione del prezzo.

Nell'analisi delle possibili conseguenze di una fusione, è utile considerare un indice di concentrazione, come ad esempio l'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) dato dalla somma dei quadrati delle quote di mercato delle imprese presenti nel mercato, esso può dunque variare tra 0 (se il mercato è molto frammentato) e 10.000 (se c'è un solo monopolista). Le autorità antitrust utilizzano un ulteriore strumento, derivato dall'HHI, che valuta la variazione nel grado di concentrazione *pre* e *post merger* (Δ HHI): siccome queste valutazioni vengono fatte proprio per decidere se permettere una fusione o meno, la concentrazione *post-merger* non è rappresentata da un valore certo, essa viene calcolata assumendo che, dopo la fusione, ogni impresa che vi prende parte continui a controllare la medesima quota di mercato, ossia si assume che la quota di mercato dell'impresa nascente sia data dalla somma delle quote di mercato *pre-merger* degli *insider*. Le autorità antitrust statunitensi utilizzano questi due indici (HHI e Δ HHI) per decidere se una fusione deve essere permessa, ed eventualmente a quali condizioni, oppure se essa deve essere vietata in quanto anticompetitiva. I mercati sono considerati a bassa concentrazione in corrispondenza di un indice HHI *post-merger* minore di 1.000 e, in tal caso, la fusione viene permessa senza condizioni; se l'indice è compreso tra 1.000 e 1.800 la

concentrazione viene considerata moderata e la fusione sarà autorizzata a condizione che non comporti un aumento della concentrazione superiore ai 100 punti; infine se l'HHI è maggiore di 1.800 il livello di concentrazione è considerato alto e la fusione può essere autorizzata solo se non comporta un aumento della concentrazione superiore a 50 punti. Oltre tali livelli una fusione rischia di compromettere la competitività del mercato e perciò deve essere attentamente studiata, considerando anche altri aspetti.

Pertanto si avrà che:

1. Se $HHI\ Post < 0.1$, fusione OK
2. Se $0.1 < HHI\ Post < 0.18$ la fusione è OK se $\Delta HHI < 0.01$
3. Se $HHI\ Post > 0.18$, la fusione è OK se $\Delta HHI < 0.005$
4. Negli altri casi, “forti timori anticompetitivi”: occorre procedere a investigazione

		Crescita nella concentrazione post-fusione		
		< 0.005	da 0.005 a	> 0.01
HHI POST FUSION	Concentrazione Bassa : < 0.1	OK	OK	OK
	Concentrazione Moderata: da 0.1 a	OK	OK	Allerta
	Concentrazione elevata: > 0.18	OK	Allerta	STOP FUSIONE

In Europa con il nuovo regolamento si ha che:

1. Se $HHI\ Post < 0.1$, fusione OK
1. Se $0.1 < HHI\ Post < 0.2$ fusione OK se $\Delta HHI < 0.025$
2. Se $HHI\ Post > 0.2$, fusione OK se $\Delta HHI < 0.015$

Graficamente è possibile riassumere la divergenza suesposta in questo modo:

HHIpost Delta HHI	< 0.1	0.1 < HHI < 0.2	> 0.2
< 0.015			
> 0.015 < 0.025			
> 0.025			

Unitamente alla concentrazione sono altresì da considerare a valle le c.d. quote di mercato; esse sono il più semplice indicatore del potere di mercato che potrebbe scaturire da una fusione. È facilmente intuibile che maggiore è la quota di mercato che l'impresa nascente riuscirà ad ottenere in seguito alla fusione e maggiore sarà il rischio che essa si ritrovi nelle mani un potere di mercato più forte, con gli effetti negativi sui prezzi⁴¹⁴. Al contrario, se una fusione riguarda imprese con basse quote di mercato, è meno probabile che essa risulti dannosa per la concorrenza.

Anche le capacità produttive sono un utile strumento di valutazione degli effetti di una fusione, infatti la possibilità di aumentare i prezzi in seguito alla fusione è limitata dalla presenza di imprese rivali; tuttavia, se i concorrenti hanno capacità produttive inferiori alla domanda complessiva di mercato, le imprese fuse possono contare su una domanda residuale sempre positiva e perciò godono di un margine di libertà nella fissazione dei prezzi e di conseguenza di un certo potere di mercato.

Un'altra variabile che deve essere considerata a monte concerne invece l'entrata

⁴¹⁴ In questo caso l'impresa concentrata alza il prezzo, alcuni consumatori spostano la propria domanda verso le rivali. Se quest'ultime hanno però una capacità produttiva limitata, non possono soddisfare questa nuova domanda. Si veda sul testo per ulteriori approfondimenti relativi a tale fattispecie.

sul mercato delle imprese costituitasi dopo la fusione. La capacità di un'impresa di aumentare o meno i prezzi *dopo* la fusione è contrastata dall'esistenza di imprese rivali che possono entrare nel mercato. Se i prezzi vengono aumentati, infatti, nuove imprese potrebbero entrare nel mercato attratte dai profitti positivi; al tempo stesso, però, l'entrata di nuove imprese causa l'annullamento dei profitti anche per le imprese che hanno preso parte alla fusione, le quali, nel caso in cui non ci siano barriere all'entrata, non traggono quindi beneficio da un aumento dei prezzi. La minaccia dei potenziali entranti, tuttavia, risulta credibile solo se l'entrata non comporta elevati costi fissi irrecuperabili, al crescere di tali barriere all'entrata aumenta la probabilità che una fusione comporti un incremento dei prezzi⁴¹⁵. Nei mercati caratterizzati da un numero esogeno di imprese, la fusione tendenzialmente comporta una riduzione del benessere del consumatore, mentre ipotizzando entrata endogena, tali effetti negativi vengono attenuati dalla possibilità che i profitti positivi, ottenuti grazie alla fusione, attirino nel mercato nuove imprese, le quali, competendo con quelle già esistenti, spingeranno i prezzi al ribasso.

I consumatori, oltre le imprese concorrenti, sono naturalmente i soggetti che bilanciano gli effetti positivi o negativi della fusione attraverso la domanda dei beni prodotti. A tal proposito si avrà che, al crescere dell'elasticità della domanda, generalmente, un'impresa troverà meno conveniente aumentare i prezzi e di conseguenza sarà più difficile esercitare potere di mercato. Al contrario se la domanda è rigida difficilmente i consumatori potranno rinunciare al prodotto fornito dall'impresa che potrà quindi approfittare della situazione aumentando i prezzi.

Uno dei fattori che può influire sull'elasticità della domanda sono gli *switching*

⁴¹⁵ In tale ipotesi l'analisi delle condizioni d'entrata da parte dell'antitrust è una fase complessa che comporta un'attenta valutazione della situazione specifica del mercato, delle barriere presenti e dei tempi necessari per l'ingresso effettivo di una nuova impresa.

costs, ossia quell'insieme di costi che un consumatore deve sostenere per cambiare il proprio fornitore. Più elevati sono gli *switching costs* e più probabile sarà l'incremento dei prezzi nel post-fusione, proprio perché i consumatori sono maggiormente vincolati all'impresa preesistente essa gode di un certo potere di mercato e, di conseguenza peggiori saranno gli effetti di una fusione.

Inoltre, la possibilità che una fusione porti ad un aumento dei prezzi dipende anche dal grado di concentrazione degli acquirenti e dunque, dal potere dei consumatori. Se la concentrazione è alta, cioè quando si ha un consumatore che acquista un'elevata quota dell'*output*, sarà molto probabile che i prezzi nel post fusione non aumenteranno, perché altrimenti il grande consumatore potrebbe rivolgersi ad un potenziale entrante oppure internalizzare la produzione di quel bene creando un grave danno all'impresa.

Nei casi estremi, la fusione oltre a consentire una "rinascita" economica delle società interessate all'operazione, consente altresì di evitare che la stessa possa fallire evitando un danno consistente alla collettività, danno che in molti casi potrebbero risultare di gran lunga peggiore rispetto alla riduzione di benessere che si potrebbe creare in seguito alla fusione. In tal caso è dunque opportuno che le autorità antitrust competenti prendano in considerazione anche questa eventualità nel momento in cui si trovano a decidere se autorizzare o vietare una fusione con società poste nelle condizioni predette⁴¹⁶.

La c.d. *failing firm defence*, espressamente prevista nelle U. S. Merger Guidelines, può consentire la fusione ad imprese in stato di crisi che altrimenti non sarebbero in

⁴¹⁶ È bene sottolineare che, se un'impresa si salvasse dal fallimento attraverso una fusione con un'altra, non è corretto confrontare la situazione pre e post concentrazione. L'idea *de quo* è espressamente richiamata nelle US Merger Guidelines.

grado di onorare i propri debiti o riorganizzarsi con successo⁴¹⁷. Tuttavia, per far sì che una fusione sia autorizzata grazie a queste motivazioni, deve anche essere vero che la fusione stessa rappresenta l'unico modo per mantenere produttivi gli *assets* dell'impresa. Pertanto, una fusione, altrimenti vietata, potrebbe essere autorizzata al verificarsi delle seguenti condizioni: a) l'impresa è in una crisi talmente grave che, senza fusione, sarà inevitabile l'uscita dal mercato, stante la mancanza di altri compratori che manterrebbero l'impresa operante nel mercato con minori effetti a detrimento per la concorrenza; b) non vi sono soluzioni meno distorsive della concorrenza rispetto alla fusione; c) senza fusione gli *assets* dell'impresa uscirebbero dal mercato.

Il compito dell'autorità antitrust non è soltanto quello di favorire le fusioni utili al salvataggio delle imprese, ma è anche e soprattutto quello di vigilare su situazioni di mercato che possano comportare l'affermazione di un modello economico di *efficiency offence*. Con questo termine, si definisce quella situazione in cui i guadagni di efficienza sono talmente elevati da indurre tutti i concorrenti ad uscire dal mercato dopo la fusione. Si è visto infatti che in caso sussistano guadagni d'efficienza, i costi e di conseguenza i prezzi si riducono, così anche i profitti delle imprese concorrenti diminuiscono. In particolare la contrazione dei profitti degli *outsider* sarà più intensa al crescere dell'entità dei guadagni di efficienza, perciò è possibile immaginare un caso limite in cui la fusione comporta una tale riduzione di prezzo da non rendere più profittevole per gli *outsider*, i cui costi rimangono invariati, la permanenza nel mercato⁴¹⁸. Naturalmente l'effetto negativo sui

⁴¹⁷ Un caso nazionale di questo tipo è senza dubbio quello relativo alle vicende della compagnia area italiana Alitalia. Per un approfondimento si veda per tutti Olivieri G., Pezzoli A., *L'antitrust e le sirene della crisi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, Bologna, 2009.

⁴¹⁸ Le autorità antitrust, nel valutare un progetto di fusione, dovrebbero anche cercare di capire se tale

concorrenti sarà maggiore se i beni sono omogenei, mentre la differenziazione consente di mitigare la riduzione dei profitti, così come l'elevato numero di imprese *outsider*.

Al fine di evitare il verificarsi di talune condizioni sfavorevoli sia per le imprese concorrenti che per i consumatori, l'autorità antitrust può subordinare l'approvazione di una fusione all'osservanza di alcune condizioni (c.d. *mergers remedies*) con le quali si consente da una parte, di limitare le minacce anticompetitive derivanti da una fusione, ma al tempo stesso si permette di salvaguardare le sinergie di costo che la fusione stessa genera, permettendone l'autorizzazione.

Sono previste due categorie di condizioni: i rimedi strutturali, che vanno a modificare l'allocazione dei diritti di proprietà e i rimedi comportamentali, che mirano invece a porre dei limiti all'esercizio dei diritti delle imprese che prendono parte alla fusione e ad imporre loro degli obblighi.

Per quanto concerne i rimedi strutturali, essi trovano la loro attuazione in particolari casi nei quali fusione fra due o più imprese può comportare una sovrapposizione, più o meno massiccia, in particolari aree geografiche o in linee di prodotto, questo accade soprattutto quando le imprese coinvolte nella situazione *pre-merger* si occupavano della produzione e vendita di prodotti molto simili all'interno di contesti omogenei. È proprio in questi settori che il rischio di minaccia alla concorrenza e di accrescimento del potere di mercato in seguito alla fusione può risultare più elevato. Il rimedio più adatto, in questi casi, consiste quindi nella

fusione è replicabile anche dalle imprese *outsider*: se per particolari motivi, legati ad esempio all'indisponibilità di un certo input, le imprese *outsider* non possono replicare la fusione, allora potrebbe configurarsi il rischio di *efficiency offence*. In tal caso però il problema risiederebbe a monte, ovvero nell'indisponibilità dell'input produttivo, che potrebbe derivare da pratiche anticompetitive esercitate nel mercato dell'input ed è su questo l'antitrust dovrebbe vigilare, piuttosto che sulla fusione in sé.

modifica del progetto iniziale di fusione, imponendo alle imprese coinvolte la cessione di attività aziendali specifiche. Le attività dismesse potranno poi essere acquisite da un'impresa di nuova costituzione oppure da un'impresa già esistente, ciò che conta, e che l'autorità antitrust è tenuta a verificare, è che l'acquirente sia in grado di esercitare, grazie agli *assets* acquisiti, un vincolo concorrenziale alla nuova entità nascente dalla fusione⁴¹⁹. A tal proposito la normativa è molto chiara: si precisa, infatti, che l'acquirente deve avere la possibilità di comprare “tutti quegli elementi necessari affinché l'azienda possa operare come concorrente efficace sul mercato, ossia attività materiali e immateriali, liste di clienti, contratti di servizio con terzi, personale altamente qualificato nell'assistenza tecnica, brevetti e così via”. In alcuni casi, potrebbe essere richiesta anche la dismissione di rami di attività che di per sé non creerebbero preoccupazioni in tema di concorrenza, ma sono rese necessarie a causa di particolari situazioni connesse ad economie di gamma o effetti di rete.

I rimedi strutturali, pur essendo in molti casi la migliore soluzione, presentano alcuni limiti, in particolare in sede di attuazione. Innanzitutto, gli *insider* hanno tutti gli incentivi a far sì che l'acquirente delle attività dismesse non sia un'impresa realmente competitiva, capace quindi di limitarne in modo effettivo il potere di mercato nel *post-merger*. A questo proposito si consideri che il venditore può provare a ridurre il valore degli *assets* poco prima della loro cessione, perciò è importante che l'autorità effettui un monitoraggio severo e continuo. Una particolare

⁴¹⁹ Si veda per tutti il caso Enel-Infostrada in cui l'operazione sottoposta al benessere dell'Autorità si articolava in due fasi distinte e consecutive: 1) la fusione di Wind con Infostrada (precedentemente acquisita dalla sola Enel) per dar vita alla nuova società denominata New Wind e, in un secondo tempo, 2) l'acquisizione del controllo da parte di Enel con il 73,3% delle azioni e France Télécom con il restante 26,7%. Il piano dettagliato prevedeva una successiva offerta pubblica di azioni tale però da non alterare complessivamente il controllo congiunto di New Wind.

attenzione, inoltre, sarà necessaria per la selezione del giusto acquirente da parte dell'autorità, poiché il rischio è quello di affidare ad un'impresa incompetente ed impreparata il difficile compito di competere con l'impresa nascente dalla fusione.

Un ulteriore problema, tipico di ogni operazione di vendita, risiede nella presenza di asimmetrie informative tra venditore ed acquirente circa le attività da dismettere. Queste asimmetrie risultano particolarmente elevate nel caso in cui l'acquirente non operi nel settore di riferimento e non sia, pertanto, in grado di valutare in modo accurato l'*asset* che sta acquisendo, che potrebbe quindi risultare *ex-post* insufficiente per permettergli una concreta capacità competitiva. In tal caso, l'acquirente potrebbe non essere interessato ad operare in quel settore neanche in futuro né tantomeno a portare avanti una strategia di concorrenza accanita contro l'impresa nascente dalla fusione; è chiaro che l'autorità antitrust deve evitare che l'*asset* finisca nelle mani di un acquirente di questo tipo. Questo rimedio rischia di fallire soprattutto nei casi in cui tra venditore ed acquirente si instaurino legami, più o meno stretti, causati da una serie di motivi legati ad esempio all'assistenza tecnica o alla richiesta di *input* specifici. In questi casi può, con molta probabilità, generarsi collusione fra le due parti in gioco, perciò difficilmente il rimedio strutturale riuscirà a ristabilire il giusto livello di concorrenza. Infine, la cessione di rami di azienda potrebbe contribuire a far aumentare la collusione all'interno del mercato, qualora essa crei una situazione di maggiore simmetria fra acquirente e impresa nascente dalla fusione. Il miglior acquirente potrebbe infatti diventare, in futuro, l'interlocutore principale per l'impresa fusa a fini collusivi. Occorre quindi tenere in considerazione ed evitare questi effetti pro-collusivi che potrebbero generarsi in seguito alla cessione.

Per quanto concerne invece i rimedi comportamentali, si definiscono tali tutti quegli obblighi imposti da un'autorità antitrust alle imprese che prendono parte ad una fusione, al fine di mitigarne gli effetti anticompetitivi. A differenza dei rimedi strutturali, essi non vanno a modificare l'assetto proprietario, incidono invece sul comportamento che gli *insider* sono tenuti a rispettare nel *post-merger*. I rimedi comportamentali possono, ad esempio, essere volti a far sì che i concorrenti possano avere accesso all'acquisto e all'utilizzo delle tecnologie possedute dagli *insider*, qualora queste siano strettamente necessarie per operare in quel mercato ma al tempo stesso non possono essere dismesse dagli *insider*, poiché essenziali anche per questi ultimi.

Questo tipo di rimedi possono essere di natura contrattuale, se ad esempio gli *insider* non sono direttamente proprietari di quella tecnologia che si vuole rendere accessibile a tutti i rivali, bensì ne usufruiscono in virtù di un vicolo contrattuale esclusivo, allora il rimedio comportamentale potrebbe consistere nell'apposizione di ulteriori clausole a tali contratti. Ad esempio, se ne potrebbe limitare la durata nel tempo oppure costringere gli *insider* a rinunciare all'esclusiva, per l'intero contratto o per una sua parte⁴²⁰.

Tuttavia, come i rimedi strutturali, anche quelli comportamentali hanno dei limiti oltre alla loro connaturata onerosità. Il principale problema è che essi, proprio perché riguardano il comportamento tenuto dall'impresa dopo la fusione, richiedono, in

⁴²⁰ Un rimedio di questo tipo è stato utilizzato nel caso *Astra/Zeneca*, per il quale la Commissione ha evidenziato il rischio di creazione di monopolio nel mercato dei farmaci betabloccanti in Svezia e Norvegia. *Zeneca* era, infatti, il principale concorrente di *Astra* in questo mercato, perciò le preoccupazioni circa gli effetti di questa fusione sulla concorrenza erano del tutto fondate. Per limitare queste preoccupazioni le parti hanno proposto di assegnare ad una terza impresa indipendente i diritti di distribuzione esclusiva, in Svezia e Norvegia, di un particolare farmaco da essi precedentemente prodotto, per un periodo di almeno dieci anni. In tal modo si è tutelata la concorrenza nel mercato della distribuzione di questo tipo di farmaci in quei determinati contesti geografici. Casi affini a quello di cui sopra sono stati rispettivamente *Lufthansa/Sas*, *Air France/KLM* e *Piaggio-Aprilia*.

molti casi, un monitoraggio continuato nel tempo da parte delle autorità e questo si traduce nella necessità di impegno, competenze tecniche e risorse di cui, spesso, le autorità antitrust non dispongono. Non è quindi sufficiente, come nel caso di un rimedio strutturale, un semplice impegno iniziale nella ricerca dell'acquirente e nell'individuazione degli *assets* da cedere, in questo caso invece è necessario un controllo che si prolunghi nel tempo anche dopo che la fusione è stata autorizzata e portata a termine, al fine di verificare che i comportamenti richiesti siano effettivamente tenuti dalle imprese. Senza controllo è chiaro che i rimedi comportamentali sono destinati a fallire, poiché le imprese non avrebbero alcun incentivo a rispettare le imposizioni ricevute.

Risultano problematici nell'attuazione anche quei rimedi comportamentali volti a rendere una certa tecnologia accessibile a tutti, in modo da favorire l'ingresso in quel mercato a nuove imprese che esercitino un vincolo di concorrenza sull'impresa nascente dalla fusione. Spesso, infatti, l'attuazione di tale rimedio richiede un periodo di collaborazione tra l'impresa nascente e gli *outsider* a cui deve essere garantita la libertà di accesso, però, trattandosi di imprese rivali, questa collaborazione difficilmente andrà a buon fine.

3. IL FONDAMENTO COSTITUZIONALE DELLA LEGISLAZIONE ANTITRUST IN ITALIA

Come è noto, in Italia lo sviluppo della legislazione antitrust è stato

particolarmente tardivo⁴²¹ ed ha avuto inizio intorno agli anni '50 in concomitanza con l'affermazione dell'esigenza di adeguare sistema istituzionale italiano a quello europeo, introducendo limiti all'intervento pubblico discrezionale nel mercato⁴²².

⁴²¹ Il dibattito parlamentare sull'opportunità dell'introduzione di una disciplina antimonopolistica in Italia risente e riflette il clima di profonda lacerazione ideologica che si era creato intorno all'interpretazione della Costituzione per ciò che riguardava i rapporti economici. Si riteneva infatti che la formulazione dell'art. 41 in materia di iniziativa economica, si prestasse ad interpretazioni di segno diverso e confliggente, le une volte ad enfatizzare l'aspetto libero-concorrenziale del regime economico configurato dalla norma, le altre volte invece a sottolineare l'importanza dell'intervento dello Stato nella vita economica, in vista del perseguimento di fini sociali. Fin dalle prime legislature repubblicane, le forze politiche avevano manifestato la necessità di un intervento riformatore sul punto ma le numerose proposte di legge da esse elaborate celavano il perseguimento di obiettivi di natura profondamente diversa, corrispondenti ai diversi modi di concepire i rapporti tra Stato e mercato, il che ne determinò l'insuccesso. Se con il primo progetto in materia presentato nel 1950 si riproducevano in buona parte le linee portanti della precedente legislazione sui consorzi, introducendo solo l'obbligo di registrazione degli stessi e la loro sottoposizione alla vigilanza di un'apposita commissione, le iniziative successive si caratterizzavano per interventi più direttamente volti a vietare l'abuso del potere di mercato di un'impresa in posizione dominante e gli accordi limitativi della concorrenza, ma le concezioni sottese alle ipotesi di disciplina proposte divergevano oltre che nelle scelte relative alla determinazione dei divieti e delle sanzioni, anche nell'individuazione dell'organo competente e dei suoi poteri e nella definizione degli ambiti di esenzione dalla normativa. Il fallimento delle numerose iniziative adottate negli anni '50 e '60 è stato quindi letto come una rinuncia dello Stato a dotarsi di una normativa antitrust in corrispondenza della profonda lacerazione ideologica che dette iniziative rivelavano e di conseguenza della assoluta incertezza sugli obiettivi di una normativa antitrust. A ciò si collegava da una parte, la diffusa opinione che le imprese a partecipazione statale potevano essere considerate uno strumento sostitutivo di una disciplina della concorrenza, sufficiente ad eliminare il rischio di monopoli privati e più consono alla funzione dell'intervento pubblico nell'economia; e dall'altra, il riferimento alla storica debolezza del capitalismo italiano e alle connesse esigenze di rafforzamento della struttura industriale del paese. L'insieme di questi fattori indusse ad abbandonare il progetto di introduzione di una normativa antitrust e a continuare a seguire un modello contraddistinto dal sostegno statale dell'industria e dall'impiego della grande impresa pubblica. Così Niro R., *Profili costituzionali della disciplina antitrust*, Padova, 1994, p. 77 ss; Pototsching U., *I pubblici servizi*, Padova, 1964, p. 74, nota 10; Amato G., *Il mercato nella Costituzione*, in *Quaderni costituzionali*, 1992, 1, p. 7 ss; Guarino G., *Pubblico e privato nella economia. La sovranità tra Costituzione ed istituzioni comunitarie*, *ivi*, p. 21 ss; Ferri G. B., *Concorrenza*, in *Enc. dir.*, Vol. VIII, Milano, 1961, p. 532; Irti N., *Iniziativa privata e concorrenza (verso la nuova Costituzione economica)*, in *Giur. it.*, 1997, IV, p. 226.

⁴²² Il primo compiuto intervento legislativo in materia antitrust si è avuto in Italia, non già in corrispondenza della questione dell'attuazione della Costituzione, ma sulla spinta di fattori esterni all'ordinamento costituzionale italiano: con l'adesione alla Comunità europea, l'Italia ha fatto propri gli obiettivi fondamentali indicati dal Trattato di Roma e quindi anche quello della creazione di un regime inteso a garantire che la concorrenza non sia falsata nel mercato comune per il tramite dei divieti delle intese restrittive della concorrenza e dell'abuso di posizione dominante. Inoltre, in vista della realizzazione, prevista dall'Atto Unico europeo, di uno spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali, anche in Italia si è presentata la necessità di dotarsi di politiche atte a favorire il funzionamento del mercato e coerenti con quelle comunitarie, in un orizzonte europeo caratterizzato da un generale ripensamento dei modelli di realizzazione delle finalità di progresso economico e sociale insite nella Costituzione economica espressa dall'ordinamento della Comunità europea. Da qui la rinascita dell'interesse per l'introduzione di un'organica legislazione antitrust idonea a colmare le lacune della disciplina della concorrenza contenuta nel Codice civile. Cfr. Niro R., *ult. op. cit.*, p. 84 ss; Mazzamuto S., *Costituzione economica, libertà di impresa e ausili finanziari*, in AA. VV., *L'influenza dei valori costituzionali sui sistemi giuridici contemporanei*, Milano, 1985, p. 54.

In questa prospettiva devono essere considerate le caratteristiche della legge di tutela della concorrenza italiana, la legge 287/90: innanzitutto, le previsioni sostanziali relative alle intese, all'abuso di posizione dominante ed alle concentrazioni, sono molto simili a quelle comunitarie e l'interpretazione delle norme deve avvenire nel rispetto dei principi della giurisprudenza comunitaria, consentendo così alle imprese di operare in un ambiente caratterizzato da regole uniformi, a testimonianza della volontà di armonizzare e integrare il modello economico-sociale italiano in quello comunitario.

Inoltre, a queste previsioni sostanziali se ne affiancano altre di principio dal momento che il Parlamento italiano, nell'introdurre norme a tutela della concorrenza simili a quelle comunitarie, ne ha voluto enfatizzare la finalità di tutela e garanzia del diritto di iniziativa economica sancito dall'art. 41 Cost., e ha pertanto definito il mercato concorrenziale come il quadro entro il quale si svolge la libertà di tale iniziativa, riconoscendo che la norma si applica a tutte le imprese, sia pubbliche o a partecipazione statale, che private.

Infine, la legge contiene delle previsioni volte a limitare l'area di monopolio legale, che in Italia vuol dire soprattutto monopolio pubblico. La legge italiana riprende infatti dalla normativa comunitaria la previsione che la legge sulla concorrenza non si applica ai settori in monopolio, limitatamente alle attività strettamente necessarie al perseguimento delle finalità per cui il monopolio è stato istituito, e contiene anche la previsione che laddove un'attività sia svolta in condizioni di monopolio legale, non ne possa essere impedito l'esercizio ad altre imprese, qualora queste operino in autoproduzione⁴²³.

⁴²³ Cfr. Pera A., *Concorrenza e antitrust*, Bologna, 2001, p. 51 ss.

La “gestazione comunitaria” di questa legge, se corrisponde all’orientamento volto a riconoscere una preminenza del diritto comunitario sul diritto interno, pone anche il problema del raccordo tra i principi dell’ordinamento comunitario in materia di concorrenza e quelli propri invece dell’ordinamento costituzionale italiano, dei quali la legge 287/90 si propone come strumento di attuazione. E’ quindi necessario analizzare i principi costituzionali di riferimento di una legislazione antitrust a carattere generale alla stregua dell’ordinamento costituzionale italiano.

La legge 287/90 al co. 1° dell’art. 1 stabilisce che le disposizioni in essa contenute sono in attuazione dell’art. 41 Cost. a tutela e garanzia del diritto di iniziativa economica, inducendo così a riflettere su quale sia la disposizione contenuta nell’art. 41, che si pone a fondamento delle norme per la tutela della concorrenza e del mercato.

La questione si pone in considerazione delle diverse interpretazioni dell’art. 41 Cost., che per un verso hanno configurato la norma come espressione della libertà di iniziativa economica del singolo imprenditore, e per altro verso come norma che da una parte difende e dall’altra assoggetta la singola impresa a fini sociali attraverso limiti, programmi, impulsi e orientamenti pubblici disposti dallo Stato.

Il principio della libera concorrenza trova la sua fonte giuridica nel riconoscimento costituzionale della libertà di iniziativa economica, è un aspetto della libertà di iniziativa economica del singolo che a sua volta si presenta come libertà di concorrenza rispetto alla libertà di iniziativa economica degli altri soggetti⁴²⁴.

⁴²⁴ Cfr in dottrina: Pace A., *Libertà “del” mercato e “nel” mercato*, Intervento al VI Convegno dell’Associazione italiana dei costituzionalisti, “*La Costituzione economica negli anni Novanta*”, Ferrara, 11-12 ottobre 1991, in *Pol. dir.*, 1993, p. 328; Morbidelli G., *Iniziativa economica privata*, in *Enc. giur.*, Vol. XVII, Roma, 1989, p. 1; Baldassarre A., *Iniziativa economica privata*, in *Enc. dir.*, Vol. XXI, Milano, 1971, p. 596; Cheli E., *Libertà e limiti all’iniziativa economica privata nella giurisprudenza della Corte costituzionale e nella dottrina*, in *Rass. dir. pubbl.*, 1960, p. 303.

Tuttavia, se non si può dubitare che la libera concorrenza sia un principio implicito nella libertà di iniziativa economica, si dovrebbe invece dubitare che dalla libertà di iniziativa economica di cui al co. 1° dell'art. 41 possa derivare un principio imperativo di tutela della concorrenza e ritenere che dalla prima discenda l'esigenza di una legislazione antitrust: la libertà di concorrenza, come espressione della libertà di iniziativa, sarebbe infatti destinata a subire gli effetti della libera iniziativa altrui con la conseguenza che il libero esercizio dell'attività potrebbe condurre a situazioni di monopolio o di oligopolio.

Dal co. 1° dell'art. 41 Cost. non può quindi essere ricavato un principio di tutela della concorrenza in quanto la tutela della stessa regola si presenterebbe come un'intrinseca limitazione alla esplicazione ed espansione della libertà di iniziativa economica⁴²⁵.

La libertà di iniziativa economica, è fonte di libertà del privato verso lo Stato e allo stesso tempo fonte di libertà del singolo verso gli altri cittadini per cui stando al co. 1° dell'art. 41 Cost., il principio di libera concorrenza si esprime nella libertà del singolo di poter concorrere liberamente sul mercato con la propria attività economica. Tuttavia, il co. 1° dell'art. 41 Cost. va coordinato con i restanti commi, e in particolare con il co. 2°, con la conseguenza che il diritto individuale di libertà economica, sancito nel co. 1°, incontra i limiti esterni contenuti nel comma successivo. Se infatti non si voglia ritenere che la normativa antitrust si risolva in una violazione del principio di uguaglianza a causa della repressione dell'iniziativa di un singolo a vantaggio del diritto di un altro singolo, è necessario ritenere che gli

⁴²⁵ Cfr. Piccioli C., *Contributo all'individuazione del fondamento costituzionale della normativa a tutela della concorrenza*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1996, p. 29 ss; Donativi V., *Concorrenza e mercato nel prisma dell'ordinamento giuridico: appunti per una ricostruzione storica*, in *Riv. dir. ind.*, 1992, nn. 3-4, p. 335 ss.

interessi tutelati con la normativa antitrust non sono quelli di un imprenditore individuale rispetto a quelli di un altro, ma quelli generali, eventualmente contrapposti a quelli del singolo imprenditore e allora tutela del mercato e tutela della singola impresa non sono la stessa cosa, non hanno a loro fondamento gli stessi interessi, con la conseguenza che gli interessi superindividuali, espressi nella normativa antitrust, trovano la loro naturale collocazione non già nel co. 1° dell'art. 41 Cost. ma nei commi successivi⁴²⁶

Non solo la Corte costituzionale⁴²⁷ ma la stessa Autorità garante per la concorrenza ed il mercato (AGCM) mostrano di ricondurre la normativa per la tutela della concorrenza e del mercato al valore dell'utilità sociale di cui al co. 2° dell'art. 41 Cost., riconducendo i valori del mercato, dell'efficienza, della competitività tra le imprese e del mantenimento della regola della concorrenza, al fine di utilità sociale

⁴²⁶ Dal contenuto dell'art. 43 Cost. si possono trarre ulteriori spunti a sostegno della tesi che esclude che il fondamento della legge antitrust deve essere rinvenuto nel co. 1° dell'art. 41. L'art. 43 non indica un divieto assoluto di esercitare un'attività economica privata in regime di monopolio ma prevede che la legge in casi eccezionali e solo per motivi di utilità generale, può incidere sull'attività dell'imprenditore privato, trasferendo allo Stato quelle imprese aventi carattere di preminente interesse generale che agiscono nel mercato in condizioni di monopolio. Quindi l'intervento autoritativo *ex art. 43* si ha quando la sostituzione dello Stato ai privati non può essere attuata nelle ordinarie forme consensuali, fermo restando che la legislazione antitrust deve essere comunque rivolta a rimuovere ovvero a scoraggiare l'abuso delle posizioni monopolistiche in modo meno drastico. Pertanto, nonostante i diversi presupposti ed effetti, la legge antitrust, almeno dal punto di vista dei soggetti, pone una valutazione di interessi che si avvicina molto a quella contenuta nell'art. 43 che vede l'interesse individuale contrapposto a quello superindividuale, confermando così la collocazione degli interessi espressi nella legge a tutela della concorrenza nell'ambito dei commi dell'art. 41 successivi al primo.

⁴²⁷ La Corte ha individuato la *ratio* della normativa *antitrust* nell'utilità sociale, identificata ad un tempo nella tutela della stessa libertà di concorrenza ("valore basilare della libertà di iniziativa economica" e "funzionale alla protezione degli interessi della collettività dei consumatori") e nelle "esigenze dei contraenti più deboli", in linea peraltro con quel "programma di eliminazione delle disuguaglianze di fatto additato dall'art. 3, co 2°, Cost., che va attuato anche nei confronti dei poteri privati e richiede tra l'altro controlli sull'autonomia privata finalizzati ad evitare discriminazioni arbitrarie". Cfr. la sent. 241/90, in *Giur. cost.*, 1990, p. 1467 ss, su cui si vedano le notazioni fortemente critiche di Pace A. *Sulla rilevanza della questione di legittimità costituzionale dell'art. 180 l. m. 633 del 1941 e sulle norme costituzionali concernenti la libertà d'impresa*, *ivi*, pp. 1482-7. In senso conforme alla sentenza virgolettata nel testo, cfr. anche la sent. 223/82 (*ivi*, 1982, p. 2249 ss.), in cui si legge che "la libertà di concorrenza è diretta alla protezione della collettività", in quanto l'esistenza di "una pluralità di imprenditori in concorrenza tra loro giova a migliorare la qualità dei prodotti e a contenere i costi" e la 65/66 (*ivi*, 1966, p. 962 ss), secondo la quale "nella disciplina legislativa dei rapporti economici costituiscono fini di utilità sociale sia gli interessi della produzione che la protezione del contraente più debole".

cui deve essere finalizzata l'attività imprenditoriale. In sostanza la Corte ha indicato il mercato, la permanenza delle imprese, le regole della libera concorrenza e il sistema economico produttivo vigente, come fini a sé stanti, capaci di esprimere di per sé interessi da ricondurre all'utilità sociale di cui al co. 2° dell'art. 41.

Anche parte della dottrina⁴²⁸ ha sottolineato come nell'utilità sociale del co. 2° dell'art. 41 Cost. vadano riconosciuti soprattutto i fini della produzione, del progresso materiale della società e del benessere economico, osservando che la nozione di utilità sociale deve essere circoscritta in relazione all'altro limite apposto alla libera iniziativa economica nella seconda parte del co. 2° dell'art. 41 Cost. per cui il divieto di recare danno alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana, rappresenta lo strumento per la tutela e quindi l'attuazione dei più generali interessi umani, riducendo così la tutela dell'utilità sociale a mezzo di difesa e di promozione della produttività economica.

Altra parte della dottrina⁴²⁹, invece, giudica riduttivo limitare la nozione di utilità sociale agli interessi della produzione e del mercato, ritenendo che tale nozione coinvolga anche la necessità di una più equa ripartizione del prodotto sociale: pur riconoscendo che l'interesse espresso dall'utilità sociale è quello del benessere economico, costituito da quei vantaggi materiali connessi all'incremento del reddito derivante da un aumento del prodotto nazionale, l'utilità sociale importa anche un'armonizzazione della ricchezza con l'esigenza della sua distribuzione.

⁴²⁸ In dottrina si vedano tra gli altri: Minervini G., *Contro la funzionalizzazione dell'impresa privata*, in *Rivista di diritto civile*, 1958, p. 622; Mazziotti L., *Il diritto al lavoro*, Milano, 1956, p. 154; R. De Stufano, *op. cit.*, Milano, 1956, p. 186; Oppo G., *L'iniziativa economica*, in *Rivista di diritto civile*, 1988, p. 330.

⁴²⁹ Cfr. Villata R., *Autorizzazioni amministrative e iniziativa economica privata*, Milano, 1974, p. 92; Rodotà S., *Note critiche in tema di proprietà*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, 1960, p. 1282.

Infine, vi sono indirizzi dottrinali⁴³⁰ più distanti dalle posizioni che riconducono all'utilità sociale soprattutto gli interessi della produzione economica, ritenendo che l'orientamento che riconduce nell'utilità sociale i soli interessi economici, presuppone che il benessere economico collettivo sia scindibile da altre forme di benessere e ciò non corrisponde all'ordinamento esistente che considera i cittadini contemporaneamente partecipi all'organizzazione politica, economica e sociale del paese. Inoltre, limitare all'aspetto economico l'utilità sociale non sarebbe adeguato all'ispirazione egualitaria e al valore della dignità umana contenuti nella Costituzione, oltre che contrario al criterio di determinazione del valore individuale costituito dallo sviluppo della personalità tramite il lavoro.

Anche se le posizioni della dottrina sono tra loro diverse, si può comunque concludere che fra gli interessi riconducibili all'utilità sociale vi possono rientrare quelli della produzione, del mercato e le norme che esprimono una tutela per le regole del mercato, non ultima la normativa per la tutela della concorrenza⁴³¹.

Tuttavia, la tesi secondo cui gli interessi da riconoscere nell'utilità sociale sono prevalentemente quelli del mercato e della sua tutela, non implica un'autonomia delle norme costituzionali sui rapporti economici, né importa la concezione di una

⁴³⁰ Per approfondimenti sul punto si vedano: Barcellona P., *Programmazione e soggetto privato, Aspetti privatistici della programmazione economica*, Milano, 1971, p. 101; Carabba M., *Spesa pubblica e iniziativa imprenditoriale*, Torino, s.d., 1968; Giocoli Nacci P., *I limiti sociali dell'iniziativa economica privata*, in *Rassegna di diritto pubblico*, 1958, p. 471.

⁴³¹ Al riguardo sembra utile osservare che l'indiscussa rilevanza costituzionale della libertà di concorrenza è stata più volte affermata, oltre che dalla citata giurisprudenza costituzionale, anche dalla giurisprudenza civile ed amministrativa, si vedano ad esempio: Cass. Civ., Sez. I, 3 luglio 1996, n. 6079, in *Giur. it.*, 1997, I, 1, p. 451; *Id.*, 1 febbraio 1999, n. 827, in *Foro it.*, 1999, I, p. 831; Tar Sicilia, Sez. Catania, 7 febbraio 1996, n. 122, in *Foro amm.*, 1996, p. 3062; Trib. Milano, 17 giugno 1994, in *Riv. dir. ind.*, 1995, II, p. 190; Tar Lombardia, Brescia, 28 dicembre 1996, n. 1396. In alcuni casi, poi, la giurisprudenza ordinaria ha espressamente ricollegato la libertà di concorrenza alla libertà di iniziativa economica privata di cui all'art. 41, co 1°, Cost.: in questo senso cfr. Cass., 26 giugno 1973, n. 1829, in *Foro it.*, 1973, I, 1, p. 1412; di recente, anche Tar Lombardia, Milano, Sez. III, 22 febbraio 2000, n. 2126, punto 5 della motivazione in diritto, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2000, p. 203 ss; *Id.*, 29 giugno 1999, n. 2523 (inedita). Viceversa, il Tribunale di Milano, 22 marzo 1976, in *Temis*, 1978, p. 419, ha individuato nel regime della libera concorrenza un principio costituzionalmente garantito per la sua funzione di utilità sociale.

costituzione economica distinta da quella generale ma lo svolgimento dell'attività economica deve confrontarsi e rispettare quei valori e interessi, quali la dignità della persona, la salute, e l'ambiente, la cui realizzazione non può trovare fondamento nei principi e nelle regole di mercato e quindi le norme sulla tutela della concorrenza, se ricondotte all'utilità sociale diventano da una parte un limite alla libertà economica del singolo, ma dall'altra vengono sottoposte ad un controllo di costituzionalità, a cui altrimenti sfuggirebbero, controllo che vede come parametro della loro legittimità costituzionale lo stesso principio di utilità sociale⁴³².

In conclusione, le argomentazioni volte ad individuare nell'utilità sociale di cui al co. 2° dell'art. 41 Cost. il fondamento costituzionale della legge antitrust sembrano convenienti al fine di indicare una norma costituzionale di riferimento a cui la legge per la tutela della concorrenza deve essere confrontata durante l'eventuale sindacato di costituzionalità, considerando la capacità della stessa normativa di incidere sull'attività del singolo imprenditore, la cui libertà di iniziativa economica non può

⁴³² Cfr. sul punto la sentenza della Corte Cost., n. 439/91, in *Giur. cost.*, 1991, p. 3679 ss. Sulla decisione richiamata si rinvia alle notazioni di Niccolai S., *Mercato come valore o mercato come regola? Osservazioni minime su un tema importante*. Per una lettura marcatamente critica della pronuncia si veda Niro R., *Profili costituzionali della disciplina antitrust, cit.*, p. 128-30. Sostanzialmente conforme alla suindicata sentenza è anche la decisione 362/98 (*ivi*, 1998, p. 3189 ss), nella quale, in particolare, la Corte sembra individuare il limite dell'utilità sociale nelle regole economiche della concorrenza, che varrebbero da sole "ad orientare l'imprenditore verso l'impiego di mezzi tecnici e di personale più confacente alla propria posizione di mercato e alle aspettative dei consumatori". Censura tale lettura "liberistica" del testo costituzionale Salmoni F., *Quando la concorrenza diventa il limite della libertà d'impresa. Riflessioni a partire da una sentenza della Corte costituzionale*, in *Foro it.*, 2000, I, 1, p. 411 ss. L'A. rileva come con tale decisione la Corte abbia finito per identificare il limite dell'utilità sociale esclusivamente con le regole della concorrenza, con la conseguenza di aver considerato l'utilità sociale sinonimo di utilità economica e di aver tramite essa fornito fondamento costituzionale alla libera concorrenza (ed alle sue regole non scritte) intesa nella sua accezione oggettivo-strutturale. Concludendo l'A. osserva come "porre il fondamento costituzionale della libera concorrenza nel co. 2° dell'art. 41 Cost., quindi equivarrebbe a pietrificare il libero mercato e le regole che ne garantiscono il funzionamento, in contrasto con i principi e i valori dello Stato sociale tutelati e garantiti Costituzione sin dalla prima ora". A parere di chi scrive, se sembra condivisibile la censura nella parte relativa all'inaccettabilità di una lettura che esaurisca l'utilità sociale nelle regole economiche della concorrenza e che consideri di per sé la libera concorrenza come soddisfattiva dell'utilità sociale, non pare, viceversa, suscettibile di adesione il rilievo relativo all'inopportunità, comunque, di individuare il fondamento della libertà di concorrenza nel co. 2° dell'art. 41 Cost: come già osservato nel testo, il vero nodo della questione è la nozione di utilità sociale che si accoglie.

essere limitata se non in considerazione di interessi superindividuali.

Ricondurre, quindi, la legge 287/90 alla libertà di cui al co. 1° dell'art. 41 Cost., non sembra soddisfare pienamente l'esigenza di una valutazione degli interessi superindividuali, in quanto quel richiamo, ponendo l'accento soprattutto sugli aspetti di libertà che indubbiamente sono contenuti nella legge, finisce per far perdere di vista la titolarità e la qualità degli interessi a cui dovrebbe ispirarsi il sindacato di ragionevolezza, essendo ormai chiaro che la disciplina contenuta nella legge antitrust, con le sue limitazioni allo svolgersi dell'attività imprenditoriale, può essere sottoposta al sindacato di costituzionalità avente come parametro gli interessi espressi dall'utilità sociale che trascendono le esigenze del singolo imprenditore⁴³³.

4. L'AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO (AGCM): AUTORITÀ GIURISDIZIONALE O AMMINISTRATIVA?

Dopo aver analizzato sia pure sommariamente la questione concernente il fondamento costituzionale garantito al valore della concorrenza, occorre iniziare una nuova indagine che esamini sia la normativa specificamente dettata per la concorrenza, riferendosi in tal senso alla c.d. legislazione antitrust, sia agli organi (le c.d. Autorità indipendenti) deputati a vigilare ed eventualmente a sanzionare i

⁴³³ Cfr. Piccioli P., *Contributo all'individuazione del fondamento costituzionale della normativa a tutela della concorrenza*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1996, p. 35 ss.

comportamenti sleali e pregiudizievoli al funzionamento democratico del mercato⁴³⁴.

La diffusione delle autorità amministrative indipendenti nell'ordinamento rappresenta un fenomeno consolidato⁴³⁵, anche se molti dubbi vengono oggi avanzati non solo sulla loro legittimazione, ma più ancora sull'effettiva capacità di regolare i settori a cui sono preposti⁴³⁶. L'Autorità garante della concorrenza e del mercato

⁴³⁴ A questo proposito, si è già visto in un'altra sede del presente lavoro, nei termini più generali "mercato" è qualsiasi ambito entro il quale si realizza l'incontro tra domanda ed offerta di beni e servizi e lo scambio di essi attraverso il meccanismo del prezzo, determinato appunto da tale incontro: gli operatori decidono in autonomia e singolarmente i propri comportamenti, in particolare i prezzi e le quantità di vendita e di acquisto, tale per cui la *performance* complessiva del mercato, in termini di prezzi e quantità globali, è la risultante delle innumerevoli decisioni decentrate assunte dagli attori che vi operano e delle loro interazioni. Il termine "concorrenza", può assumere due significati ed entrambi presuppongono la nozione di mercato enunciata: di essi uno è riferito alla condotta delle imprese, l'altro a una particolare conformazione strutturale del mercato. La prima accezione è quella che richiama la rivalità, la competizione e la lotta tra le imprese, che attuano comportamenti indipendenti al fine di incrementare la propria posizione sul mercato, a scapito delle rivali. La seconda, invece, è costituita dalla situazione caratterizzata da un numero elevato di operatori sul mercato, ognuno dei quali offre una quota talmente ridotta del medesimo prodotto o servizio da non essere in grado di influenzare singolarmente il livello del prezzo a seguito di una variazione della quantità offerta. Per la polisemia del termine "mercato" si veda, in particolare, Ferrarese M. R., *Diritto e mercato*, Torino, 1992, p. 17 ss, che ordina la varietà di accezioni in quattro categorie: a) mercato come luogo; b) mercato come ideologia; c) mercato come paradigma di azione sociale; d) mercato come istituzione (p. 20); Libertini M., *Il mercato: i modelli di organizzazione*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubbl. ec.*, a cura di Galgano F. III, Padova, 1979, p. 361 ss, così riassume i caratteri del modello dell'economia di mercato: a) libero mercato dei fattori produttivi (materie prime, capitale e lavoro); b) libertà di iniziativa economica privata; c) organizzazione dell'impresa privata secondo il principio della sovranità del capitale; d) libero gioco della concorrenza; e) sovranità del consumatore.

⁴³⁵ Per ulteriori approfondimenti si vedano tra gli altri: Clarich M., *Per uno studio sui poteri dell'autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Dir. Amm.*, 1993; *ID.*, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005; Perini A., *Autorità amministrative indipendenti e tutela giurisdizionale*, in *Dir. Amm.*, 1994; D'Alberti M., *Diritto amministrativo comparato*, Bologna, 1992; Teitgen Colly C., *Le instances de regulation et la Constitution*, in *Revue de droit public*, 1990, 1; Massera A., "Autonomie" e "indipendenza" nell'amministrazione dello Stato, in *Scritti in onore di M.S. Giannini*, Milano, 1988, III; Vesperini G., *Le funzioni delle autorità amministrative indipendenti*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1990; Schinaia M. E., *Le sanzioni amministrative: la giurisprudenza del TAR del Lazio*, in *Aa. V.V., Antitrust: le sanzioni*, Milano, 1996; Malinconico C., *Le funzioni amministrative delle autorità indipendenti*, in *Cassese S., Franchini C., I garanti delle regole*, Bologna, 1996; Gambardella F., *Autorità indipendenti, semi-indipendenti e garanzie del contraddittorio*, in *Foro amm. CDS 2006*, p. 11; Aprile F., *Tendenze recenti della giurisprudenza amministrativa in materia di antitrust*, in *Annali Genova 2002*, p. 3039 ss; Ramajoli M., *La tutela degli utenti nei servizi pubblici a carattere imprenditoriale*, in *Dir. amm.*, 2000, p. 383 ss; Police A., *Tutela della concorrenza e pubblici poteri. Profili di diritto amministrativo nella disciplina antitrust*, Torino, 2007; Scoca F. G., Degni F., *Autorità amministrative indipendenti e sindacato giurisdizionale: il complesso rapporto tra esercizio del potere ed effettività della tutela*, in *Authorities*, a cura di Paganetto L., Roma, 2007, p. 25 ss; Cintio F., Donati F., (a cura di), *Recenti innovazioni in materia di sanzioni antitrust*, Torino, 2008; Longobardi N., *Le autorità amministrative indipendenti nel diritto globale*, in *Dir. e proc. amm.*, 2009, p. 871 ss; Aquilanti P., *Autorità garante della concorrenza e del mercato, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993, p. 837 ss; Franchini C., *Le Autorità amministrative indipendenti*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1988, p. 549 ss.

⁴³⁶ Si veda la recente discussione sul sito internet: www.astridonline.it con la relativa bibliografia di

(AGCM), in particolare, viene considerata come quella che rappresenta il prototipo della neutralità, con una forte indipendenza dal governo e dalle parti economiche, secondo quanto lapidariamente afferma l'art. 10, co 2°, della legge 10 ottobre 1990, n. 287, secondo cui “*l'autorità opera in piena autonomia e con indipendenza di giudizio e valutazione*”⁴³⁷.

La posizione di terzietà, neutralità e imparzialità rispetto agli interessi in gioco e i poteri di cui dispone l'Autorità hanno indotto parte della dottrina ad assimilare le funzioni della stessa a quelle dell'autorità giurisdizionale⁴³⁸. La linea di pensiero in parola prende le mosse dalla difficoltà, anche in chiave costituzionale, di conciliare, in una medesima figura amministrativa, i connotati dell'indipendenza e dell'autoritatività. Nel caso in questione, il connotato dell'indipendenza dell'Autorità dovrebbe far propendere per la sua riconducibilità nel novero dei soggetti che svolgono funzioni giurisdizionali, il cui statuto è sancito dall'art. 104 Cost., che, letto in concordanza con l'art. 101 Cost., dispone l'inaffidabilità dei magistrati, assicurando la loro soggezione solo alla legge e l'autonomia dell'organizzazione giurisdizionale nel suo complesso⁴³⁹.

riferimento.

⁴³⁷ Nell'ambito di uno studio sulle forme di tutela delle situazioni soggettive alternative alla giurisdizione, l'attenzione posta sull'Autorità garante della concorrenza e del mercato deve prendere le mosse dalle funzioni ad essa attribuite con successive modifiche normative. Alle originarie competenze in tema di intese, abuso di posizione dominante e concentrazione di imprese, assegnate originariamente dalla legge istitutiva n. 287 del 1990, si è poi aggiunta la competenza per le pratiche commerciali scorrette (art. 27 del d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 *Codice del consumo*, come modificato dal d.lgs. 2 agosto 2007, n. 146) e la repressione della pubblicità ingannevole (d.lgs. 2 agosto 2007, n. 145).

⁴³⁸ Cfr. per tutti Clarich M., *Per uno studio sui poteri dell'autorità garante della concorrenza e del mercato*, op. cit., p. 88; Marson P., *Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994, p. 274 ss.

⁴³⁹ Le disposizioni introduttive dell'art. 10 ex legge n. 287/1990, oltre a istituire l'Autorità come organo collegiale che opera in piena autonomia e con indipendenza di giudizio e di valutazione, ne determinano i requisiti soggettivi per le nomine dei suoi componenti e le condizioni di esercizio del loro mandato. Per quanto riguarda le procedura di nomina dei membri dell'Autorità, che è composta dal Presidente e da quattro membri effettivi, l'art. 10.2 prevede che questi debbano essere scelti tra persone di notoria indipendenza, per ribadire e rafforzare il tratto caratteristico dell'organo collegiale

In secondo luogo, sempre nell'ambito delle teorie che valorizzano il profilo paragiurisdizionale dell'Autorità, si è notato che essa non è titolare, se non marginalmente, di funzioni amministrative attive in senso proprio. Il nucleo caratterizzante le sue funzioni è, infatti, rappresentato dal potere di accertamento e di qualificazione di fatti, atti e comportamenti in termini di liceità o illiceità in relazione alla disciplina della concorrenza. Ad avviso della dottrina in esame, perciò, l'attività dell'Autorità sarebbe sostanzialmente assimilabile a quella del giudice, chiamato a qualificare e sussumere una fattispecie concreta in una astratta previsione normativa⁴⁴⁰.

che andranno a comporre. Inoltre, è previsto che la loro designazione, adottata d'intesa dai Presidenti delle Camere, avvenga con riferimento a individui in possesso di requisiti soggettivi atti a garantire l'efficiente esplicazione del loro mandato; si prevede infatti che il Presidente dell'Autorità abbia già ricoperto incarichi istituzionali di grande responsabilità e rilievo e che gli altri membri siano scelti tra soggetti che per i compiti svolti in precedenza (magistrati e professori universitari) o per la propria preparazione personale (personalità di alta e riconosciuta professionalità provenienti da settori economici) offrano adeguate garanzie di specifica ed elevata competenza. L'art. 10.3 si preoccupa poi di garantire l'autonomia dei membri dell'Autorità durante il periodo di esercizio del loro mandato e a questo scopo sancisce innanzitutto il divieto, sanzionato con la decadenza dall'incarico, di svolgere talune attività considerate incompatibili con i connotati di indipendenza e terzietà propri dell'ufficio ricoperto. A tale disposizione se ne aggiunge un'altra concernente l'attribuzione all'Autorità della potestà regolamentare in ordine all'approvazione delle norme concernenti la disciplina del contenuto e della struttura del bilancio di previsione e la regolamentazione dei criteri di gestione delle spese, e tale potestà può essere esercitata anche operando delle deroghe ai principi che regolano la tenuta della contabilità dello Stato.

⁴⁴⁰ Inoltre, coloro che sostengono la teoria della natura paragiurisdizionale non tralasciano di evidenziare il fatto che l'art. 15 della legge 287/90 conferisce all'Autorità poteri di diffida dell'eliminazione delle infrazioni e di comminazione di sanzioni amministrative pecuniarie fino al dieci per cento del fatturato di ciascuna impresa o ente nell'ultimo esercizio anteriore alla notificazione del provvedimento: ciò comporterebbe un'analogia tra funzioni dell'Autorità e quelle del giudice ordinario, il quale può ordinare l'inibitoria di alcuni comportamenti e condannare i soggetti al pagamento di sanzioni pecuniarie. Per tali ragioni si sostiene la natura paragiurisdizionale dell'Autorità Garante e la sua funzione di 'magistrato' della concorrenza. Questa interpretazione trae origine anche dal fatto che, a differenza di altre Autorità indipendenti, quella della concorrenza non è preposta al controllo di uno specifico settore di attività economica e nemmeno al perseguimento di un fine pubblico ulteriore rispetto a quello di carattere generale della tutela della concorrenza, in quanto anche i poteri ispettivi e istruttori di cui è titolare sono solo strumentali al perseguimento di tale scopo. Sarebbe, dunque, ravvisabile una sorta di analogia con l'attività svolta dal Consiglio di Stato e dalla Corte dei Conti, anche con riferimento alla funzione consultiva e di referto. Cfr. sul punto: Caianello V., *Il difficile equilibrio delle autorità indipendenti*, in *Il diritto dell'economia*, 1998, p. 258 e *Le autorità indipendenti tra potere politico e società civile*, in *Rassegna giuridica dell'energia elettrica*, 1997, p. 37; Clarich M., *Per uno studio sui poteri dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in Bassi F., Merusi F., (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Milano, 1993, p. 115 ss; Tesaurò G., *Esiste un ruolo paragiurisdizionale dell'Antitrust nella promozione della concorrenza?*, in Kostoris Padoa Schioppa F., (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon*

Complessivamente più persuasive sembrano le tesi che sostengono il carattere amministrativo delle funzioni attribuite all'Antitrust. In primo luogo, all'assimilazione dell'Antitrust con la magistratura osta, anzitutto, il principio del divieto d'istituzione di giudici speciali, e la necessità che ogni provvedimento avente (almeno) forma amministrativa debba essere assoggettato alla verifica di legittimità di cui agli artt. 24 e 113 Cost⁴⁴¹. In secondo luogo, la qualificazione amministrativa dell'Autorità deriverebbe dalla natura discrezionale, sia amministrativa che tecnica, della sua attività. Si pensi alla valutazione circa l'apertura di un'istruttoria, all'inserimento di un parametro nella ponderazione della gravità dell'infrazione, alla determinazione del *quantum* di una sanzione⁴⁴². Una parte della dottrina⁴⁴³ a tal proposito, eccepisce che l'Autorità sia priva di discrezionalità amministrativa, perché la sua attività di controllo verrebbe orientata dalla legge, senza lasciare margini a valutazione di tipo non tecnico.

funzionamento dei mercati, Milano, 2002, p. 169.

⁴⁴¹ Si vedano per tutti: Perini A., *Autorità amministrative indipendenti e tutela giurisdizionale*, cit., p. 78; Massera A., "Autonomie" e "indipendenza" nell'amministrazione dello Stato, cit., p. 449; Gambardella F., *Autorità indipendenti, semi-indipendenti e garanzie del contraddittorio*, cit., p. 3154; Ramajoli M., *Attività amministrativa e disciplina antitrust*, Milano, 1998, p. 423.

⁴⁴² Invero, la possibilità che l'Autorità apra o meno un'istruttoria configura una piena discrezionalità amministrativa circa l'*an*, valutando in maniera comparativa gli interessi pubblici e privati in gioco. La conferma di questa ipotesi si rinviene anche nell'art. 4 della legge 287/90, secondo il quale l'Autorità può autorizzare, in deroga, intese che di per sé sarebbero nulle, quando esse possano procurare un sostanziale beneficio per i consumatori e assicurare alle imprese la necessaria concorrenzialità sul piano internazionale. In questo caso, il potere derogatorio concesso all'Autorità comporta necessariamente una valutazione discrezionale. Verso la medesima considerazione induce la verifica dei poteri di controllo sulle operazioni di concentrazione, così come disciplinati dall'art. 6 della legge 287/90. Anche in tale sede, l'Autorità Antitrust autorizza o meno l'operazione sulla base di valutazioni discrezionali, seppure prevalentemente di natura tecnica ed economica, relative cioè alla scelta dei consumatori e degli utilizzatori, alla posizione delle imprese nel mercato e al loro accesso alle fonti di approvvigionamento o agli sbocchi sul mercato. Cfr. sul punto Pajno A., *Il giudice delle Autorità amministrative indipendenti*, in *L'evoluzione della giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo*, Atti del XLIX Convegno di Studi di scienza dell'Amministrazione, Milano, 2004, p. 341 ss; Verde G., *Autorità amministrative indipendenti e tutela giurisdizionale*, in *Dir. proc. amm.*, 1998, p. 739 ss; Villata R., *Giurisdizione esclusiva e amministrazioni indipendenti*, in *Dir. proc. amm.*, 2002, p. 792 ss.

⁴⁴³ Cfr. sul punto: Vesperini G., *Le funzioni delle autorità amministrative indipendenti*, op. cit., p. 415; Police A., *Tutela della concorrenza e pubblici poteri. Profili di diritto amministrativo nella disciplina antitrust*, p. 127 ss; Malinconico C., *Le funzioni amministrative delle autorità indipendenti*, op. cit., p. 42; Aprile F., *Tendenze recenti della giurisprudenza amministrativa in materia di antitrust*, cit., p. 3039 ss.

I poteri inquisitori previsti dal regolamento di procedura 217/1998, sia in tema di accesso (per le imprese sottoposte a indagine, ma anche per i controinteressati) sia in tema di possibilità e tempistiche defensionali, costituiscono un'ulteriore conferma di tale tesi. Ed a ciò si aggiunga che l'Antitrust può attivarsi d'ufficio nell'ambito della tutela della concorrenza.

Neppure decisivo appare l'argomento secondo cui la natura giurisdizionale si desumerebbe dalle rigide garanzie procedimentali, perché anche il procedimento amministrativo garantisce oggi più di prima una regolazione che propende verso il giusto procedimento⁴⁴⁴. Sotto un diverso profilo, non va trascurata la circostanza che l'Autorità opera una valutazione dei fatti per la tutela di un interesse di carattere pubblico generale, la tutela della concorrenza appunto, mentre il giudice ordinario svolge il contemperamento di interessi strettamente privati⁴⁴⁵.

La preponderante natura amministrativa dell'Autorità viene messa recentemente in discussione per l'attribuzione ad essa di nuove funzioni⁴⁴⁶. Tra il 2006 ed il 2008 sono state attribuite all'Antitrust nuovi compiti o poteri: la competenza ad adottare provvedimenti cautelari (art. 14 *bis*, l. 287/90, inserito dall'art. 14 del d.l. 4 luglio

⁴⁴⁴ Cfr. per tutti Marengi E. M., *Procedimenti e processualprocedimento*, Padova, 2009, *passim*.

⁴⁴⁵ È bene considerare che un ulteriore elemento che suffraga confermando la natura amministrativa è dato dall'analogia con l'assetto comunitario, con l'Antitrust nelle vesti (amministrative) della Commissione mentre il TAR e il Consiglio di Stato in quelle (giurisdizionali) del Tribunale di primo grado e della Corte di Giustizia, a differenza del modello inglese e francese, che, in linea di massima, prevedono un'osmosi tra momenti amministrativi e momenti giurisdizionali. A livello comunitario, l'attribuzione al Tribunale di primo grado di funzioni giurisdizionali nei confronti delle decisioni della Commissione in materia di antitrust conferma l'intenzione di distinguere tra amministrazione e giurisdizione. Anche sulla base di tali rilievi, ad avviso di parte della dottrina, si dovrebbe concludere per la chiara distinzione dell'Antitrust dal giudice. Cfr. sul punto: Osti C., *Un giudice a Berlino: equità ed efficienza nel riesame giudiziale dei provvedimenti dell'Autorità della concorrenza*, in *Giur. Comm.*, 2008, 5, p. 873 ss, richiamando la sentenza n. 926 del 2004 della Sez. VI del Consiglio di Stato. Sul punto, si veda inoltre Donati F., *Le autorità indipendenti tra diritto comunitario e diritto interno*, in *Il diritto dell'Unione europea*, 2006, p. 27 ss.

⁴⁴⁶ Cfr per tutti PoliceA., *I "nuovi" poteri dell'Autorità garante della concorrenza e le prospettive in termini di tutela giurisdizionale*, in Aa.Vv., *Recenti innovazioni in materia di sanzioni antitrust*, Milano, 2008, p. 113 ss.

2006, n. 223)⁴⁴⁷; la possibilità di accettare impegni delle imprese al fine di far cessare i profili anticoncorrenziali oggetto dell'istruttoria (art. 14 *ter*, inserito dall'art. 14 del d.l. 4 luglio 2006, n. 223); la competenza per le pratiche commerciali scorrette (art. 27 del d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 *Codice del consumo*, come modificato dal d.lgs. 2 agosto 2007, n. 146); la repressione della pubblicità ingannevole (d.lgs. 2 agosto 2007, n. 145); esprimere pareri ai sensi dell'art. 23 *bis* del d.l. n. 112/2008, convertito in legge n. 133/2008 sui servizi pubblici locali.

La quantità e la qualità delle nuove funzioni attribuite all'Antitrust induce ad un riesame delle considerazioni appena fatte circa la natura giuridica dell'Autorità.

Invero, anche se qualche dubbio potrebbe avanzarsi nei casi di pubblicità ingannevole e pratiche commerciali scorrette, la natura amministrativa dell'Autorità appare confermata nella maggior parte dei casi.

Cominciando dalle misure cautelari *ex art. 14 bis*, esse sembrerebbero rappresentare una funzione tipica delle procedure giurisdizionali, ma, invero, l'efficacia e l'esecutività del provvedimento possono essere sospesi dalla stessa Autorità che ha emanato l'atto (art. 21 *quater*, l. 241/90), riportando così il potere cautelare nell'ambito della funzione amministrativa⁴⁴⁸.

Quanto alla conclusione di procedimenti con impegni invece che con un provvedimento, si realizza un'ipotesi assimilabile agli accordi previsti in generale dall'art. 11 della legge 241/90. È vero che per mezzo di tale strumento –

⁴⁴⁷ Si vedano per approfondimenti: Faella G., *Il potere cautelare dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 244; Libertini M., *Le misure cautelari amministrative nella disciplina antitrust*, in *Riv. dir. ind.*, 2008, p. 5.

⁴⁴⁸ D'altronde non è un caso se l'Autorità ha adoperato con estrema parsimonia tale potere, peraltro affermando in linea di massima d'intervenire nell'interesse pubblico al buon funzionamento del mercato e per la tutela dei consumatori, piuttosto che per rispondere ad istanze dei concorrenti. Sul punto si veda Libertini M., *Le misure cautelari amministrative nella disciplina antitrust*, *cit.*, p. 5 ss. Ad esempio, si segnalano Provvedimento AGCM del 15 giugno 2005, caso A364 Merck – principi attivi, prima dell'entrata in vigore dell'art. 14 *bis* della l. 287/90; TAR Lazio, 14 settembre 2007, n. 8952, in *Rass. dir. farmaceutico*, 2008, p. 66, sugli obblighi di contraddittorio nelle misure cautelari.

considerando in particolare la necessità imprescindibile del *market test*, cioè della consultazione dei concorrenti prima della decisione di accoglimento, ai fini della valutazione completa degli impegni offerti dall'impresa oggetto di indagine – l'Antitrust si pone sempre più spesso nelle vesti di un conciliatore o di un arbitratore. Ed è anche vero che, proprio la possibilità di chiudere il procedimento con impegni, induce talora l'Antitrust ad aprire indagini volte ad aiutare delle parti in conflitto a trovare soluzioni conformi al diritto della concorrenza⁴⁴⁹. Insomma anche da questo punto di vista, è innegabile che, per mezzo degli impegni, l'Antitrust ha una maggiore attitudine a risolvere conflitti tra privati, perché con gli impegni è possibile indurre le imprese che hanno tenuto comportamenti discutibili sotto il profilo antitrust a porre in essere misure favorevoli alle loro controparti di mercato, siano esse concorrenti o consumatori. E ciò in misura molto maggiore di quanto non accadeva attraverso gli strumenti pubblicistici tradizionali dell'inibitoria e della sanzione pecuniaria per le infrazioni gravi⁴⁵⁰.

⁴⁴⁹ Cfr. per tutti Ramajoli M., *La tutela degli utenti nei servi pubblici a carattere imprenditoriale*, in *Dir. amm.*, 2000, p. 383 ss. In merito alla conciliazione, si veda, ad esempio il Provvedimento AGCM del 24 maggio 2007, caso A357 Tele2/Tim-Vodafone – Wind; e il Provvedimento AGCM del 3 agosto 2007, caso A357 Tele2/Tim.Vodafone-Wind di chiusura dell'istruttoria (stralcio relativo all'istituto degli impegni).

⁴⁵⁰ Tuttavia, rimane il fatto che lo strumento "privatistico" degli impegni è compatibile con l'esercizio di funzioni pubbliche, come istituzionalizzato nella legge 241/1990 sempre al fine di garantire comunque l'interesse pubblico, dovendo, nel caso in questione, essere in grado di rispondere pienamente alle preoccupazioni concorrenziali avanzate nel provvedimento di avvio del procedimento, come più volte ribadito anche dalla giurisprudenza comunitaria. Con l'introduzione degli impegni assunti dall'impresa oggetto d'indagine, la discrezionalità dell'Autorità appare rafforzata, poiché essa decide discrezionalmente: se iniziare o meno un procedimento, come gestirlo dal punto di vista istruttorio, se chiuderlo con impegni o con provvedimento di accertamento positivo o negativo. È vero che nel diritto comunitario si è spesso richiamata la necessità di far sì che gli impegni siano precisamente speculari alle preoccupazioni manifestate dall'Antitrust (o dalla Commissione) nel provvedimento di avvio e si è anche fornito alle Autorità un indirizzo su quali casi chiudere con impegni e quali no, escludendo in particolare quelli nei quali è potenzialmente applicabile la sanzione pecuniaria. Però, nella prassi (come peraltro nella stessa logica dell'istituto), l'atipicità è un carattere fondamentale. Ne discende maggiore discrezionalità dell'Antitrust che valuterà, ponderando interessi, un'offerta di impegni da parte dell'impresa oggetto di indagine, che è necessariamente atipica. L'introduzione della decisione con impegni sembra aumentare i profili discrezionali dell'attività dell'Antitrust, che può valutare se intervenire ed in che forme, nonché come concludere il procedimento, in forme pubblicistiche o (para) privatistiche. Per approfondimenti si

Qualche dubbio sulla natura paragiurisdizionale permane in ordine alle nuove funzioni connesse alla pubblicità ingannevole ed alle pratiche commerciali scorrette⁴⁵¹, poiché in questi ambiti si assiste ad una considerevole riduzione dei margini di discrezionalità dell'Antitrust rispetto all'*enforcement* del diritto della concorrenza. Addirittura nell'ambito della pubblicità ingannevole non è possibile agire d'ufficio, mentre nell'ambito delle pratiche commerciali scorrette l'Antitrust, pur potendo attivarsi d'ufficio, non sembra godere di significativa discrezionalità nella decisione di aprire o meno una istruttoria in presenza di tal genere di pratiche, la cui tipizzazione è peraltro molto maggiore rispetto agli illeciti antitrust. L'Autorità, inoltre, pur potendo chiudere il procedimento con impegni, sembra condizionata da norme che disegnano per tale esito dei sentieri molto più stretti e tipici di quanto non accada nel caso del diritto della concorrenza (si apprezzi la maggiore tipizzazione dell'art. 27, co. 7°, del Codice del Consumo, la norma che consente la chiusura con impegni delle procedure in tema di pratiche commerciali, rispetto all'art. 14 *ter* della legge 287/1990).

Le modifiche intervenute nelle competenze dell'Autorità portano, perciò, a concludere che sia inadeguato individuare la natura soggettiva (paragiurisdizionale o amministrativa) dell'Autorità, quando nelle singole materie in cui ha competenza esercita poteri differenti, secondo quanto previsto dalla legge, configurandosi qualche profilo di giustiziabilità nel caso di pubblicità ingannevole e pratiche

vedano: Causa T-24/90, *Automec c. Commissione*, in *Raccolta*, 1992, II-2223, punto 77, sulla discrezionalità della Commissione; causa T-204-03, *Haladjian Frères c. Commissione*, n.a.p., punti 27 ss, nonché il noto caso *Alrosa*.

⁴⁵¹ Cfr. sul punto: Clarich M., *Garanzia del contraddittorio nel procedimento*, in *Dir. amm.*, 2004, p. 59 ss; Meli V., *I rimedi per la violazione del divieto di pubblicità ingannevole*, in *Riv. dir. ind.*, 2000, I, p. 5; Casaburi G., *La tutela civilistica del consumatore avverso la pubblicità ingannevole dal d.lg. n. 74 del 1992 al Codice del consumo*, in *Giur. Merito*, 2006, p. 622.

commerciali scorrette⁴⁵².

Il dibattito sulla natura giuridica dell’Autorità ovviamente non è fine a se stesso, ma contiene implicazioni quanto all’esercizio delle funzioni ad essa attribuite. La questione più significativa riguarda il rapporto tra accertamento compiuto dall’Autorità e poteri del giudice a cui viene proposto il ricorso avverso l’atto adottato dall’Autorità antitrust⁴⁵³.

La discussione sulla pienezza del sindacato giurisdizionale potrebbe anche ignorare il dibattito sulla natura paragiurisdizionale o amministrativa delle funzioni o

⁴⁵² Secondo Morbidelli G., *Sul regime amministrativo delle autorità indipendenti*, in *Scritti di diritto pubblico dell'economia*, Torino, 2001 p. 168, “è fuori di dubbio che esse debbano essere considerate amministrazioni. Se non altro per la semplice ragione che, stante l'impossibilità di definire l'attività amministrativa (e dunque di identificare le amministrazioni) attraverso un criterio contenutistico, giacché una caratterizzazione oggettiva della funzione amministrativa non esiste, non resta che definirla - secondo il noto schema risalente a Laband - attraverso un criterio residuale: è attività amministrativa tutto ciò che non è di competenza né dei giudici né delle Camere, e può consistere anche in atti normativi (regolamenti) o in attività decisorie, come ad es. la decisione dei ricorsi gerarchici o dei ricorsi straordinari al Capo dello Stato. Sotto taluni profili [...] le funzioni delle autorità sono assimilabili a quelle giurisdizionali. Tale assimilazione giunge al più a qualificarle come quasi giurisdizionali, ma appunto quasi, e dunque sempre amministrative”. Nello stesso senso Garofoli R., *Procedimento, accesso e autorità indipendenti*, in *Foro amm.*, 1998, p. 3335 ss; Clarich M., *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005, p. 152. Ne deriva pertanto che, anche chi sostiene la tesi della paragiurisdizionalità ammette che tale dimensione “va riconosciuta, più che all'organo in quanto tale, ad alcune delle funzioni (non tutte) attribuite alle autorità indipendenti, funzioni che ben potrebbero essere esercitate [...] da organi giurisdizionali”. Il carattere paragiurisdizionale può soltanto stare ad indicare “un modo d'esercizio di funzioni le quali restano sostanzialmente amministrative”, tenuto conto che “per lo svolgimento di tali funzioni, le autorità adottano procedimenti sì di tipo processuale, basati su di un ampio contraddittorio, ma non giurisdizionali. Cfr. sul punto Malinconico C., *Le funzioni amministrative delle autorità indipendenti*, cit., p. 46; Gambardella F., *Autorità indipendenti, semi-indipendenti e garanzie del contraddittorio*. in *Foro amm. CDS*, 2006, 11, p. 3152; D'Aliberti M., *Autorità indipendenti e l'economia*, Bologna, 2010, p. 6-7.

⁴⁵³ La tesi della paragiurisdizionalità induce a ritenere che la successiva verifica giudiziale dei provvedimenti dell’Autorità non possa giungere ad uno scrutinio integrale del fatto, quanto invece sia limitato a verificare il modo in cui l’Autorità abbia esercitato la sua discrezionalità tecnica; ove, invece, prevalga l’ipotesi di un’Autorità con funzioni amministrative, l’esame della fattispecie da parte del giudice si estenderebbe a tutti i classici vizi relativi al potere discrezionale. Cfr. sul punto Clarich M., *Per uno studio sui poteri dell'autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Dir. amm.* 1993, p. 91. Invero, nessuna norma di diritto positivo limita lo scrutinio del TAR e del Consiglio di Stato, a prescindere da quale sia la natura della funzione svolta dall’Antitrust, cosicché l’eventuale affermazione della natura paragiurisdizionale non impedirebbe al giudice di compiere *ex novo* la valutazione già effettuata dall’Autorità. Si vedano altresì: Tra gli altri: Bariatti S., Perfetti L., *Prime osservazioni sulle previsioni del “Libro Bianco in materia di azioni per il risarcimento del danno per violazione delle norme antitrust” della Commissione e del Codice del Consumo quanto alle relazioni tra procedimenti antitrust e giurisdizione*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2008, p. 1151; Schinaia M. E., *Il controllo giurisdizionale sulle autorità amministrative indipendenti*, in *Foro amm. CDS*, 2003, p. 3160.

di talune funzioni dell'Autorità antitrust⁴⁵⁴, salvo che si voglia collegare la discrezionalità pura alla natura amministrativa e la discrezionalità tecnica alla natura paragiurisdizionale. Invero, le modalità del controllo giurisdizionale non possono prescindere dalla natura del potere esercitato dall'Autorità, accertando se sussista o meno discrezionalità e se questa abbia natura amministrativa o tecnica.

Ora, la questione va affrontata alla luce di quanto finora affermato in relazione alla differenziazione funzionale delle attività compiute dall'Autorità antitrust, cosicché si può affermare che sussistono vari tipi e misure di discrezionalità nelle diverse funzioni attribuite all'Autorità antitrust.

La ricostruzione della vicenda fatta dalla dottrina⁴⁵⁵ segnala un'evoluzione della giurisprudenza, che prende le mosse dalla sola verifica della logicità e congruenza del provvedimento adottato dall'autorità senza la possibilità di valutazioni di merito⁴⁵⁶ passando poi ad ammettere la sindacabilità delle valutazioni tecniche compiute dall'autorità⁴⁵⁷, fino a giungere ad affermare che tale sindacabilità attiene sia alle scelte tecniche compiute sia alla corretta interpretazione dei concetti giuridici indeterminati⁴⁵⁸.

Questo orientamento viene ribadito ed ulteriormente affinato nella più recente

⁴⁵⁴ In tal senso Osti C., *Un giudice a Berlino: equità ed efficienza nel riesame giudiziale dei provvedimenti dell'Autorità della concorrenza*, cit., p. 873 ss.

⁴⁵⁵ Cfr. per tutti: Osti C., *ult. op. cit.*, p. 833 ss; Scoca F. G., *Giudice amministrativo ed esigenze del mercato*, in *Dir. Amm.*, 2008, p. 257 ss.

⁴⁵⁶ Cfr. Cons. Stato 18 giugno 2002, n. 5156, in *Foro it.*, 2003, III, p. 3 ss.

⁴⁵⁷ Nel noto caso *Buoni pasto Consip*, deciso con sentenza Consiglio di Stato, sez. VI, 2 marzo 2004, n. 926 in *Foro it.*, 2005, III, 6, si afferma che “il sindacato sulle sanzioni pecuniarie irrogate dall'Autorità è pieno e può giungere fino alla sostituzione della sanzione irrogata dall'Autorità anche attraverso un accertamento della congruità della sanzione, tenuto conto della compatibilità con i principi della legge n. 287 del 1990 dell'art. 23 della legge n. 689 del 1981”.

⁴⁵⁸ Secondo Consiglio di Stato, Sez. VI, 8 febbraio 2007, n. 515 (in *Giur. amm.*, 2007, I, p. 186) “il giudice amministrativo può sindacare senza alcun limite tutte le valutazioni tecniche, il sindacato è pieno e particolarmente penetrante e si estende sino al controllo dell'analisi economica o di altro tipo compiuta dall'Autorità, potendo il giudice amministrativo sia rivalutare le scelte tecniche compiute da questa sia applicare la corretta interpretazione dei concetti giuridici indeterminati alla fattispecie concreta in esame”.

giurisprudenza. Invero, la maggiore difficoltà dell'accertamento giudiziale riguarda proprio il contenuto da attribuire a concetti giuridici indeterminati, che caratterizzano la disciplina antitrust. Come è noto, tali concetti richiedono all'interprete l'identificazione di un fatto alla luce di un concetto giuridico, il cui contenuto viene sostanzialmente definito dallo stesso interprete. E' ovvio che, in questo caso, la reiterazione del giudizio compiuto dall'Autorità da parte del giudice comporta l'integrale rinnovamento della valutazione, avvicinando l'interprete giudiziale ad un soggetto di amministrazione attiva.

In questo contesto, il Consiglio di Stato⁴⁵⁹ inserisce, di recente, un ulteriore elemento di valutazione della decisione assunta dall'Autorità. Nei procedimenti antitrust i concetti giuridici indeterminati (come, ad es., mercato rilevante) si concretizzano nella singola fattispecie attraverso l'applicazione di leggi economiche e di massime di esperienza secondo un giudizio ampiamente valutativo dell'Autorità. Perciò, la legittimità delle valutazioni compiute da quest'ultima non sempre può essere sindacata attraverso gli ordinari criteri di giudizio sulla discrezionalità (motivazione, logicità, proporzionalità ecc.) ed è per questo che deve valutarsi la "congruenza narrativa" della ricostruzione storica dei fatti compiuta dall'Autorità, anche attraverso il collegamento tra plurimi indizi concordanti, che possano ricostruire in maniera accettabile la storia sottoposta a giudizio.

⁴⁵⁹ Così le sentenze gemelle Consiglio Stato sez. VI, 25 marzo 2009, n. 1794 (Soc. Ataf c. Autorità garante concorrenza e mercato e altro) in *Foro amm.* CDS, 2009, p. 843 e Consiglio Stato sez. VI, 9 aprile 2009, n. 2201 (Trambus s.p.a. c. Autorità garante concorrenza e mercato e altro) in *Foro amm.* CDS, 2009, p. 1012, ove si afferma che "nell'ambito dei procedimenti *antitrust*, dove vengono in gioco leggi economiche, ed anche massime di esperienza, il criterio guida per prestare il consenso all'ipotesi ricostruttiva formulata dall'Autorità è quello della cd. congruenza narrativa, in virtù del quale l'ipotesi sorretta da plurimi indizi concordanti può essere fatta propria nella decisione giudiziale quando sia l'unica a dare un senso accettabile alla "storia" che si propone per la ricostruzione della intesa illecita".

4.1 Segue L'AGCM ED IL PROCEDIMENTO PREVISTO IN MATERIA DI CONCENTRAZIONI SOCIETARIE

Gli artt. da 16 a 19 della legge 287/90 stabiliscono le linee generali della disciplina procedurale del controllo delle concentrazioni da parte dell'Autorità garante e si ricollegano al modello adottato da parte della normativa comunitaria, la quale si rifà a sua volta allo schema logico seguito dalla legislazioni europee che prevede un controllo preventivo da parte della pubblica autorità anche in seguito a notifica, il divieto dell'operazione ritenuta suscettibile di pregiudicare la concorrenza e l'applicazione di sanzioni e di misure volte a eliminare la concentrazione anticoncorrenziale⁴⁶⁰.

Tali norme non esauriscono però il campo delle disposizioni applicabili ai profili procedurali in materia di controllo delle concentrazioni, ma devono essere integrate da un lato, dalle previsioni di cui alla legge 241/1990, e dall'altro, dall'art. 25 della stessa legge 287 relativo ai poteri del Governo in materia di operazioni di concentrazione⁴⁶¹ e dall'art. 33 relativo alla competenza giurisdizionale.

⁴⁶⁰ Cfr. in dottrina: Saja F., *L'autorità garante della concorrenza e del mercato: prime esperienze e prospettive di applicazione della legge*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1991, I, p. 455; Donativi V., *Introduzione della disciplina antitrust nel sistema legislativo italiano*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1990; Rossi F., *Control of concentrations: the wake of the EEC regulation and the debate in Italy*, *Fordham Corporation, L. Inst.*, 1988, 28/1-28/15; Moavero Milanese E., *Concorrenza e concentrazioni fra imprese*, in *Riv. società*, 1988, p. 499.

⁴⁶¹ Con questa disposizione si è data una soluzione alla dibattuta questione del rapporto tra Autorità antitrust e Governo in materia di controllo delle concentrazioni. L'art. 25.1 disciplina l'unica ipotesi in cui un'operazione di concentrazione vietata ai sensi dell'art. 6 può essere autorizzata dall'Autorità: essa prevede infatti che il Consiglio dei Ministri determini in via preventiva i criteri sulla base dei quali l'Autorità può eccezionalmente autorizzare, per rilevanti interessi generali dell'economia nazionale nell'ambito dell'integrazione europea, operazioni di concentrazione altrimenti vietate. Qualora l'Autorità faccia uso di questo potere, deve in ogni caso prescrivere le misure necessarie affinché si possano ristabilire condizioni di piena concorrenza entro un termine prefissato. L'art. 25.2

Inoltre, la disciplina procedimentale dettata dalla legge 287 si è arricchita per effetto del formulario per la comunicazione di un'operazione di concentrazione del 1991, che fornisce istruzioni relative alla formulazione e alla presentazione della comunicazione e del D.P.R. 461 del 1991, recante il regolamento per stabilire le procedure istruttorie in materia di controllo delle concentrazioni.

L'art. 16 regola, oltre alla comunicazione delle concentrazioni, l'avvio dell'istruttoria da parte dell'Autorità, l'eventuale archiviazione e il termine entro il quale deve concludersi l'istruttoria medesima. Dal co. 1° emerge il carattere obbligatorio della comunicazione preventiva delle operazioni di concentrazione che superino la soglia dimensionale da esso indicata. La norma si distacca così da quanto è disposto in materia di intese, per le quali la comunicazione costituisce una facoltà, oltre che un onere, al cui adempimento è subordinato il conseguimento di un provvedimento favorevole assimilabile ad un ipotesi di silenzio-assenso.

La *ratio* di questo trattamento più rigoroso, riservato alle operazioni di concentrazione, sia in ambito nazionale che comunitario, deve essere individuata in due diversi obiettivi: da un lato, l'intenzione di conseguire una maggiore trasparenza

conferisce invece all'Esecutivo il potere di reagire a discriminazioni subite da imprese ed enti italiani ad opera di paesi stranieri nei quali le imprese stesse non vengono tutelate da una efficace protezione del meccanismo concorrenziale. In questi casi il Presidente del Consiglio dei Ministri, a seguito di specifica delibera del Consiglio, può vietare, per ragioni essenziali di economia nazionale, operazioni di concentrazione che abbiano per protagoniste imprese o enti di tali paesi, indipendentemente dal fatto che l'operazione ricada nel divieto di cui all'art. 6. La norma subordina l'esercizio del potere di divieto alla sussistenza di due condizioni: l'assenza, nel paese cui appartiene l'impresa colpita dal divieto, di una normativa antitrust o l'adozione, da parte delle autorità di tale paese, di misure discriminatorie a danno di imprese italiane e, nel contempo, la presenza delle ragioni essenziali di economia nazionale. Inoltre, l'ambito applicativo della disposizione è limitato ai paesi non facenti parte dell'Unione europea, poiché l'applicazione di essa nei confronti delle imprese degli Stati membri, finirebbe per contrastare con le finalità istituzionali della Comunità, ed in particolare con l'instaurazione del mercato unico, in quanto si avrebbe una violazione dei fondamentali principi della libertà di stabilimento, di libera circolazione dei servizi e del divieto di discriminazioni effettuate sulla base della nazionalità. Infine, la procedura deve essere avviata d'ufficio, in quanto è necessario che ricorrano ragioni essenziali di economia nazionale, la cui rilevazione è affidata alla valutazione discrezionale del Governo. Così Barone A., Calò E., *Poteri del Governo in materia di operazioni di concentrazione*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993, p. 1150 ss.

del mercato, quale finalità ulteriore a quella volta ad impedire e sanzionare le intese vietate e, dall'altro, la necessità di ridurre al minimo le possibili incidenze negative che un successivo divieto della concentrazione potrebbe avere sui meccanismi che presiedono ai rapporti di mercato, poiché solo gli effetti negoziali prodotti da una concentrazione incidono sulla struttura delle imprese che vi partecipano, ponendo il problema di evitare ogni interferenza con il mercato e portando ad escludere la nullità dell'operazione posta in essere prima del provvedimento di divieto (a differenza di quanto avviene per le intese vietate che sono dichiarate nulle ad ogni effetto)⁴⁶².

L'obbligo di comunicazione è legato al superamento di soglie quantitative riguardanti il fatturato realizzato su base annua, a livello nazionale, congiuntamente dall'insieme delle imprese interessate o dalla sola impresa di cui è prevista l'acquisizione; e i valori previsti dall'art. 16.1, di 500 miliardi per l'insieme delle imprese interessate e 50 miliardi per l'impresa di cui è prevista l'acquisizione, sono aumentati annualmente di un ammontare equivalente all'aumento dell'indice del deflatore dei prezzi del prodotto interno lordo, che è un numero risultante, in ciascun anno, dal rapporto tra il valore del PIL espresso in moneta corrente e il valore del PIL espresso in moneta costante.

Perché scatti l'obbligo della comunicazione è sufficiente che l'una o l'altra delle due soglie sia superata, mentre al di sotto di esse non sorge nessun obbligo di comunicazione⁴⁶³.

⁴⁶² Cfr. sul punto Donativi V., *Comunicazione delle concentrazioni*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993, p. 896 ss.

⁴⁶³ Per approfondimenti si vedano: Mazzilli A., *La valutazione dei comportamenti antitrust ai fini della determinazione della sanzione: il caso International Mail Express Italy/Poste Italiane*, in *Foro amm.* TAR, 2003, 1, p. 149 ss; Grillo M., *L'ottimalità delle sanzioni antitrust*, paper presentato in occasione della Conferenza *Analisi Economica e Diritto Amministrativo*, Venezia, Fondazione Giorgio

La norma non indica quali criteri devono essere seguiti nell'individuazione delle imprese rilevanti ai fini del calcolo del fatturato e in particolare in relazione al computo riguardante la prima soglia riferita al fatturato totale delle imprese interessate, ma facendo riferimento alla nozione dettata dall'art. 5 della legge si possono ritenere imprese interessate le imprese partecipanti alla fusione; le imprese che costituiscono un'impresa comune; nel caso di acquisizione del controllo di un'impresa, l'impresa acquirente e quella ceduta; e nel caso di offerta pubblica di acquisto, il proponente e l'impresa oggetto dell'offerta.

Per quanto riguarda invece il profilo oggettivo del calcolo del fatturato, occorre fare riferimento al fatturato realizzato nell'ultimo esercizio al netto delle imposte indirette ed eventuali sconti di vendita. Non vengono quindi recepite le limitazioni poste dal regolamento comunitario, che esclude dal computo del fatturato anche i ricavi derivanti da vendite o prestazioni di servizi non rientranti nella normale attività ovvero derivanti da transazioni intervenute tra imprese rientranti nello stesso gruppo.

Per gli istituti finanziari e le banche è stabilito invece il principio, di derivazione comunitaria, della rilevanza dell'attivo patrimoniale o dei premi anziché del fatturato. L'art. 16.2 dispone infatti che per gli istituti bancari e finanziari il fatturato è considerato pari al valore di un decimo del totale dell'attivo dello stato patrimoniale, esclusi i conti d'ordine e per le compagnie di assicurazione pari al valore dei premi incassati⁴⁶⁴.

Poiché l'art. 16 non specifica né i soggetti tenuti alla comunicazione, né il tempo della sua effettuazione e tanto meno il suo contenuto, vi provvede il formulario⁴⁶⁵.

Cini, 28-29 settembre 2006.

⁴⁶⁴ Cfr. Talenti A., *Comunicazione delle concentrazioni*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994, p. 350 ss.

⁴⁶⁵ In relazione ai soggetti tenuti alla comunicazione, il formulario prevede che in caso di acquisizione

Il procedimento si svolge in due fasi distinte: la prima fase ha carattere necessario e si configura come una pre-istruttoria a cognizione sommaria; mentre la seconda fase, avente carattere eventuale, consiste nell'istruttoria vera e propria.

Il procedimento, nel suo svolgimento ordinario, prende allora il via con la comunicazione rituale dell'operazione di concentrazione e dalla data di ricezione di tale comunicazione ha inizio la prima delle due fasi nella quale l'Autorità valuta se l'operazione comunicata, in base ad un primo esame, si presta al dubbio che in essa ricorrano i presupposti atti a giustificare il divieto dell'operazione, il quale costituisce l'eventuale esito della seconda fase.

Nell'assumere la decisione se aprire o meno l'istruttoria, l'Autorità vaglia le informazioni contenute nella comunicazione o comunque a sua disposizione sotto il profilo della riconducibilità dell'operazione ad una delle ipotesi previste dall'art. 5, l'assenza della dimensione comunitaria e il superamento delle soglie quantitative previste⁴⁶⁶.

di una partecipazione di controllo in un'impresa, la comunicazione deve essere effettuata da parte di chi effettua l'acquisizione; in caso di offerta pubblica di acquisto, la comunicazione deve essere effettuata da chi presenta l'offerta; nel caso di fusione, acquisizione da parte di più soggetti del controllo dell'insieme o di parti di una o più imprese, anche attraverso un'operazione di scissione, e costituzione di un'impresa comune la notifica può essere effettuata congiuntamente dai soggetti che partecipano alla fusione o alla scissione o da quelli che acquisiscono il controllo dell'impresa, o che costituiscono un'impresa comune. Per quanto riguarda il momento di effettuazione della comunicazione, nel caso di acquisizione di una partecipazione di controllo, la comunicazione deve essere successiva alla conclusione dell'accordo ma preventiva rispetto alla realizzazione dell'operazione; nel caso di costituzione di un'impresa comune, è sufficiente effettuare la comunicazione preventivamente alla stipulazione dell'atto costitutivo; nel caso di fusione, la comunicazione deve avvenire al più tardi nel momento immediatamente successivo all'adozione della relativa delibera assembleare. Infine, la comunicazione deve contenere le informazioni (informazioni sulle parti, sull'operazione di concentrazione, sull'assetto proprietario e il controllo, sui collegamenti personali, e sui mercati interessati dalla concentrazione) e gli allegati essenziali, che possono essere indicati con apposito formulario predisposto dall'Autorità e pubblicato sul Bollettino, nonché tutti gli ulteriori documenti che consentono di valutare il contenuto delle operazioni.

⁴⁶⁶ Dalla data di ricevimento della comunicazione decorre un termine di trenta giorni entro il quale l'Autorità deve decidere se avviare l'istruttoria, ovvero adottare un provvedimento di archiviazione. Si tratta di una fase che precede l'avvio formale del procedimento amministrativo, nella quale l'Autorità è chiamata ad operare una delibazione preliminare che la condurrà ad adottare la decisione di avviare il procedimento ovvero ad adottare un provvedimento di archiviazione a seconda che la concentrazione appaia suscettibile di essere vietata ovvero l'Autorità non ritenga necessario avviare

L'art. 16.4 prevede che l'Autorità, qualora ritenga di non avviare l'istruttoria entro 30 giorni dal ricevimento della notifica, darà comunicazione alle imprese interessate e al Ministro dell'Industria delle proprie conclusioni nel merito. La comunicazione al Ministro dell'Industria del mancato avvio dell'istruttoria si ricollega alla previsione dell'art. 16.3, in base al quale entro 5 giorni dal ricevimento della comunicazione dell'operazione, l'Autorità ne dà notizia al Presidente del Consiglio dei Ministri e allo stesso Ministro dell'Industria.

Qualora invece l'Autorità ritenga di avviare l'istruttoria, nello stesso termine di 30 giorni, oltre a informare il Ministro, ne notificherà l'apertura alle imprese e agli enti interessati. La notificazione viene effettuata laddove l'Autorità ritenga che una concentrazione comporti le conseguenze di cui all'art. 6.1, per cui essa ha il potere di valutare se l'operazione di concentrazione comporta la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza. Per il resto, l'apertura dell'istruttoria è regolata mediante rinvio alle norme dettate dal regolamento di attuazione in relazione alle intese sul contenuto, le modalità e la pubblicità della notificazione.

Lo svolgimento dell'istruttoria si realizza invece secondo quanto previsto dalle disposizioni del regolamento di procedura relative ai poteri istruttori, alle ispezioni, alle perizie, analisi statistiche e consultazioni di esperti, verbalizzazione e comunicazioni, nonché ai diritti spettanti alle imprese interessate (partecipazione all'istruttoria, riservatezza e accesso ai documenti amministrativi). La conclusione

l'istruttoria. Essendo la comunicazione preventiva un mero atto preliminare, che costituisce una situazione di scienza da parte dell'Autorità e avvia il termine perentorio entro il quale quest'ultima deve aprire l'istruttoria, deve dedursene che l'atto di iniziativa del procedimento amministrativo in esame vada individuato nell'apertura dell'istruttoria da parte dell'Autorità, il che costituisce circostanza sufficiente per catalogare il procedimento di cui agli artt. 16 e seguenti fra i c.d. procedimenti d'ufficio, caratterizzati dalla riserva della relativa iniziativa in capo alla stessa autorità competente all'adozione del provvedimento finale e dall'irrelevanza dell'eventuale istanza della parte interessata. Cfr. Donativi V., *ult. op. cit.*, p. 945 ss.

dell'istruttoria è infine regolata dall'art. 18 della legge⁴⁶⁷.

L'art. 16, ai commi 5 e 6, detta una disciplina procedurale particolare, in relazione alle concentrazioni da realizzare mediante offerta pubblica di acquisto, sia con riferimento al momento in cui deve essere effettuata la comunicazione all'Autorità, che al termine entro il quale può essere avviata l'istruttoria. L'art. 16.5 prevede infatti che l'offerta pubblica di acquisto che possa dar luogo ad un'operazione di concentrazione soggetta a comunicazione, deve essere comunicata all'Autorità contestualmente alla sua comunicazione alla Consob⁴⁶⁸. Diversamente dagli altri casi di concentrazione, nei quali la comunicazione può essere effettuata anche immediatamente prima del suo perfezionamento, vi è per l'offerta pubblica di acquisto un termine anticipato, poiché collegato ad un atto, la pubblicazione dell'offerta, il quale non costituisce che l'inizio dell'*iter*, che soltanto in via eventuale, e in tempi successivi, porterà al perfezionamento della concentrazione.

Quanto ai possibili esiti della comunicazione, innanzitutto può aversi il non avvio dell'istruttoria; nei casi in cui invece l'Autorità ritenga di avviare l'istruttoria, ciò non impedirà che l'offerta pubblica di acquisto abbia inizio e si completi; l'eventuale

⁴⁶⁷ Cfr. Talenti A. *ult. op. cit.*, p. 373 ss. In giurisprudenza, nella sentenza resa nel caso *Cassa depositi e prestiti/Terna-GRTN* (in www.agcm.it/trasp-statistiche/doc_download/1442-cap-22.html) il Tar Lazio ha precisato che la valutazione di un'operazione di concentrazione "postula un'analisi prospettica che deve avere ad oggetto la considerazione di un lungo lasso di tempo nel futuro, sicché la qualità degli elementi di prova adottati a sostegno dell'incompatibilità dell'operazione con il diritto della concorrenza assume particolare rilevanza". In particolare, questa valutazione "non si esaurisce nella presa d'atto dei fatti avvenuti e delle immediate conseguenze di essi, ma implica una valutazione in chiave prospettica di elementi potenziali, tra i quali devono essere ricomprese anche le opportunità per comportamenti anticompetitivi ed anticoncorrenziali, che potranno essere posti in essere dall'impresa che si è concentrata, opportunità rese economicamente razionali dalle modifiche strutturali intervenute sul mercato per effetto dell'operazione".

⁴⁶⁸ Per un approfondimento sul tema Porro G., *La disciplina della concorrenza nel diritto italiano e nel diritto comunitario, con particolare riferimento all'ambito di applicazione della legge 10 ottobre 1990, n. 287, in materia di concentrazioni*, nei *Quaderni del CSM* (Frascati, 14/18 marzo 1994, Settimana di formazione dedicata al diritto commerciale); Olivieri G., *Commento al regolamento CEE n. 4064/89 del Consiglio del 21 dicembre 1989: controllo delle operazioni di concentrazione fra imprese*, in A.A. V.V., p. 183 ss; Donativi V., *I poteri dell'Autorità garante in materia di divieto delle operazioni di concentrazione*, *ivi*, p.893 e ss; Leone L., *Recenti sviluppi della commissione in materia di controllo sulle concentrazioni*, in *Contratto e Impresa/Europa*, Padova, 1996, I, p. 337; Merlo F., *Revisione del regolamento sulle concentrazioni: il Libro Verde*, *ivi*, 1996, II, p. 879.

divieto di esecuzione con il quale si chiuda l'istruttoria potrà essere accompagnato dall'eventuale adozione di provvedimenti di ripristino delle condizioni di concorrenza effettiva; infine, può aversi il caso in cui la Consob vieti l'operazione mentre è ancora all'esame dell'Autorità, e in tal caso l'Autorità potrà archiviare il procedimento⁴⁶⁹.

L'art. 16.6 prevede inoltre che, nel caso di offerta pubblica di acquisto, l'Autorità deve notificare l'avvio dell'istruttoria entro 15 giorni dal ricevimento della comunicazione e contestualmente darne comunicazione alla Consob. Si tratta quindi di una disposizione che deroga a quanto stabilito in linea generale dall'art. 16.4, dimezzando il termine di preclusione entro il quale l'Autorità ha l'onere, pena la definitiva perenzione del relativo potere, di aprire un'istruttoria nei confronti dell'operazione notificata.

Il termine di 15 giorni si giustifica in funzione della maggiore celerità che una decisione in materia di offerta pubblica di acquisto richiede, per la delicatezza del mercato in cui l'operazione è destinata a realizzarsi, rispetto alle altre fattispecie di concentrazione; mentre la comunicazione dell'avvio dell'istruttoria alla Consob, va ricondotta all'opportunità di tenere informata la Commissione in considerazione della specifica competenza ad essa attribuita in materia e della peculiarità delle funzioni che la stessa esercita, al fine di assicurare la massima trasparenza del mercato finanziario⁴⁷⁰.

L'art. 16.7 prevede poi che l'Autorità possa avviare l'istruttoria dopo la scadenza del termine previsto, nel caso in cui le informazioni fornite dalle imprese con la comunicazione risultino gravemente inesatte, incomplete o non veritiere. Sulla base

⁴⁶⁹ Cfr. Talenti A. *ult. op. cit.*, p. 396 ss.

⁴⁷⁰ Cfr. Donativi V., *Comunicazione delle concentrazioni*, cit. p. 979 ss.

di questa disposizione si pone il problema se essa consente all'Autorità di avviare l'istruttoria dopo la scadenza del termine di 30 giorni soltanto in relazione ai vizi della notifica emersi dopo il decorso del termine stesso in assenza di avvio dell'istruttoria ovvero anche nel caso in cui il termine sia ancora pendente, e sulla base del modello comunitario sembra potersi ritenere che l'Autorità abbia il potere di prolungare la fase pre-istruttoria oltre i 30 giorni; tuttavia, mentre qualora nella fase ricompresa nei 30 giorni dalla comunicazione, l'Autorità in esito alla propria valutazione ravvisi la sussistenza di omissioni di carattere sostanziale della comunicazione medesima, dovrà informarne le imprese e la fase istruttoria potrà protrarsi anche oltre la scadenza del termine di 30 giorni, nei casi in cui invece l'Autorità abbia già assunto provvedimenti favorevoli alle imprese, potrà procedere all'avvio di una nuova istruttoria, nonostante l'avvenuta scadenza del termine⁴⁷¹.

L'art. 16.8 dispone infine che entro il termine perentorio di 45 giorni dall'inizio dell'istruttoria, l'Autorità deve dare comunicazione alle imprese interessate e al Ministro dell'industria, delle proprie conclusioni nel merito e che tale termine può essere prorogato per un periodo non superiore a trenta giorni, qualora le imprese non

⁴⁷¹ Cfr. Talenti A., *ult. op. cit.*, p. 386 ss. In giurisprudenza, il Tar del Lazio nel caso *Mercato del calcestruzzo* (in www.agcm.it/trasp-statistiche/doc_download/1442-cap-22.html) ha chiarito la non perentorietà dei termini per la conclusione dell'istruttoria attivata d'ufficio in materia di intese, con la conseguenza che *“escluso ogni automatismo decadenziale, il rilievo dell'inosservanza di tale termine può essere valutato soltanto con l'elastico approccio proprio dei parametri del vizio di eccesso di potere”*. In particolare, il Tar, richiamando l'orientamento della giurisprudenza precedente in materia, ha affermato che *“quando l'autore di un comportamento astrattamente valutabile attraverso lo spettro degli articoli 2 e 3 della legge 287/90 si sia attivato spontaneamente per portarlo a conoscenza dell'Autorità, va riconosciuto a tale soggetto il diritto di ottenerne una verifica in tempi certi; per converso, laddove un comportamento infrattivo della libertà di concorrenza sia stato individuato dall'Autorità di propria iniziativa (o su sollecitazione di terzi), il suo autore non può in tal caso dolersi alla stessa stregua della tardività dell'intervento della Pubblica Amministrazione*. Nelle situazioni ricadenti nell'ambito dell'art. 12 della legge n. 287/1990, i tempi del procedimento sono quindi sostanzialmente rimessi alla discrezionalità del l'Autorità precedente” (in proposito, il Tar ha richiamato Consiglio di Stato n. 4053/2001 in *Foro it.*, 2001, III, p. 449). Peraltro, il Tar nella medesima sentenza ha affermato che *“deve ritenersi conforme al diritto anche la sola adozione del provvedimento entro il termine finale predeterminato dall'Autorità per la conclusione dell'istruttoria di fronte ad un'intesa vietata, stante la mancanza di una norma specifica che le imponga di provvedere nello stesso termine anche alla sua comunicazione al destinatario”*.

forniscano informazioni e dati a loro richiesti, che siano nella loro disponibilità. L'inadempienza alla richiesta di fornire dati e informazioni supplementari è priva di sanzione pecuniaria; tuttavia, il pregiudizio che può derivare alle imprese interessate rischia di essere più grave dello stesso pagamento di una sanzione pecuniaria, essendo riconosciuto all'Autorità il potere di prorogare l'istruttoria, anche se per un periodo non superiore a 30 giorni⁴⁷².

La decisione di sospendere l'operazione è rimessa al potere discrezionale dell'Autorità, in relazione al quale non vengono indicati né presupposti, né criteri espliciti, e può essere imposta nel far luogo all'istruttoria e vale fino alla conclusione di essa. Il primo riferimento temporale non va interpretato semplicemente come *dies a quo* a partire dal quale scatta il potere dell'Autorità di ordinare la sospensione, ma come specifico momento della procedura nel quale esso sorge e si consuma, sicché per poter esercitare il potere di controllo, l'Autorità dovrà notificare alle imprese interessate l'ordine di sospensione con lo stesso atto con cui è tenuta a comunicare alle stesse imprese l'avvio dell'istruttoria.

Nessun problema pone invece l'individuazione del termine finale di efficacia del

⁴⁷² A differenza di quanto disposto a livello comunitario, ove è prescritto che la concentrazione non può essere realizzata anteriormente alla relativa notifica o entro le prime tre settimane successive, comminando sanzioni pecuniarie per l'ipotesi di violazione del divieto, l'art. 17 non dispone a presidio del carattere preventivo della comunicazione, un divieto di realizzazione dell'operazione o una sospensione automatica dei suoi effetti, ma attribuisce all'Autorità, nel far luogo all'istruttoria di cui all'art. 16, il potere di ordinare alle imprese interessate di sospendere la realizzazione della concentrazione fino alla conclusione dell'istruttoria. Ne deriva, da un lato, che la comunicazione non ha alcun effetto sospensivo e, dall'altro, che la sospensione costituisce l'oggetto di un provvedimento discrezionale dell'Autorità, il quale in ogni caso non può aver luogo nella fase pre-istruttoria. La *ratio* della disposizione è legata alle esigenze che hanno spinto il legislatore ad istituire una forma di controllo di carattere preventivo delle concentrazioni; d'altra parte, essa appare meno efficace rispetto all'analoga disposizione comunitaria, non solo per il carattere discrezionale e non automatico della sospensione, quanto per l'assenza di una specifica sanzione per l'ipotesi di violazione dell'ordine di sospensione e perché il carattere preventivo del controllo che con essa si voleva garantire risulta parzialmente inattuato. In sostanza, quindi, l'immediata esecuzione o meno dell'operazione viene rimessa alla valutazione delle imprese partecipanti, cosicché il divieto relativo ad una concentrazione sarà emesso quando questa sarà già stata realizzata integralmente. Cfr. Donativi V., *ult. op. cit.*, p. 1014.

provvedimento di sospensione dell'operazione, indicato nella conclusione dell'istruttoria, da intendere con riferimento alla comunicazione, da parte dell'Autorità, alle imprese interessate, delle proprie conclusioni nel merito, e con cui l'Autorità vieta l'operazione, o ritiene che non emergano elementi tali da consentire un intervento⁴⁷³.

La misura cautelare che l'Autorità può adottare, ordinando la sospensione della realizzazione dell'operazione, assume una diversa configurazione nel caso di concentrazione realizzata mediante offerta pubblica di acquisto, poiché in tal caso, l'art. 17.2 prevede che la disposizione di cui al co. 1° non impedisce la realizzazione di un offerta pubblica di acquisto che sia stata comunicata all'Autorità ai sensi dell'art. 16.5, sempre che l'acquirente non eserciti i diritti di voto inerenti ai titoli in questione.

Il riferimento al co. 1° impone di richiamare, insieme al potere dell'Autorità di adottare il provvedimento cautelare di sospensione, i termini di efficacia del provvedimento stesso e la necessità che del provvedimento sia dato conto nelle conclusioni nel merito che l'Autorità è tenuta a notificare alle imprese interessate in sede di apertura dell'istruttoria⁴⁷⁴.

La norma lascia intendere che l'Autorità, nel far luogo all'istruttoria può adottare un provvedimento di sospensione, ma che tale provvedimento non impedisce la realizzazione dell'operazione, sempre che l'acquirente non eserciti i diritti di voto

⁴⁷³ Cfr. Donativi V., *Sospensione temporanea dell'operazione di concentrazione*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993, p. 983 ss.

⁴⁷⁴ A tal fine, il Tar del Lazio nella sentenza relativa al caso *Merck-Principi Attivi* (in www.agcm.it/trasp-statistiche/doc_download/1442-cap-22.html) ha precisato che: “il potere di disporre misure cautelari conferito alle ANC [autorità nazionali di concorrenza] dall'art. 5, rappresenta un istituto consolidato a livello comunitario, che nei suoi presupposti generali (*fumus boni iuris* e *periculum in mora*) e nelle sue modalità attuative, peraltro, caratterizzate da atipicità, è noto anche nell'ordinamento nazionale, e, quindi, immediatamente attuabile da parte dell'Autorità, a seguito della previsione specifica della normativa comunitaria”.

inerenti ai titoli in questione⁴⁷⁵.

La disposizione ha voluto rimettere quindi alla decisione dell'impresa interessata la sospensione della realizzazione dell'operazione nel corso del suo svolgimento, ovvero l'astensione dall'esercizio dei diritti di voto. Ma se la decisione è rimessa all'impresa destinataria del provvedimento, deve riconoscersi all'art. 17.2 il significato di norma di favore nei confronti di chi intende procedere alla realizzazione di un'operazione di concentrazione utilizzando lo strumento dell'offerta pubblica di acquisto e ciò chiarisce a sua volta le ragioni per cui il beneficio nei confronti dell'impresa destinataria del provvedimento cautelare è concesso solo nei confronti delle operazioni ritualmente comunicate e perché l'alternativa tra la sospensione dell'operazione e l'astensione dall'esercizio dei diritti di voto sia rimessa alla decisione dell'impresa interessata.

La norma solleva comunque una serie di problemi, quali quello di verificare se l'impresa destinataria del provvedimento cautelare abbia diritto d'intervento in assemblea e di impugnativa della deliberazione assunta, se le azioni debbono essere computate nel calcolo del *quorum* costitutivo e in quello deliberativo, nonché se la sospensione vale per l'intera partecipazione, o solo per quella corrispondente alla quota di controllo⁴⁷⁶.

L'art. 18 regola poi i possibili esiti dell'istruttoria avviata sulle operazioni di

⁴⁷⁵ Cfr per tutti Tardella E., Maggiore M., *State action defence e poteri di intervento dell'AGCM nei mercati a regolamentazione diffusa: ordinamento comunitario e nazionale a confronto dopo la sentenza Cif'*, in *Concorrenza e mercato*, 2004, n. 12, p. 339-392.

⁴⁷⁶ In primo luogo la sospensione del diritto di voto non può estendersi anche al diritto d'intervento in assemblea, per la portata essenzialmente autonoma delle due situazioni, e a qualsiasi altra situazione giuridica soggettiva attiva attribuita all'azionista, quale il diritto di impugnativa della deliberazione assembleare; delle azioni si terrà conto ai fini del computo del *quorum* costitutivo; infine, esclusa la nullità *ex art. 2379 c.c.*, non avendo la deliberazione oggetto impossibile o illecito, non resta che l'applicazione dell'art. 2377 c.c., riconoscendo che la deliberazione assembleare sarebbe assunta in contrasto con la legge. Così Donativi V., *Sospensione temporanea dell'operazione di concentrazione, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993, p. 986 ss.

concentrazione prevedendo al co 1° il divieto di esecuzione delle concentrazioni che rientrano tra quelle contemplate dall'art. 6, cioè quelle operazioni che comportano la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale la concorrenza, e al co. 2° che l'Autorità, qualora ritenga che nel corso dell'istruttoria non emergano elementi tali da consentire un intervento nei confronti di un'operazione di concentrazione, provvederà a chiudere l'istruttoria, dandone notizia alle imprese interessate e al Ministro dell'Industria. Il provvedimento di chiusura può essere adottato anche su richiesta delle imprese interessate, nei casi in cui il progetto originario di concentrazione contenga elementi distorsivi della concorrenza, ma le imprese stesse comprovino di aver eliminato, mediante modifica dell'originario progetto, i medesimi effetti distorsivi⁴⁷⁷.

La norma fa riferimento alla possibilità che, nell'assumere la decisione di archiviazione, l'Autorità faccia ricorso ad un modulo convenzionale, prevedendo l'adozione da parte di essa del provvedimento di archiviazione ed avendo qualificato l'intervento dei privati in termini di richiesta all'Autorità medesima con allegazione della prova di aver eliminato dal progetto originario gli elementi eventualmente distorsivi.

Infine, l'art. 18.3 disciplina l'intervento dell'Autorità successivo alla realizzazione della concentrazione, prevedendo che ove l'operazione sia già stata realizzata, l'Autorità può prescrivere le misure necessarie a ripristinare le condizioni di concorrenza effettiva, eliminando gli effetti distorsivi. La norma lascia ampi margini di discrezionalità all'Autorità, disponendo innanzitutto che essa possa e non debba

⁴⁷⁷ Cfr. sul punto Frignani A., *I poteri di ispezione ed il diritto di difesa nella normativa antitrust dell'Unione Europea*, in *Contratto Impresa Europa*, n. 2, 2004, p. 1001-1030.

disporre la deconcentrazione, per cui l'Autorità potrebbe per ragioni di interesse economico generale decidere di soprassedere dall'ordinare la deconcentrazione; inoltre, la discrezionalità dell'Autorità si manifesta anche in relazione al contenuto dell'ordine di deconcentrazione poiché la legge non fornisce alcuna indicazione di quali misure possano essere ordinate e ciò si ricollega alla varietà delle possibili forme con le quali ha luogo la modifica della struttura economica o giuridica delle imprese coinvolte, che costituisce il tratto comune delle varie operazioni di concentrazione⁴⁷⁸.

Quanto alle condotte sanzionate ai sensi dell'art. 19 consistono da un lato nell'inottemperanza agli obblighi di notifica dell'operazione di concentrazione e dall'altro nella violazione di provvedimenti dell'Autorità emanati a chiusura del procedimento, laddove in esito all'istruttoria risulti il carattere anti-concorrenziale dell'operazione. In relazione a tali sanzioni, grande è la discrezionalità dell'Autorità, alla quale competerà determinare, all'interno dei limiti di cui all'art. 19, l'ammontare della sanzione pecuniaria, facendo a tal fine riferimento ai criteri di cui alla legge 689/81.

In particolare, le condotte sanzionate dall'art. 19.1 consistono nella realizzazione di una concentrazione vietata dall'Autorità e nell'inottemperanza alle misure

⁴⁷⁸ Mentre la decisione di archiviazione di cui all'art. 18.2 non può essere considerata un provvedimento amministrativo, ed in particolare un provvedimento negativo poiché la decisione medesima sarebbe atto conclusivo di un procedimento d'ufficio assumendo rispetto all'interesse procedimentale delle parti, il significato e la portata della mancata adozione di un provvedimento sfavorevole e non godendo, gli interessi di terzi potenzialmente danneggiati, di una considerazione da parte del diritto positivo, tale da attribuire loro una dignità sistematica di cui tener conto nella qualificazione della decisione, la decisione di divieto di cui all'art. 18.1 e quella che prescrive misure di ripristino della concorrenza *ex art. 18.3*, sono provvedimenti ablatori personali: la prima rientra sicuramente nella specie del divieto o dell'ordine negativo, a ragione del contenuto tipicamente interdittivo che la connota, e la seconda rientra nella specie dell'ordine, classificabile altresì nel *genus* dell'ablazione di poteri contrattuali e imprenditoriali, qualora passi attraverso l'imposizione di un obbligo di contrarre. Cfr. sul punto Talenti A., *Conclusione dell'istruttoria sulle concentrazioni, Concorrenza e mercato*, Padova, 1994, p. 405 ss; Donativi A., *Conclusione dell'istruttoria sulle concentrazioni, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993, p. 999 ss.

deconcentrative ordinate dall'Autorità medesima. In tali casi l'irrogazione della sanzione non è prevista come conseguenza in sé dell'adozione del divieto o delle misure deconcentrative, ma come conseguenza del fatto che le imprese pongano in essere la violazione, per cui la concentrazione, seppure anti-concorrenziale, non è di per sé fonte di sanzioni. Ciò a condizione che l'operazione sia stata tempestivamente comunicata, perché qualora le imprese tenute non vi abbiano provveduto e successivamente risulti che l'operazione non notificata ricade nel divieto dell'art. 6, saranno applicabili anche le sanzioni di cui al co. 1°, in aggiunta a quelle derivanti dall'omessa notifica, previste dall'art. 19.2.

La sanzione pecuniaria deve essere non inferiore all'1% e non superiore al 10% del fatturato delle attività d'impresa oggetto della concentrazione, per cui il fatturato rilevante per il computo delle sanzioni, è più delimitato rispetto al fatturato rilevante ai fini dell'obbligo di comunicazione, da calcolarsi in relazione a tutte le attività d'impresa. La condotta di cui all'art. 19.2, che consiste nell'inottemperanza degli obblighi di comunicazione preventiva di cui all'art. 16.1, è soggetta invece alla sanzione fino all'1% dell'intero fatturato, senza alcuna limitazione, dell'anno precedente a quello in cui si è realizzata la contestazione dell'impresa inadempiente, e la sua irrogazione è condizionata al potere discrezionale dell'Autorità oltre che nel *quantum*, anche nell'*an*.

L'Autorità, ove si determini ad applicare tale sanzione, procederà alla relativa notifica, e dalla data di questa prenderà inizio l'istruttoria sull'operazione di concentrazione, la quale entro il termine di 45 giorni potrà concludersi con l'irrogazione dell'ulteriore sanzione di cui all'art. 19.1⁴⁷⁹.

⁴⁷⁹ Cfr. Talenti A., *Sanzioni amministrative pecuniarie per inottemperanza al divieto di concentrazione o all'obbligo di notifica*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994, p. 411 ss.

Infine, oltre a questi compiti di intervento diretto, che si estrinsecano in un complesso di poteri di vigilanza, controllo e repressione, la legge 287/90 riconosce all'Autorità anche poteri conoscitivi e consultivi, che costituiscono attività autonome e non meramente strumentali ai compiti di intervento diretto, concorrendo a definire la posizione di centralità dell'Autorità nell'ambito della politica della concorrenza⁴⁸⁰.

⁴⁸⁰ A tal fine occorre ricordare le funzioni dell'AGCM disciplinate dagli artt. 21-24 della legge n. 289 del 1990. Esse consistono nel dovere di segnalare al Governo e al Parlamento distorsioni della concorrenza individuate nella disciplina del settore, suggerendo eventualmente le iniziative per rimuoverle o prevenirle, nell'espressione di pareri sulle iniziative legislative o regolamentari e sui problemi riguardanti la concorrenza e il mercato, nell'obbligo di informazione periodica del Parlamento circa l'attività svolta e nella presentazione di un rapporto sulle iniziative necessarie per adeguare ai principi della concorrenza la normativa di determinati settori. L'art. 21 attribuisce all'Autorità un potere di segnalazione delle situazioni riconducibili a previsioni normative o a provvedimenti generali, e il suo esercizio è strutturato in tre fasi: individuazione dei casi rilevanti di distorsioni ingiustificate della concorrenza determinate da leggi, regolamenti o provvedimenti amministrativi di carattere generale; segnalazione delle situazioni distorsive ai soggetti competenti; raccomandazione delle iniziative necessarie a rimuovere o a prevenire dette situazioni. La prima fase consiste in un'attività di acquisizione di scienza, connessa ad un giudizio valutativo sui contenuti delle norme e dei provvedimenti e sul loro effetto nei confronti del mercato e della concorrenza, che si conclude con un accertamento dell'esistenza delle distorsioni, che ad un apprezzamento preliminare, si rivelino di particolare rilevanza. La seconda fase è un procedimento dichiarativo di conoscenza, con il quale i soggetti indicati dalla norma (Parlamento e Presidente del Consiglio dei Ministri nel caso di leggi, e Presidente del consiglio dei Ministri, Ministri, nonché enti territoriali e locali, nell'ipotesi di provvedimenti regolamentari o generali), vengono informati dell'esito dell'accertamento, attraverso la segnalazione, che è una misura di conoscenza a contenuto valutativo. La terza fase, in cui l'Autorità sollecita o suggerisce l'adozione di determinate iniziative che essa ritiene idonee al conseguimento dei risultati voluti, con un atto di raccomandazione la cui efficacia è di tipo esortativo o persuasivo, non ha autonomia rispetto alle prime due, nel senso che non sarebbe possibile l'espressione del parere disgiunto dalla segnalazione della situazione distorsiva rilevata e mentre l'attività di rilevazione e segnalazione è vincolata nell'*an*, nel senso che l'Autorità non può esimersi dal segnalare le situazioni distorsive rilevate, l'espressione dei pareri è una mera facoltà.

5. LA DISCIPLINA DELLE CONCENTRAZIONI SECONDO LA LEGGE N. 287 DEL 1990

La legge 287/90 si compone di sei titoli, il primo dei quali detta le norme relative alla disciplina sostanziale delle intese, degli abusi di posizione dominante e delle operazioni di concentrazione; il secondo titolo istituisce l'organo nazionale di controllo delle operazioni e dei comportamenti restrittivi della concorrenza, l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, determinandone i poteri e le procedure; il terzo titolo è dedicato ai poteri conoscitivi e consultivi dell'Autorità garante; il quarto titolo contiene disposizioni sui poteri del Governo in materia di operazioni di concentrazione; il quinto titolo riguarda i rapporti tra industria e banca; infine, il sesto titolo prevede norme relative alle procedure di applicazione delle sanzioni e alla tutela giurisdizionale.

La legge regola i rapporti della disciplina interna con quella comunitaria in materia di concorrenza in modo diverso da come tali rapporti sono regolati sia nelle altre legislazioni nazionali che nello stesso diritto comunitario.

L'art. 1 definisce infatti il campo di applicazione della normativa italiana in via residuale rispetto a quella comunitaria, prevedendo inoltre taluni criteri di raccordo con il sistema comunitario di tutela della concorrenza e stabilendo infine che per i casi di esclusiva rilevanza nazionale l'interpretazione degli artt. da 1 a 9 sia compiuta alla luce dei principi comunitari in materia di diritto della concorrenza⁴⁸¹.

⁴⁸¹ L'art. 1 della legge stabilisce al co. 1° che le disposizioni della legge si applicano alle intese, agli abusi di posizione dominante e alle concentrazioni di imprese che non ricadono nell'ambito di applicazione degli artt. 65 e 66 del Trattato istitutivo della CECA, degli artt. 81 e 82 del Trattato UE, dei regolamenti e di atti comunitari con efficacia normativa equiparata; il co. 4° stabilisce che l'interpretazione delle norme contenute nel presente titolo è effettuata in base ai principi

Tuttavia, mentre negli altri stati della Comunità la legislazione antitrust nazionale si applica a tutte le fattispecie che determinano effetti anticoncorrenziali all'interno dei rispettivi mercati nazionali ed anche alle fattispecie che, in quanto idonee a pregiudicare il commercio infrastatuale, sono soggette anche alle regole di concorrenza comunitaria, la portata della legge 287/90 è limitata alle pratiche restrittive della concorrenza che *non* ricadono nell'ambito di applicazione delle norme antitrust comunitarie. Il legislatore nazionale ha cioè adottato il criterio della "barriera unica" o "dell'esclusione reciproca", realizzando un riconoscimento della sussidiarietà della legge nazionale nei confronti della normativa comunitaria⁴⁸².

dell'ordinamento dell'Unione Europea in materia di disciplina della concorrenza; e i co 2° e 3° traducono tali regole sul piano dei poteri dell'Autorità garante e della procedura stabilendo che l'Autorità qualora ritenga che una fattispecie al suo esame non rientri nell'ambito di applicazione della presente legge ai sensi del co. 1°, ne informa la Commissione, cui trasmette tutte le informazioni in suo possesso e sospende l'istruttoria qualora la Commissione abbia iniziato una procedura in relazione alla stessa fattispecie, salvo che per gli eventuali aspetti di esclusiva rilevanza nazionale. Quindi l'art. 1 non solo limita il campo di applicazione della disciplina antitrust interna alle fattispecie che non siano già soggette al diritto comunitario, imponendo per di più di interpretarla in base ai principi del diritto comunitario, ma si preoccupa anche di evitare che l'Autorità garante si occupi di fattispecie presumibilmente soggette al diritto comunitario quando di esse si stia già occupando la Commissione. Così Auteri P., *I rapporti tra la normativa antitrust nazionale e quella comunitaria dopo la legge comunitaria 1994*, in *Contratto e impresa europa*, 1996, p. 535 e p. 536.

⁴⁸² Sul piano teorico, i rapporti tra legge antitrust nazionale e disciplina comunitaria della concorrenza possono essere improntati su tre modelli operativi: la doppia barriera, la barriera unica e la barriera unica omogenea. La doppia barriera identifica quei sistemi giuridici nazionali che non si preoccupano di evitare che la medesima fattispecie possa essere oggetto di valutazione sulla base sia del diritto interno che di quello comunitario. Si tratta di un modello che potrebbe dar vita a situazioni quantomeno anomale e che impone costi elevati alle medie e grandi imprese, costrette a sottoporsi ad un duplice livello di controlli. La barriera unica qualifica quei sistemi che per imposizione dell'ordinamento comunitario o per scelta dell'ordinamento nazionale, si escludono a vicenda, con una netta divisione delle sfere di competenza. Anche se si tratta del modello più diffuso, esso presenta una serie di inconvenienti non favorendo l'armonizzazione del diritto nazionale con quello comunitario e potendo determinare una disparità di trattamento tra fattispecie che, per le loro dimensioni, ricadono nell'ambito del diritto comunitario e fattispecie analoghe, ma di minore entità, che rientrano invece nella sfera di applicazione del diritto antitrust interno. La barriera unica omogenea, è un modello nuovo, delineato da Francesco Denozza sulla base dell'art. 1.4 della legge 287/90, il quale ha ritenuto che tale disposizione non ha solo lo scopo di fornire agli operatori giuridici una serie di concetti di natura tecnica, ma ha soprattutto la funzione di armonizzare i principi contenuti nella legge italiana con quelli enucleati dalla normativa comunitaria, dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia e dalla prassi della Commissione. Vi sarebbero quindi due sistemi di controllo, quello nazionale e quello comunitario, tra loro alternativi ma ispirati alla medesima *ratio*. Questo modello ha il pregio di fornire al giurista italiano una serie di criteri interpretativi ed operativi pragmatici, senza dubbio utili per affrontare i problemi causati dall'inesperienza del legislatore italiano in materia di normativa antitrust e di favorire un trattamento uniforme per fattispecie analoghe, anche se di dimensioni diverse. Tuttavia, questo sistema può comportare elevati costi

Per le concentrazioni, il limite all'applicazione della normativa comunitaria è costituito da un fattore oggettivo e quantificato, la dimensione comunitaria; per cui se la concentrazione è di dimensione comunitaria, si applica il regolamento comunitario sulle concentrazioni e l'applicazione di norme nazionali alla stessa fattispecie è preclusa, mentre se non sussiste la dimensione comunitaria l'Autorità garante può applicare la legge 287/90⁴⁸³.

I co. 2° e 3° dell'art. 1 disciplinano i criteri di coordinamento tra il sistema italiano di tutela amministrativa della concorrenza e il sistema antitrust comunitario, seguendo il principio del divieto di sovrapposizioni tra i due sistemi.

L'art. 1.2 si occupa del caso in cui l'Autorità garante abbia al suo esame fattispecie anticoncorrenziali che siano di rilevanza comunitaria, e in tali ipotesi, non potendo iniziare essa stessa un procedimento ai sensi della disciplina antitrust italiana, invia tutte le informazioni a sua disposizione alla Commissione europea⁴⁸⁴.

sociali, poiché mentre l'ordinamento comunitario tutela la concorrenza come valore a sé stante, l'ordinamento italiano la inserisce in un contesto di valori parimenti tutelati, per cui un'applicazione integrale dei principi dell'ordinamento comunitario potrebbe comportare un ingiusto ed illegittimo sacrificio di interessi costituzionalmente protetti. Cfr. sul punto: Lo Cane P., *Le concentrazioni nel diritto antitrust italiano*, in *Diritto & Diritti*, ottobre 2001, p 1 e 2; Munari F., in *Concorrenza e mercato. Commento alla Legge 10 ottobre 1990 n. 287 ed al decreto legislativo 74/1992*, a cura di Afferni V., Padova 1994, p. 10 ss; Auteri P., *I rapporti tra la normativa nazionale e quella comunitaria*, cit., p. 540, in particolare la nota 4 per ulteriori riferimenti bibliografici; Alessi R., voce *Concorrenza, Libertà di concorrenza*, p. 3, in *Enc. dir.*, 1994.

⁴⁸³ Con la sentenza del Tar Lazio n. 3572/2005 (in www.agcm.it/trasp-statistiche/doc_download/1442-cap-22.html) resa nel caso *Emilcarta/AgriFood Machinery*, la giurisprudenza si è soffermata ancora una volta sulla nozione di controllo. Il Tar, in particolare, ha ribadito il consolidato principio in base a cui la nozione di controllo che presiede agli specifici fini della disciplina antitrust è autonoma e ben più ampia rispetto all'omologa nozione fornita dal codice civile. Il Tar ha evidenziato che l'esistenza di una relazione contrattuale adeguatamente connotata è sufficiente a fondare l'esistenza di un rapporto di controllo, anche in assenza di legami strutturali fra le imprese. Quanto alla tipologia di contratto, la cui esistenza può valere a configurare una situazione di controllo, il giudice ha evidenziato che la "normale attitudine del tipo contrattuale [contratto di sub-fornitura] a soddisfare le fisiologiche esigenze imprenditoriali non poteva impedire all'Autorità di prendere atto che nel caso concreto il relativo rapporto, valutato alla luce dei suoi contenuti, delle relazioni correnti inter partes e della situazione di mercato, era idoneo a denunciare la presenza di un corrispondente legame di controllo". In tale contesto, il Tar ha ribadito che "uno degli indicatori più eloquenti dell'idoneità di un vincolo contrattuale a produrre in concreto effetti equivalenti all'influenza dominante permessa dal controllo azionario è costituito dalla riserva all'una società del potere di designare gli amministratori dell'altra".

⁴⁸⁴ La valutazione dell'Autorità è relativa ad un momento antecedente a quello dell'apertura di un

Con l'art. della legge comunitaria 1994 è stata resa possibile la diretta applicazione da parte dell'Autorità garante degli artt. 81 e 82 del Trattato UE, prevedendo che essa abbia la facoltà di iniziare, quale organo del sistema comunitario di tutela della concorrenza in forza dei poteri e delle procedure previste dallo stesso art. 54, un procedimento ai sensi degli artt. 81 e 82 del Trattato anziché trasmettere informazioni alla Commissione ai sensi dell'art. 1.2 della legge italiana.

Di conseguenza, nel caso in cui l'Autorità inizi un procedimento ai sensi degli artt. 2 e 3 della legge 287 e valuti in seguito all'apertura dell'istruttoria che la fattispecie oggetto del procedimento non è di esclusiva rilevanza nazionale ma di rilevanza comunitaria, ha la possibilità di concludere il procedimento ai sensi degli artt. 2 e 3, ed aprirne un secondo ai sensi degli artt. 81 e 82 del Trattato; e ciò vale anche per l'ipotesi inversa di una fattispecie di rilevanza nazionale per la quale l'Autorità abbia iniziato un procedimento ai sensi degli artt. 81 e 82.

Un altro principio generale che deve essere considerato per comprendere i rapporti esistenti fra la normativa nazionale e quella comunitaria in materia di antitrust, concerne la sottoposizione a livello interpretativo della disciplina della prima secondo i principi stabiliti dalla seconda.

Con l'art. 1.4 della legge n. 287 del 1990 si è sostanziata la scelta del legislatore

procedimento istruttorio ai sensi dell'art. 14 della legge, poiché in considerazione della limitazione del campo di applicazione della disciplina antitrust italiana ai casi che non ricadono nell'ambito di applicazione della normativa comunitaria non è ipotizzabile che l'Autorità inizi un procedimento istruttorio in applicazione degli artt. 2 e 3 della legge 287 nei confronti di una fattispecie di rilevanza comunitaria. Inoltre, la Commissione non è in alcun modo vincolata, in fase di apertura di un procedimento comunitario antitrust, alla valutazione compiuta dall'Autorità italiana relativamente alla rilevanza comunitaria o meno di una presunta fattispecie anticoncorrenziale, per cui potrebbe ritenere che la fattispecie che l'Autorità ha valutato essere di rilevanza comunitaria, sia al contrario di rilevanza nazionale, oppure che essa, pur essendo di rilevanza comunitaria, non sia di interesse comunitario e quindi debba essere comunque valutata dall'Autorità italiana. Cfr. per tutti Di Via L., *L'applicazione del principio di sussidiarietà nel diritto della concorrenza italiano e comunitario*, in *Contratto e impresa/europa*, 1996, p. 76 ss, p. 106 ss; Onida M., *I rapporti fra disciplina nazionale e disciplina comunitaria in tema di concorrenza*, in *Concorrenza e mercato*, 1993, p. 12 ss; Cena D., *Legge comunitaria per il 1994 e ruolo dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nell'applicazione delle norme antitrust comunitarie*, in *Contratto e impresa/europa*, 1997, p. 922 ss.

italiano di redigere le norme del titolo I della legge 287/90 secondo il modello degli artt. 81, 82 e 86 del Trattato e degli artt. 2 e 3 del Regolamento 4064/89, allo scopo di trasferire nel mercato nazionale un sistema di tutela antitrust fondato sulle stesse fattispecie previste dall'ordinamento comunitario.

Per garantire il raggiungimento di tale obiettivo il legislatore ha dovuto però vincolare l'interpretazione delle norme del titolo I della legge 287 ai principi dell'ordinamento comunitario in materia di disciplina della concorrenza dal momento che, in assenza di tale previsione, i concetti delle norme antitrust italiane potevano essere interpretati dai giudici nazionali e dell'Autorità garante in modo autonomo, ed eventualmente anche contrastante, rispetto all'interpretazione fornita a livello comunitario per gli stessi concetti⁴⁸⁵.

In considerazione dell'obbligatorietà dell'interpretazione prevista dall'art. 1.4, la conseguenza dell'interpretazione di una norma del titolo I della legge 287/90 contraria ai principi antitrust comunitari, o che rinvii l'interpretazione della disciplina nazionale a principi comunitari antitrust incompatibili con il caso oggetto del procedimento nazionale, non potrà che essere l'illegittimità del provvedimento, per violazione appunto dell'art. 1.4⁴⁸⁶.

⁴⁸⁵ Il rinvio interpretativo ai principi comunitari, attribuisce la facoltà al giudice nazionale di richiedere l'interpretazione pregiudiziale della Corte di Giustizia, ai sensi dell'art. 234 del Trattato UE, delle norme comunitarie che rappresentano il parallelo delle fattispecie previste dal titolo I della legge 287/90. La giurisprudenza della Corte di Giustizia ha infatti ammesso la competenza di tale organo a fornire interpretazioni a quesiti proposti dai giudici nazionali, anche se l'interpretazione del diritto comunitario è funzionale alla risoluzione di un giudizio a livello nazionale, fondato su norme che non rientrano nel campo di applicazione del diritto comunitario. Tuttavia, tale ipotesi è limitata al caso in cui le norme nazionali oggetto di interpretazione sono formulate secondo termini simili a norme comunitarie, e che il giudice nazionale sia obbligato ad applicare l'interpretazione della Corte di Giustizia, così come nel caso dell'art. 1.4, non potendo prendere spunti esclusivamente dalla sentenza della Corte. Sul punto si veda per tutti Pace L. F., *Il sistema italiano di tutela della concorrenza e il "vincolo comunitario" imposto al legislatore nazionale: l'art. 1 della L. 287/90*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2001, p. 1040 ss.

⁴⁸⁶ L'art. 1.4 deve essere considerato come un semplice rinvio effettuato dal legislatore all'ordinamento comunitario per le nozioni di carattere tecnico richiamate al titolo I della legge 287, le quali non sono definite altrove nell'ordinamento nazionale, o sono definite con contenuto e finalità

Alla luce dei principi evinti dal suddetto coordinamento normativo fra le due fonti, si è ora in grado di comprendere al meglio la disciplina delle concentrazioni contenuta nella legge n. 287 del 1990.

Come si è già detto, il sistema di controllo delle operazioni di concentrazione delineato dalla legge 287/1990 da un lato si differenzia sensibilmente da quello previsto per le intese e per gli abusi di posizione dominante, e dall'altro lato ricalca in modo pedissequo il sistema introdotto a livello comunitario dal reg. CEE 4064/89⁴⁸⁷.

Così come il regolamento comunitario, anche la legge italiana non dà una definizione dell'operazione di concentrazione, ma individua le ipotesi nelle quali si deve ritenere che essa si realizzi.

L'art. 5.1 definisce infatti le operazioni di concentrazione distinguendo tre ipotesi: la fusione tra imprese, l'acquisizione del controllo su un'impresa e la creazione di un'impresa comune.

La fusione è regolata nell'ordinamento nazionale dagli artt. 2501 ss c.c. nelle forme della fusione in senso stretto e della fusione per incorporazione, nonché dalle norme speciali in materia di banche e assicurazioni.

La normativa comunitaria, nel prevedere la fusione quale forma di

diverse. Il rinvio opera allora essenzialmente nei confronti della nozione di impresa, di accordi e pratiche concordate e di posizione dominante per le quali, dunque, l'interprete dovrà attenersi a quanto elaborato in sede comunitaria. In particolare, l'effetto vincolante dell'art. 1.4 vale solo per quegli elementi delle nozioni richiamate che possono essere considerati acquisiti dall'ordinamento comunitario e non più soggetti ad essere rimessi in discussione dal successivo evolversi di questo. Per gli altri fattori indispensabili per l'applicazione della legge, l'interprete potrà trovare ispirazione in quanto di volta in volta elaborato in sede comunitaria, ma da un lato non si tratterà di un canone interpretativo imposto, e dall'altro, l'interprete dovrà verificare che la nozione ispirata dall'ordinamento comunitario sia coerente con le finalità della legge antitrust italiana. Cfr. sul punto: Guarino A., *Sul rapporto tra la nuova legge antitrust e la disciplina comunitaria della concorrenza*, cit., p. 654-655.

⁴⁸⁷ Cfr. Alessi R., voce *Concorrenza, Libertà di concorrenza*, in *Enc. dir.*, 1994 p. 15; Osti C., *Diritto italiano antitrust*, cit., p. 526; Toffoletto A., in *Concorrenza e mercato. Commento alla Legge 10 ottobre 1990 n. 287*, a cura di Afferni V., cit., p. 163 ss; Alessi R, Olivieri G., *Commento alla Legge 10 ottobre 1990*, cit., p. 47 ss.

concentrazione, ha stabilito che l'operazione deve essere posta in essere tra imprese precedentemente indipendenti, per cui risultano escluse dal controllo tutte le operazioni poste in essere tra imprese appartenenti allo stesso gruppo; mentre accogliendo un'interpretazione letterale del testo dell'art. 5 della legge italiana, si dovrebbe concludere che tutte le fusioni rientranti nei limiti quantitativi fissati dall'art. 16 devono essere notificate all'Autorità garante. E questo è l'orientamento dell'Autorità, che sin dall'inizio della sua attività si è dimostrata incline ad autorizzare questo tipo di operazioni senza procedere ad una dettagliata analisi del mercato.

In realtà questa interpretazione letterale non sembra avere solide giustificazioni, dal momento che presupposto per la rilevanza delle operazioni di concentrazione è lo spostamento del controllo su un'attività di impresa da un centro decisionale ad un altro, circostanza che non ricorre nelle ipotesi in cui le imprese che procedono alla concentrazione non sono tra loro indipendenti al momento dell'operazione. Inoltre, la mancanza di una chiara definizione di gruppo nell'ordinamento e l'opinabilità dello stesso concetto di indipendenza consentono di spiegare l'atteggiamento adottato dall'Autorità, che in questo modo può accertare di volta in volta gli effetti dell'operazione realizzata ⁴⁸⁸.

Con riguardo all'acquisizione del controllo dell'impresa, la norma italiana non si discosta nella sostanza dalla disciplina comunitaria e ha una formulazione molto ampia che consente di far rientrare nella definizione tutte le operazioni che comportano il passaggio del controllo da un centro decisionale ad un altro. In proposito non ha alcuna rilevanza lo strumento giuridico utilizzato per realizzare gli

⁴⁸⁸ Cfr. per tutti Toffoletto A., *Operazioni di concentrazione, Concorrenza e mercato*, Padova, p. 165 ss.

scopi dell'operazione, essendo ricompresi i casi di acquisto di partecipazioni totalitarie o di maggioranza, i trasferimenti di azienda o di ramo aziendale, a titolo di vendita, conferimento o scissione, affitto o altre forme giuridiche che assicurino al beneficiario il godimento del patrimonio aziendale, oltre agli strumenti contrattuali come i contratti di dominio e qualunque altro mezzo idoneo ad assicurare il controllo ad un soggetto diverso rispetto al precedente titolare dello stesso ⁴⁸⁹.

Il terzo caso previsto dalla norma riguarda la costituzione di un'impresa comune. In generale, le imprese comuni possono avere varia natura ed essere costituite con le più diverse forme giuridiche; tuttavia l'art. 5, differenziandosi dal regolamento

⁴⁸⁹ L'art. 7 al fine di stabilire quando si abbia controllo richiama i casi contemplati dall'art. 2359 c.c.; lo stesso art. 7 contiene poi una definizione che sembra essere comprensiva di quella codicistica. Sull'utilità di tale richiamo cfr. Ghezzi F, in *Commentario breve al diritto della concorrenza*, a cura di Marchetti P., Ubertazzi L. C., *Sub art. 6*, Padova, 2005, p. 382 ss. La legge prevede che il controllo sia acquisito per cui è necessario perché si configuri una concentrazione che il soggetto che acquista il controllo si renda interprete attivo dell'acquisizione, cioè che esso partecipi attivamente all'operazione, perché essa possa essergli imputata e tale partecipazione non può avvenire sulla base di eventi puramente esterni. L'acquisizione del controllo può essere sia diretta che indiretta e può avvenire, in primo luogo, mediante l'acquisto di partecipazioni azionarie, che rileva ai fini del controllo se ed in quanto ad esse si accompagnino il diritto di voto nei rilevanti organi sociali. Se l'acquisto di partecipazioni totalitarie e maggioritarie costituisce senz'altro un'operazione di concentrazione, l'acquisto di una partecipazione di minoranza non può di per sé conferire il controllo su di un'impresa ma tale situazione si potrà creare in due soli casi: laddove la partecipazione di minoranza conferisca diritti di voto maggioritari e laddove esistano circostanze aggiuntive (partecipazioni distribuite in maniera frammentaria tra molti piccoli azionisti, esistenza di una convenzione di voto che conferisca un potere direttivo ad un gruppo di azionisti di minoranza, ecc.) tali da far ritenere per il controllo. Nel caso invece in cui l'acquirente acquista una partecipazione pari a quella detenuta dagli altri azionisti, si possono verificare tre situazioni e cioè il controllo può rimanere agli azionisti che lo esercitavano prima dell'ingresso del nuovo socio, il controllo può essere viceversa acquistato dall'azionista entrante, e infine, si può configurare l'acquisto di un controllo congiunto. L'acquisizione del controllo può avvenire anche mediante acquisto della totalità o di elementi (avviamento, tecnologia, rete distributiva ecc.) del patrimonio; in questo caso si dovrà trattare di acquisto di un patrimonio avente già una destinazione imprenditoriale, che non dovrà essere mutata in maniera sostanziale dall'acquirente; l'acquisto potrà concernere sia la proprietà piena che i diritti di godimento ed è indifferente il titolo giuridico (donazione, acquisto *mortis causa*, realizzo di un bene prestato in garanzia) attraverso il quale esso si concreta. Infine, l'acquisizione del controllo può avvenire mediante contratto (contratti di fornitura, contratti di finanziamento, contratti di licenza, contratti di franchising, patti parasociali e in particolare convenzioni di voto, contratti di affitto o di usufrutto di azienda, contratti di pegno) e qualsiasi altro mezzo. Il controllo può essere acquisito sull'insieme o su parti di una o più imprese. In merito al concetto di impresa, occorre rifarsi alla nozione valida in generale per il diritto della concorrenza; in merito invece alla nozione di parte di impresa, che non è di agevole definizione, si può ritenere che il legislatore abbia voluto semplicemente sottolineare che deve intendersi per concentrazione anche la cessione di una parte soltanto delle attività di un'impresa. Cfr. sul punto Osti C., *Operazioni di concentrazione*, *Diritto antitrust italiano*, cit. p. 577 ss.

comunitario, precisa che vengono considerate concentrazioni soltanto le imprese comuni costituite in forma di società, restando dunque escluse tutte le diverse possibili forme giuridiche che saranno di conseguenza sempre esaminate come intese.

La disposizione relativa alle imprese comuni va letta insieme al co 3° dell'art. 5, il quale precisa che le operazioni aventi quale oggetto o effetto principale il coordinamento del comportamento di imprese indipendenti non danno luogo ad una concentrazione. Tale disciplina riproduce nella sostanza quella del regolamento comunitario e quella della Comunicazione della Commissione del 14 agosto 1990, concernente le operazioni di concentrazione e cooperazione, che illustra il concetto di impresa comune e i criteri per distinguere le operazioni aventi natura di concentrazione da quelle aventi natura di cooperazione⁴⁹⁰.

Il problema di sapere se una certa operazione ha natura cooperativa o

⁴⁹⁰ Dal regolamento comunitario e dall'art. 5.3 della legge italiana, che escludono che siano considerate concentrazioni le operazioni aventi quale oggetto o effetto principale il coordinamento del comportamento di imprese indipendenti, si può dedurre a contrario che si ha concentrazione quando si va al di là del coordinamento e si incide direttamente sull'attività di un'impresa, diversa da quelle partecipanti all'operazione, e ciò attraverso la sua costituzione come attività non autonoma, o attraverso la sua eliminazione come attività autonoma; pertanto, il semplice coordinamento di imprese che rimangono indipendenti non è concentrazione ma è intesa. Il regolamento comunitario differisce però dalla norma italiana perché non precisa che l'oggetto o effetto di coordinamento può essere solo quello principale dell'operazione, ma precisa che il comportamento delle imprese che viene coordinato è quello concorrenziale, che le imprese il cui comportamento viene coordinato restano indipendenti e che tra le operazioni che hanno ad oggetto o per effetto il coordinamento delle imprese è compresa la creazione di un'impresa comune. Peraltro, la mancanza nell'art. 5 dell'ultima precisazione, è compensata dalla previsione che la costituzione di un'impresa comune realizza un'operazione di concentrazione solo quando avviene attraverso la costituzione di una nuova società, per cui per il legislatore italiano, la costituzione di filiali comuni in forma societaria, essendo lo strumento tipico per l'esercizio collettivo di un'impresa, realizza sempre un'operazione di concentrazione. Il criterio distintivo tra imprese comuni concentrative e imprese cooperative è dunque individuato dal legislatore italiano nella presenza di un requisito giuridico formale dell'operazione, la costituzione di una nuova società; mentre il legislatore comunitario lo individua nella presenza di requisiti economici sostanziali, l'esercizio stabile di tutte le funzioni di un'entità economica autonoma e l'assenza di un coordinamento sul comportamento concorrenziale delle imprese che costituiscono l'impresa comune. Rispetto al criterio scelto dal legislatore comunitario, criticato per essere troppo ampio e di difficile applicazione concreta, quello scelto dal legislatore italiano, proprio perché si fonda su un requisito giuridico-formale, risulta più chiaro. Cfr. per tutti Corapi D., *In tema di interpretazione delle nozioni di concentrazione e di controllo nella legge 10 ottobre 1990 n. 287*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1992, I, p. 526 ss.

concentrativa si pone con riguardo a varie forme di possibile acquisto di controllo, comprese le imprese comuni; è pertanto singolare che la legge italiana, al contrario del regolamento comunitario, non ricordi espressamente il caso delle imprese comuni cooperative o concentrative.

La rilevanza di questa omissione, tuttavia, non può essere più di tanto significativa: la legge italiana accenna infatti alla distinzione tra operazioni cooperative e concentrative e non esclude espressamente le imprese comuni da tale distinzione; inoltre, all'interprete viene imposto di ispirarsi ai principi dell'ordinamento comunitario in materia di disciplina della concorrenza; ed infine, l'applicazione della distinzione tra operazioni cooperative e concentrative che non comprendesse le imprese comuni avrebbe un significato assai limitato. Pertanto, si deve concludere che anche le imprese comuni sono da ricomprendere nella distinzione in questione⁴⁹¹.

Tra le righe della normativa italiana risulta quindi possibile individuare una linea di demarcazione tra imprese comuni concentrative e cooperative, che ha implicazioni sia sul piano sostanziale che su quello procedurale⁴⁹².

Nell'ordinamento comunitario, lo si vedrà più avanti, le concentrazioni vengono qualificate come operazioni strutturali, prevedendo che le imprese che risultano dalla

⁴⁹¹ Cfr. Osti C., *Operazioni di concentrazione, Diritto antitrust italiano, cit.*, p. 612 ss.

⁴⁹² La qualificazione di un'impresa comune come concentrativa determina infatti l'applicazione delle disposizioni della normativa antitrust dedicate a tale categoria di operazioni e quindi, superate le soglie previste dall'art. 16 della legge 287/90, sorgerà l'obbligo della comunicazione all'Autorità garante. Al contrario, se l'operazione ha natura cooperativa, la comunicazione è un onere il cui adempimento ha lo scopo di evitare possibili sanzioni pecuniarie inflitte dall'Autorità, qualora essa abbia avviato l'istruttoria d'ufficio o su denuncia di terzi, nonché l'esercizio di azioni di nullità e di risarcimento del danno e consente di richiedere un'esenzione dal divieto di intese restrittive della concorrenza. Le modalità di espletamento della fase istruttoria sono identiche in entrambe le ipotesi. Sul piano sanzionatorio sussistono invece significative differenze poiché mentre le operazioni concentrative che determinano una restrizione della concorrenza potranno essere vietate ove non ancora realizzate, ovvero verranno adottate misure idonee a ripristinare condizioni di concorrenza effettiva ove la concentrazione sia già avvenuta, le operazioni cooperative, qualora determinino una restrizione consistente della concorrenza, risulteranno nulle ad ogni effetto e in questo caso sono anche previste sanzioni pecuniarie.

concentrazione debbano svolgere su base stabile tutte le funzioni di un'entità economica autonoma e che non possono avere come oggetto o effetto il coordinamento tra imprese indipendenti, per cui la costituzione di un'impresa comune concentrativa può essere definita come un'operazione che determina un mutamento durevole nell'attività delle imprese fondatrici e tale orientamento è penetrato in campo italiano tramite l'art. 1 della legge antitrust.

L'Autorità garante ha infatti negato natura concentrativa ad una serie di imprese comuni prive di autonomia ed economicamente dipendenti dalle società fondatrici, che spesso rimangono concorrenti effettive dell'impresa comune, per cui fondamentale per il riconoscimento della natura concentrativa dell'operazione è una valutazione positiva sotto il profilo dell'autonomia funzionale. Inoltre, come in sede comunitaria, anche in ambito nazionale la permanenza delle fondatrici sul mercato dell'impresa comune risulta ostativa al riconoscimento di natura concentrativa dell'operazione, mentre la totale assenza delle società madri è indice della mancanza di coordinamento del comportamento concorrenziale tra le imprese interessate e di conseguenza del carattere concentrativo dell'impresa comune⁴⁹³.

⁴⁹³ A tal fine, è bene ricordare che, fin dalle sue origini, la politica comunitaria della concorrenza perseguiva due obiettivi principali: da un lato fu necessario provocare lo smantellamento di intese e pratiche concordate tendenti alla chiusura del mercato comune lungo le frontiere nazionali, dall'altro si doveva facilitare l'adattamento delle imprese alle nuove dimensioni del mercato e accrescere la loro competitività su scala mondiale, favorendo la cooperazione e la concentrazione fra imprese di Stati membri diversi. Negli anni 60-70 il quasi inesistente grado di concentrazione delle imprese comunitarie era visto, infatti, non come un bene ma come un problema da risolvere per fronteggiare la concorrenza delle grosse *corporations* americane e giapponesi e per garantire una sostanziale integrazione dei mercati e delle economie degli Stati membri. Quando poi, in vista dell'instaurazione del mercato comune, le operazioni di concentrazione sono cominciate ad aumentare costantemente, ha iniziato a sorgere la convinzione della necessità di un controllo preventivo di tali operazioni in modo da scongiurare possibili effetti anticompetitivi; per questo motivo la Commissione ha per molti anni insistito perché le fossero dati gli strumenti per un controllo preventivo delle concentrazioni, poi concessi con il Regolamento 4064/89. Cfr. Frignani A., Waelbroeck M., *Disciplina della concorrenza nella CE*, Torino, 1996, p. 11. A supporto di quanto sopra esposto si consultino le fonti ufficiali della CE, riportate da Bertini S. Sassatelli M. in *Le concentrazioni in Europa e in Italia e la realizzazione del Mercato Unico*, Bologna, 1996, le quali dimostrano che il numero di operazioni di concentrazione tra imprese è aumentato a tassi crescenti, arrivando sino ad un aumento annuo del 44,8% nel 1987-88;

Infine, è stato riconosciuto carattere concentrativo ad imprese comuni operanti a monte o a valle delle fondatrici, che conducevano però anche attività autonome nelle successive fasi di produzione e distribuzione di beni e servizi e a imprese comuni che fornivano un modesto apporto alle funzioni svolte dalle fondatrici; mentre il coordinamento del comportamento concorrenziale è stato escluso ove sul mercato dell'impresa comune rimanga un'unica fondatrice che ne assume la guida operativa⁴⁹⁴.

Le imprese comuni cooperative sono invece caratterizzate dal fatto che due o più imprese controllano congiuntamente una filiale comune non destinata però a soppiantare le attività individuali delle fondatrici in un mercato determinato, ma ad affiancarsi ad esse, svolgendo così gli effetti di un'intesa tra concorrenti e richiedendo di conseguenza una valutazione diversa rispetto alle operazioni di natura concentrativa.

In particolare, l'Autorità garante ha affermato che devono considerarsi cooperative le imprese comuni prive di una propria autonomia ed indipendenza economica dal lato della domanda e dell'offerta e che fungono quindi da struttura servente rispetto agli interessi delle imprese fondatrici, che rimangono operanti sul mercato dell'impresa comune, ovvero su mercati a monte o a valle, o semplicemente contigui, e ha di conseguenza valutato alla stregua di intese una serie di imprese comuni operanti con o per conto delle fondatrici.

il tasso di crescita del 1988-89 è stato solo dell'8,5%, segnalando quindi un forte rallentamento, ma non un esaurimento o una contrazione delle dimensioni del fenomeno; nell'ultimo periodo le operazioni sono aumentate del 23,5% registrando, quindi, una nuova accelerazione.

⁴⁹⁴ Cfr. Leone V. M., *Recenti misure della Commissione in materia di controllo sulle concentrazioni*, in *Contratto e Impresa Europa*, 1996, p. 337; Sciandone F., *Il regolamento comunitario sulle concentrazioni: le recenti modifiche e le comunicazioni interpretative della Commissione* in *Contratto e Impresa Europa*, 1998, p. 629; Stella F., *Il regolamento CE n. 1310/97 del Consiglio che modifica il Regolamento (CEE) n. 4064/89 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese: un primo commento*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1998, p. 543.

Il trattamento riservato alle imprese comuni risulta differenziato in funzione della pericolosità stimata dal legislatore in ordine alla categoria cui l'impresa comune appartiene. Di conseguenza, le operazioni di tipo concentrativo, ritenute in linea di principio meno pericolose delle intese, potranno essere vietate solo nel caso in cui comportino la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale in modo da ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza; mentre le operazioni di tipo cooperativo, essendo fattispecie ad elevata pericolosità per il corretto funzionamento del mercato, risulteranno vietate ove abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare in maniera consistente il gioco della concorrenza all'interno del mercato nazionale o in una sua parte rilevante⁴⁹⁵.

L'art. 5.2 disciplina le ipotesi in cui pur essendo posta in essere un'operazione del tipo di quelle descritte al co. 1°, non si realizza una concentrazione rientrante nel campo di applicazione della normativa, prevedendo che qualora una banca o un istituto finanziario acquisti partecipazioni in un'impresa, al momento della sua costituzione o dell'aumento del suo capitale, al fine della rivendita sul mercato, non si realizza l'assunzione del controllo sull'impresa oggetto dell'acquisto, a condizione che detti enti, durante il periodo di possesso delle partecipazioni, comunque non superiore a ventiquattro mesi, non esercitino i diritti di voto inerenti alle partecipazioni stesse⁴⁹⁶.

⁴⁹⁵ In conclusione si può affermare che, in ambito nazionale, le imprese comuni cooperative strutturali sono state ritenute, per la maggior parte, non rientranti nel divieto di intese in quanto fattispecie normalmente inidonee a pregiudicare il funzionamento del sistema concorrenziale; ove invece è stata rilevata una distorsione consistente è stata concessa un'esenzione. Viceversa, le operazioni di *joint venture* che in realtà celano cartelli di prezzi, di produzione o di ripartizione del mercato sono soggette ad un trattamento molto più severo, risultando normalmente interdette qualora producano consistenti effetti restrittivi del gioco concorrenziale. Così Lo Cane P., *Le concentrazioni nel diritto antitrust italiano*, in *Diritto & Diritti*, ottobre 2001, p. 10 ss.

⁴⁹⁶ Per approfondimenti sul punto si vedano tra gli altri: Massari M., *Valore dei pacchetti di controllo e premio di maggioranza*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 1, 1989; Bigelli M., Mengoli S., *Acquisizioni di imprese e benefici privati dei gruppi di controllo: alcune evidenze empiriche per il*

La norma è ispirata al regolamento comunitario, ma a differenza di questo non prevede un eguale trattamento per le compagnie di assicurazione o per le società di partecipazione finanziaria e neppure per gli organi concorsuali; inoltre, non è richiesto che la banca o istituto finanziario eserciti normalmente l'attività di compravendita o intermediazione di titoli ed è esclusa la possibilità che possa esercitare il voto sulle azioni acquistate anche qualora ciò avvenga per ragioni diverse dalla volontà di determinare il comportamento concorrenziale dell'impresa, impedendo così alla banca di intervenire a protezione del proprio investimento finanziario.

In mancanza di chiarificazioni ufficiali, può risultare problematica la definizione degli istituti finanziari. Il riferimento contenuto nell'art. 16 che detta i criteri sostitutivi al calcolo del fatturato per gli enti che non ne producono, come appunto le banche e gli istituti finanziari, potrebbe indurre a ritenere che nella nozione possano essere ricomprese anche le società di partecipazione finanziaria, ma l'Autorità esclude tale possibilità per evitare di aprire pericolosi spiragli per l'aggiramento della normativa⁴⁹⁷.

La disposizione si riferisce esclusivamente all'acquisto di partecipazioni per cui, considerato anche il suo valore di eccezione rispetto agli obblighi altrimenti previsti dalla norma, si deve escludere che possa essere estesa per analogia a forme diverse di

mercato italiano, in *Finanza marketing e produzione*, n. 1, 1999; Dyck A., Zingales L., *Private Benefit of Control: an International Comparisons*, in *The Journal of Finance*, Vol. 59, n. 2, 2004.

⁴⁹⁷ Cfr. Toffoletto A., *Operazioni di concentrazione*, in *Concorrenza e mercato*, cit., p. 177 ss. In giurisprudenza, nella sentenza *Emilcarta/AgriFood Machinery*, il Tar Lazio si è soffermato sulla nozione di "fatturato delle attività di impresa oggetto di concentrazione", prevista dall'art. 19, co. 1° della legge n. 287/90 quale base di calcolo ai fini della quantificazione della sanzione per inottemperanza al divieto di concentrazione. In particolare, il Tar ha precisato che "la nozione di mercato rilevante rispetto ad una concentrazione consente di individuare compiutamente le attività di impresa che di questa costituiscono oggetto; ed è la stessa nozione che, in forza di tanto, permette di commisurare il trattamento sanzionatorio della singola infrazione allo spessore della relativa fattispecie".

acquisto di controllo, che potrebbero mettere la banca in contatto diretto con la gestione dell'impresa, rendendo così probabile l'esercizio di un'influenza su questa e rendendo altresì poco significativo il mancato esercizio del voto.

La previsione del fine della rivendita rende indifferente il fatto che la banca si ponga un fine speculativo, fiduciario, di garanzia, oppure che essa miri in realtà ad esercitare un'influenza imprenditoriale; ed indifferente è anche l'intervento successivo di un mutamento nel fine di rivendita, che deve sussistere solo al momento dell'acquisto.

L'obbligo di rivendita sul mercato esclude che il destinatario successivo delle partecipazioni possa essere preventivamente individuato e così anche che l'acquisto sia stato eseguito per conto di qualcuno; sempre al fine di evitare frodi, si deve inoltre escludere che la banca possa trasferire le partecipazioni ad un soggetto ad essa collegato.

Quanto all'impossibilità di esercitare il diritto di voto, si possono verificare situazioni di notevole difficoltà per l'impresa, specie nei casi in cui la partecipazione congelata è di significativa importanza, ma la legge non prevede soluzioni alternative.

L'esercizio del voto, che fa automaticamente acquistare all'operazione il carattere di concentrazione, non comporta che l'operazione debba essere considerata quale concentrazione sin dal momento del primo acquisto delle partecipazioni, ma la concentrazione si verifica solo *ex nunc*, e sempre che al momento dell'acquisto fosse presente il fine della rivendita sul mercato⁴⁹⁸.

Spesso le operazioni di concentrazione sono accompagnate da restrizioni della

⁴⁹⁸ Cfr. Osti C., *ult. op. cit.*, p. 610 ss.

concorrenza (come ad esempio il patto di non concorrenza che viene imposto al venditore in caso di cessione dell'azienda) concordate reciprocamente fra le parti, al fine di raggiungere tutte le finalità che esse si proponevano ponendole in essere⁴⁹⁹.

La normativa italiana, a differenza di quella comunitaria che prevede che la decisione che dichiara la concentrazione compatibile riguarda anche le restrizioni direttamente connesse alla realizzazione della concentrazione e ad essa necessarie, non contiene alcuna disposizione in proposito ma l'Autorità, fin dall'inizio della sua attività, ha correttamente ritenuto di esaminare le restrizioni accessorie congiuntamente all'operazione di concentrazione e quindi come parte di essa e non come intesa separata⁵⁰⁰.

L'art. 7 costituisce il naturale completamento dell'art. 5 relativo alla nozione di concentrazione, definendo la nozione di controllo in maniera sostanzialmente identica alla normativa comunitaria, con l'aggiunta del riferimento all'art. 2359 c.c.⁵⁰¹

⁴⁹⁹ Cfr. sul punto Megliani M., *La riforma della disciplina comunitaria del controllo delle concentrazioni tra imprese*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, vol. 18, n. 3, 2004, p. 685-724; Fattori P., Todino M., *La disciplina della concorrenza*, cit., p. 244.

⁵⁰⁰ Per restrizioni accessorie si intendono quelle disposizioni concordate tra le parti di una concentrazione che, pur senza far parte della concentrazione stessa, limitano la libertà d'azione sul mercato delle parti medesime. *“Perché le restrizioni siano considerate “direttamente connesse alla realizzazione della concentrazione”, non è sufficiente che le disposizioni relative siano state concordate allo stesso momento della concentrazione o che si inseriscano in tale contesto. Le disposizioni devono essere “necessarie alla realizzazione dell'operazione di concentrazione”, vale a dire che, se esse non esistessero, l'operazione non potrebbe essere realizzata o lo sarebbe soltanto in condizioni più aleatorie, a costi sostanzialmente più elevati, in tempi nettamente più lunghi o con ben minori possibilità di successo. Le disposizioni volte a preservare il valore dell'impresa trasferita, a mantenere la continuità delle forniture dopo lo smembramento di un insieme economico preesistente, o a permettere l'avvio di una nuova entità soddisfano solitamente i criteri di cui sopra”*. Così nella precedente Comunicazione della Commissione sulle restrizioni accessorie del 2001, punti 7 e 8, in *GUCE C 188*, p. 3. In dottrina si veda per tutti Toffoletto A., *ult. op. cit.*, p. 179 ss.

⁵⁰¹ Il legislatore italiano ha preferito fondarsi su un criterio di carattere giuridico-formale, dettato non con riferimento al controllo di un soggetto su un'impresa, ma al controllo di una società su un'altra società e questa scelta è coerente con un'esigenza sistematica; infatti è vero che l'assunzione del controllo quale operazione di concentrazione presenta connotati specifici rispetto all'assunzione del controllo quale operazione societaria, ma tali connotati possono portare ad un'integrazione delle due nozioni perché l'individuazione e la formalizzazione legislativa di situazioni di controllo di un'impresa su un'altra impresa, anche quando avviene per attuare discipline specifiche, non può

Si tratta quindi di una nozione molto ampia, che ricomprende tutte le ipotesi che conferiscono ad uno o più soggetti la possibilità di esercitare un'influenza determinante sull'attività di un'impresa, la quale si sostanzia nella possibilità di determinare il comportamento dell'impresa e dunque, in definitiva, di contribuire alla formazione e alle decisioni degli organi di gestione⁵⁰².

Inoltre, non rilevano gli strumenti (diritti, contratti o altri rapporti giuridici), né il modo in cui tali strumenti vengono utilizzati, assumendo rilevanza anche le circostanze di fatto. La norma prevede infatti che si ha controllo, oltre che nei casi contemplati dall'art. 2359 c.c., in presenza di diritti, contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono, da soli o congiuntamente e tenuto conto delle circostanze di fatto e di diritto, la possibilità di esercitare un'influenza determinante sulle attività di un'impresa, anche attraverso diritti di proprietà o di godimento sulla totalità o su parti del patrimonio di un'impresa e diritti, contratti, o altri rapporti giuridici che conferiscono un'influenza determinante sulla composizione, le deliberazioni o le

essere considerata episodica, e quindi irrilevante per individuare situazioni che sono comunque il presupposto della qualificazione dell'operazione di concentrazione che è più ampia e neutrale. D'altra parte, questa esigenza sistematica è estranea all'ordinamento comunitario che essendo formato da istituti e nozioni che sintetizzano e trascendono quelli degli ordinamenti degli Stati membri, non può che prescindere da valutazioni di carattere formale-sistematico e fare leva su un'autonoma ed informale individuazione delle situazioni da considerare. Sul punto cfr. Corapi D., *In tema di interpretazione delle nozioni di concentrazione e di controllo nella legge 10 ottobre 1990 n. 287*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1992, I, p. 532.

⁵⁰² La nozione di influenza determinante può essere infatti definita come possibilità di determinare l'azione di un'impresa, corrisponde cioè a quelle situazioni in cui la formazione della volontà di un'impresa non è più nella sua autonoma disponibilità ma è, di diritto o di fatto, trasferita ad un terzo che ha il potere di imporre la propria decisione. L'influenza determinante si avvicina quindi all'influenza dominante prevista, ad altri fini, dall'art. 2359 c.c., essendo un'influenza che da un lato non può lasciare alternative all'impresa e lasciar spazio a influenze diverse, in quanto essa è stringente ed assoluta, e dall'altro non è meramente negativa ma deve consistere nella positiva capacità di determinare la politica commerciale ed il comportamento di mercato dell'impresa ed imporla ad essa. La legge richiede inoltre che l'esercizio dell'influenza determinante sia reso semplicemente possibile per cui all'impresa può essere lasciata una notevole autonomia di gestione, anche se tale autonomia è di fatto revocabile *ad nutum* se solo la controllante lo voglia. Infine, la possibilità di controllo si deve estendere ad una certa durata di tempo, non essendo sufficiente che possa esercitarsi per circostanze eccezionali o comunque temporanee. Così Osti C., *Controllo, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993, p. 580 ss.

decisioni degli organi di un'impresa⁵⁰³.

L'art. 7.2 precisa quali sono i soggetti cui deve essere attribuito il controllo dell'impresa e li identifica con i titolari o i beneficiari delle posizioni soggettive di cui al co. 1° e con tutti coloro che pur non essendo titolari o beneficiari di tali posizioni soggettive, abbiano il potere di esercitare i diritti che ne derivano. La norma ha quindi una formulazione estremamente ampia riconoscendo che chiunque si trovi anche solo nella condizione di esercitare un'influenza determinante sull'attività di un'impresa sia titolare del controllo sulla stessa e possono trovarsi in questa condizione non solo una persona o un'impresa, ma anche un gruppo di persone o di imprese⁵⁰⁴.

L'art. 6 non contiene un divieto esplicito delle operazioni di concentrazione, ma individua un limite di liceità delle operazioni, conferendo all'Autorità garante il potere di autorizzare o vietare, con proprio provvedimento, le operazioni notificate. Tale limite, in analogia a quanto previsto in sede comunitaria, è fissato nella creazione o nel rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale, in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza.

Contrariamente a quanto sembra ritenere autorevole dottrina⁵⁰⁵, la lettera della

⁵⁰³ Cfr. Toffoletto A., *Controllo*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994, p. 227 ss.

⁵⁰⁴ Il fine della disposizione è di estendere l'ambito di applicazione della norma, ricomprendendovi tutti quei soggetti, persone fisiche o giuridiche ed entità non persone giuridiche, di diritto privato o pubblico, che non possono essere considerati imprese ai sensi del diritto della concorrenza, data la mancanza di legami con attività imprenditoriali, a condizione però che questi soggetti si trovino già, al momento dell'acquisto del controllo, in posizione di controllo di almeno un'impresa. La previsione del controllo da parte di più soggetti è ispirata alla fattispecie del patto di sindacato, attraverso cui più soggetti sono in grado di controllare un'impresa. L'acquisto del controllo da parte di più imprese o di un gruppo di imprese dà luogo ad una situazione di controllo congiunto che può essere tanto di diritto che di fatto e il controllo congiunto può essere acquistato, oltre che da più imprese, anche da più persone, sempre a condizione che tali persone detengano già il controllo di almeno un'impresa. Cfr. per tutti Osti C., *Controllo, Diritto antitrust italiano*, cit. p. 598 ss.

⁵⁰⁵ La dottrina italiana ed internazionale ha più volte sottolineato la rilevanza fondamentale dell'individuazione del mercato; per quella italiana, si veda ad es. Bruzzone G., *L'individuazione del mercato rilevante nella tutela della concorrenza*, in *Temi e Problemi*, a cura dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Roma, 1995, p. 12 secondo cui: "a livello normativo non è

legge consente di considerare il criterio svincolato dalla diversa fattispecie dell'abuso della posizione dominante, essendo conferito all'Autorità il potere di colpire operazioni poste in essere da imprese che prima del loro compimento non si trovavano a detenere tale posizione. Nessun comportamento abusivo appare infatti necessario ad integrare la fattispecie, dovendosi ritenere che la norma mira a colpire l'accentramento di un eccessivo potere di mercato in una sola impresa, la quale costituisce questa posizione di vantaggio non attraverso una crescita naturale ma attraverso la realizzazione di una o più operazioni di concentrazione.

Tuttavia, la principale differenza tra la fattispecie di abuso di posizione dominante da un lato, e di concentrazione dall'altro, consiste non tanto in una differenza qualitativa della posizione dominante, quanto in una differenza di prospettiva che deve ispirare il metodo di valutazione. Infatti, la valutazione degli abusi di posizione dominante è una valutazione operata *ex post*, nella quale il giudice deve in via preliminare risolvere il problema se l'impresa che si assume essere dominante è in condizione di esercitare un qualche potere di mercato e, una volta compiuto questo accertamento, l'indagine si concentra sulla eventuale concreta commissione di abusi e prescinde dalla capacità dell'impresa di conservare nel tempo la sua posizione; invece, nel valutare la legittimità di una concentrazione, si deve operare una sorta di

esplicitamente imposto che venga individuato un mercato rilevante come stadio distinto del processo di valutazione (...) di un presunto comportamento abusivo (...); tuttavia, esiste un ampio numero di riferimenti indiretti da cui emerge l'opportunità di fare riferimento, nell'analisi dei casi, ad una nozione di mercato ben definita. In particolare, indicatori strutturali quali le quote di mercato detenute dalle imprese o il grado di concentrazione dell'offerta sono necessariamente individuati rispetto ad un mercato. Laddove, come generalmente è il caso, viene attribuita importanza all'analisi di queste variabili nell'ambito del processo di valutazione della fattispecie, diviene indispensabile definire il contesto economico di riferimento". Si veda altresì Pappalardo A., *Concorrenza, intese, concentrazioni, posizioni dominanti nel diritto della concorrenza*, in *Enciclopedia del Diritto*, Aa. Vv, Torino, 1987, p. 372 secondo cui: "la nozione di posizione dominante evoca (...) una situazione di mercato nella quale un'impresa non è soggetta ad un grado di concorrenza sufficiente a condizionare la sua strategia e i suoi risultati. Si tratta di una nozione relativa che si definisce rispetto ad un ambito entro il quale il dominio si esercita. Questo ambito è il mercato, la cui delimitazione costituisce una tappa preliminare alla constatazione dell'esistenza (o dell'inesistenza) di una posizione dominante".

previsione, si deve cioè ipotizzare *ex ante* quale sarà lo sviluppo della situazione economica nel mercato rilevante, allo scopo di determinare se l'impresa risultante dall'operazione è in grado di mantenere inalterato nel tempo il potere di mercato acquisito con la concentrazione⁵⁰⁶.

L'operazione di concentrazione è vietata se comporta la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante. Tale previsione obbliga l'interprete ad un'operazione di prognosi, che si fonda su criteri strutturali in buona parte suggeriti dalla legge stessa, e che varranno a determinare se una posizione dominante sia costituita o rafforzata in maniera apprezzabile per un periodo di tempo sufficientemente lungo.

La distinzione tra costituzione e rafforzamento si rivela spesso scarsamente rilevante poiché una volta accertato che una determinata concentrazione del mercato viene raggiunta ha poca importanza determinare se la posizione dominante sia stata costituita o preesistesse e si sia solo rafforzata, anche perché di regola è assai più complesso determinare la costituzione piuttosto che il rafforzamento di una posizione dominante.

Nella prognosi occorrerà tener conto della possibilità che la posizione dell'impresa risultante dalla concentrazione non sia pari alla somma delle posizioni di mercato delle imprese partecipanti; inoltre, il rafforzamento può essere determinato da vantaggi di razionalizzazione dei costi, dall'accresciuto potere di mercato nei confronti dei fornitori, dalla razionalizzazione dell'offerta e dal conseguente migliorato accesso agli sbocchi di mercato, dalla più efficiente utilizzazione dei mezzi di produzione e dalla messa in comune delle capacità di

⁵⁰⁶ Cfr. Toffoletto A., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994, p. 183 ss.

ricerca. Infine, il rafforzamento può consistere nel consolidamento di una situazione non concorrenziale o nella creazione di un ostacolo alla riviviscenza della concorrenza.

L'art. 6.1 prevede poi che la costituzione o il rafforzamento della posizione dominante sono vietati se ed in quanto portino ad eliminare o ridurre la concorrenza in modo sostanziale e durevole⁵⁰⁷.

Con questa disposizione si è cercato di introdurre una regola *de minimis* nel controllo delle concentrazioni, conferendo con ciò una certa flessibilità nell'applicazione del criterio valutativo della posizione dominante, cercando di non considerare assolutamente dispositivi i criteri strutturali, e in particolare quello della quota di mercato. Essa introduce infatti un elemento di flessibilità nella valutazione della liceità delle concentrazioni da parte della Commissione per cui non ogni concentrazione che costituisca o rafforzi una posizione dominante, e quindi riduca la concorrenza, sarebbe vietata, in particolare in quanto essa permetta il raggiungimento di un'importante quota di mercato, ma solo quella che abbia effetti sostanziali sulla concorrenza, in quanto una posizione dominante in un mercato senza barriere all'ingresso o destinata a scomparire in breve, appare poco significativa⁵⁰⁸.

In materia di concentrazioni è poi fondamentale la definizione del mercato oggettivamente rilevante o del prodotto; infatti, più ristretta è la definizione del prodotto o gruppo di prodotti che sono considerati rilevanti per la valutazione della

⁵⁰⁷ Nell'art. 2.3 reg. CEE 4064/89 manca il riferimento alla durata temporale della restrizione della concorrenza; la dottrina ha ritenuto che tale riferimento fosse implicito nel diritto comunitario giacché, nell'ambito del diritto antitrust, nessun fenomeno appare assumere rilevanza se non nel medio periodo, sul punto si vedano tra gli altri: Toffoletto A., *Concorrenza e mercato*, in *Commento alla Legge 10 ottobre 1990 n. 287*, cit., p. 186; Ghezzi F., *Commentario breve al diritto della concorrenza*, cit., sub art. 6, cit., p. 406; Osti C., *Diritto italiano antitrust*, cit., p. 660. La Noce M., *Controllo delle concentrazioni tra imprese e criteri di valutazione*, in *Temi e problemi*, AGCM, 1996.

⁵⁰⁸ Cfr. Osti C., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993, p. 655 ss.

concentrazione, più facile è che la quota di mercato delle imprese partecipanti alla concentrazione si riveli elevata, e la concentrazione appaia di conseguenza restrittiva della concorrenza⁵⁰⁹.

Il formulario predisposto dall’Autorità definisce il mercato del prodotto, sulla scorta del formulario comunitario, come quello che comprende tutti i prodotti e i servizi considerati intercambiabili o sostituibili dal consumatore, in ragione delle caratteristiche dei prodotti, dei loro prezzi e dell’uso al quale sono destinati. Tale definizione, incentrata sul dato della sostituibilità funzionale come appare nella considerazione del consumatore, è quella tradizionalmente proposta per i casi di abuso di posizione dominante; tuttavia, nel campo del controllo delle concentrazioni è necessaria una più accentuata oggettivizzazione della definizione di mercato del prodotto poiché, mentre per quanto riguarda l’applicazione delle norme relative all’abuso di posizione dominante è possibile fare riferimento ad un ristretto gruppo di consumatori, nei confronti dei quali il comportamento abusivo è posto in essere, in quanto ciò è di regola sufficiente per accertare l’esistenza della fattispecie sanzionata dalla norma, nella prospettiva strutturale e necessariamente più ampia del controllo delle concentrazioni, invece, la definizione del mercato del prodotto non può incentrarsi sulla visione soggettiva di un ristretto gruppo di utilizzatori, ma deve aver

⁵⁰⁹ Per approfondimenti sul punto si veda: *Comunicazione della Commissione sulla definizione di mercato rilevante ai fini dell’applicazione del diritto comunitario della concorrenza*, in *G.U.C.E.* 9 dicembre 1997, C 372, p. 5 ss, in part. par. 7. La definizione è ripresa nel Formulario CO, Sezione 6, punto I, dove alla definizione riportata nel testo si aggiunge “Un mercato del prodotto rilevante può in qualche caso essere composto di una serie di prodotti e/o servizi distinti che presentano caratteristiche fisiche o tecniche in gran parte simili e sono pienamente intercambiabili”. La prassi della Commissione e della Corte di giustizia avevano già in precedenza elaborato una definizione di mercato del prodotto molto simile a quanto indicato nella Comunicazione e nel Formulario, si vedano ad es.: sentenza *Brands Company e United Brands Continentaal BV c. Commissione delle Comunità europee*, causa C-27/76, in *Racc.* 1978, p. 207 (cd. sentenza “United Brands”) in part. par. 10; 13 febbraio 1979, *Hoffmann – La Roche c. Commissione delle Comunità europee*, causa C-85/76, in *Racc.* 1979, p. 461, par. 21, sentenza C-322/81, *Michelin c. Commissione delle Comunità europee*, causa T-203/01, in *Racc.* 2003, II-4071, par. 23-37.

riguardo alle condizioni del mercato, deve cioè incentrarsi sull'astratta idoneità di un certo gruppo di prodotti a soddisfare il bisogno che l'interprete giunge a considerare oggettivamente rilevante.

Altrettanto importante ai fini pratici è la definizione del mercato geografico, che nel formulario dell'Autorità garante⁵¹⁰ viene definito, sulla scorta del regolamento comunitario sulla notifica delle concentrazioni, come l'area nazionale nella quale le imprese forniscono prodotti o servizi, e nella quale le condizioni di concorrenza sono sufficientemente omogenee e che può essere tenuta distinta dalle zone contigue perché in quest'ultime le condizioni di concorrenza sono sensibilmente diverse. Il formulario considera quindi che tra gli elementi pertinenti per la definizione del mercato geografico rientrano la natura e le caratteristiche dei prodotti e servizi, l'esistenza di ostacoli all'entrata o di preferenze dei consumatori, sensibili differenze delle quote di mercato delle imprese tra aree contigue o sostanziali differenze di prezzo.

Tale definizione si fonda quindi sulla giurisprudenza della Corte europea e sulla prassi decisionale della Commissione che hanno sempre posto l'accento sulla visione soggettiva del consumatore, in maniera simile a quanto avviene per la definizione di mercato del prodotto⁵¹¹.

⁵¹⁰ Il Formulario CO relativo alla notificazione delle operazioni di concentrazione fu pubblicato nella vigenza del vecchio Reg. 4064/89, dapprima nel 1990, nel 1994 e nel 1998. La versione ora in vigore è quella in allegato al Regolamento (CE) n. 802/2004 della Commissione del 7 aprile 2004 di esecuzione del Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, in *G.U.U.E.* 30 aprile 2004, L 133, p. 1 ss. Sul modello della definizione di mercato adottata nel Formulario CO era stato pubblicato anche il Formulario A/B, ora non più in vigore, allegato al Regolamento (CE) n. 3385/94 della Commissione, del 21 dicembre 1994, relativo alla forma, al contenuto e alle altre modalità delle domande e delle notificazioni presentate in forza del regolamento n. 17 del Consiglio, in *G.U.C.E.* 31 dicembre 1994, L 377, p. 28 ss.

⁵¹¹ Per quanto concerne i poteri riconosciuti al consumatore secondo l'orientamento prevalente in giurisprudenza con sentenza n. 1371/2006, *Codacons/Sms*, il Tar Lazio ha escluso la legittimazione dei consumatori e delle relative associazioni a ricorrere avverso i provvedimenti antitrust. In particolare, il Tar ha ribadito l'orientamento secondo cui la questione della legittimazione ad agire avverso i provvedimenti assolutori dell'Autorità va ricondotta "nell'ambito dei principi in tema di

Tuttavia, in questo caso risulta più evidente la volontà di limitare il mercato in base, più che alla considerazione soggettiva del consumatore, all'ambito oggettivo di attività economica nel quale le imprese forniscono i prodotti o i servizi.

La legge prevede che la posizione dominante conseguente ad un'operazione di concentrazione si debba estendere, perché si realizzi la fattispecie vietata dalla norma, al mercato nazionale, per cui l'intento del legislatore è quello di delimitare il campo di applicazione della legge italiana rispetto alla norma comunitaria, che ha riguardo al mercato comune o a una sua parte sostanziale.

Inoltre, a differenza dell'art. 3 relativo all'abuso di posizione dominante, l'art. 6 non contempla la possibilità che la posizione dominante si limiti all'ambito di una parte rilevante del mercato nazionale, così come del resto è previsto per il mercato comunitario. Tuttavia, se si ritenesse che tale mancanza è intenzionale⁵¹², sarebbe da

condizioni dell'azione e di requisiti necessari per individuare una situazione di interesse legittimo" (così già Consiglio di Stato, sentenza n. 3865/2004, *Motorola*, e *idem*, sentenza n. 1113/2005, *Sfir*), onde il soggetto terzo che non sia direttamente destinatario di un provvedimento è legittimato a ricorrere solo laddove: i) il suo interesse sia *differenziato* da quello della collettività generale; ii) sia *qualificato* giuridicamente, cioè oggetto di una valutazione positiva da parte dell'ordinamento; iii) subisca una lesione personale, attuale e concreta per effetto dell'omesso o inadeguato esercizio del potere. Alla luce di questi principi, i giudici amministrativi hanno ritenuto che i consumatori e le relative associazioni "pur vantando facoltà partecipative previste a vario titolo dall'ordinamento", "non si trovano in diretto collegamento con le scelte del regolatore", onde l'eventuale lesione loro derivante dall'illecito concorrenziale ha "natura indiretta". Questa carenza di legittimazione lascia naturalmente integra "la possibilità di utilizzare la strada della tutela procedimentale con atti di impulso o di intervento ovvero esperire, ove ne ricorrano i presupposti, l'azione risarcitoria o di nullità innanzi al giudice civile ai sensi dell'art. 33 l. n. 287/90".

⁵¹² Per quanto concerne l'elemento soggettivo relativo all'intenzionalità dei comportamenti anticoncorrenziali, il Consiglio di Stato, nella decisione resa sul caso *Test diagnostici per diabetici*, ha confermato il noto indirizzo secondo il quale, ai fini della sanzionabilità di un illecito antitrust, sotto il profilo dell'elemento soggettivo "non è necessaria la consapevolezza di trasgredire un puntuale divieto normativo", essendo sufficiente "la consapevolezza dell'esito anticoncorrenziale delle condotte, in re ipsa insito nel programmato e sistematico boicottaggio delle gare". In termini analoghi, il Tar Lazio, nella sentenza resa nel caso c.d. *Mercato del calcestruzzo*, ha confermato che non è necessario che un'impresa sia conscia di trasgredire le norme antitrust, "essendo sufficiente che la stessa non potesse ignorare che il suo comportamento aveva quale scopo la restrizione della concorrenza. A tale indicazione si coordina, poi, il disposto dell'art. 3 della legge n. 689/1981 (richiamato dall'art. 31 della legge n. 287/1990), che secondo l'interpretazione giurisprudenziale nazionale non richiede la concreta dimostrazione del dolo o della colpa, ma inversa in pratica sull'autore del fatto l'onere di provare di avere agito senza colpa". Il Tar Lazio, nella sentenza *Lottomatica/Sisal*, ha peraltro sostenuto che "l'elevato grado di consapevolezza delle parti sulla possibile portata restrittiva dei comportamenti tenuti" costituisce un ulteriore aspetto, insieme alla

considerare irrilevante qualsiasi posizione dominante che non si estende all'intero territorio nazionale; per evitare ciò è stato allora ripristinato un criterio di rilevanza in base al quale è possibile rinvenire, in certe situazioni, l'esistenza di un mercato geografico che non coincide con quello nazionale, in ragione delle possibili particolarità del prodotto o del servizio (particolari usanze e preferenze dei consumatori locali, normative locali, particolarità nei prodotti o nella loro distribuzione, costi di trasporto) che dovranno essere specificatamente dimostrate.

Anche nella definizione del mercato geografico rilevante si deve tener conto della concorrenza internazionale la quale, nel campo del controllo delle concentrazioni, viene in considerazione sotto un duplice profilo: da un lato il mercato geografico rilevante per un certo prodotto o servizio può oltrepassare le frontiere nazionali, per cui una volta definito il mercato a livello mondiale, si deve determinare se esiste o è stata rafforzata una posizione dominante sul mercato nazionale, dall'altro è necessario considerare le correnti di acquisto e delle importazioni effettivamente compiute sul territorio nazionale, tanto di beni, quanto di servizi⁵¹³.

La norma contiene poi l'indicazione di una serie di fattori di riferimento di cui l'Autorità deve tener conto nella valutazione relativa all'esistenza e al rafforzamento della posizione dominante, che ricalca i criteri adottati dalla Commissione e dalla Corte di Giustizia in sede di applicazione dell'art. 82 del Trattato.

Come avviene con riguardo agli accertamenti sull'esistenza della posizione dominante, notevole rilevanza per determinare la posizione sul mercato delle imprese interessate viene attribuita alla quota di mercato detenuta dalle medesime, che

intrinseca gravità della natura dell'illecito, per affermare la “*considerevole offensività dei comportamenti censurati*”. Articolo preso da www.agcm.it/trasp-statistiche/doc_download/1442-cap-22.html

⁵¹³ Cfr. Osti C., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993, p. 672 ss.

assume importanza sotto diversi aspetti⁵¹⁴.

Strettamente collegati alla quota di mercato sono poi la possibilità di scelta dei fornitori e degli utilizzatori e l'andamento della domanda e dell'offerta dei prodotti o servizi in questione, che consentono all'Autorità di valutare da una parte in che misura fornitori ed utilizzatori si troveranno a dipendere dall'impresa risultante dalla concentrazione e dall'altra, in quali condizioni si trova il mercato⁵¹⁵.

Il significato del riferimento alla situazione competitiva dell'industria nazionale consiste invece nel ricordare all'interprete, se ce ne fosse bisogno, di considerare nel processo valutativo della posizione dominante la concorrenza internazionale, in quanto essa si espliciti nel territorio nazionale, direttamente o sotto forma di importazioni.

⁵¹⁴ La quota di mercato assoluta individuale dell'impresa che risulta dalla concentrazione, laddove superi certe soglie, è indice concreto della reazione o del rafforzamento di una posizione dominante; la quota di mercato assoluta collettiva, cioè la somma delle quote di mercato delle imprese, è un'importante indicazione della probabilità di comportamenti collusivi interdipendenti, cioè della creazione di una posizione dominante collettiva; la quota di mercato relativa è importante sia nel caso di posizione dominante individuale perché una quota di mercato elevata in assoluto è resa meno significativa dalla presenza di altre quote di mercato di importanza comparabile nello stesso mercato e viceversa, che nelle situazioni oligopolistiche, dove la collusione è tanto più facile, quanto più esiguo è il numero degli oligopolisti e più significative le loro quote di mercato; lo sviluppo delle quote di mercato è invece rilevante perché una quota stabile nel tempo è indice di una posizione dominante consolidata, mentre una quota dominante fluttuante indica il permanere di una certa concorrenza. Cfr. Osti C., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*, cit., p. 704 ss.

⁵¹⁵ L'esame del primo fattore riporta alla considerazione della relatività della nozione di potere di mercato, la cui valutazione è sempre compiuta in relazione al potere di mercato della c.d. controparte di mercato, il quale, tuttavia, può essere considerato solo laddove abbia una particolare rilevanza nei confronti di quelle specifiche imprese che partecipano alla concentrazione e della posizione dominante delle quali, quindi, si tratta, rispetto alle altre imprese presenti in quel mercato. Per quanto riguarda il secondo fattore, è indubbio che in un mercato stagnante, ove cioè la domanda non cresce e le condizioni della concorrenza sono stabili, è più facile per le imprese porre in essere pratiche collusive e quindi esercitare collettivamente un potere di mercato; la concorrenza si incentrerà quindi sullo sforzo delle imprese di qualificare il proprio prodotto attraverso la differenziazione della qualità del prodotto nella considerazione dell'utilizzatore. Se la situazione di mercato maturo non è di regola difficile da discernere in pratica, più difficile è invece stabilire se in una situazione di mercato in crescita, o in una situazione in cui l'offerta non è in grado di soddisfare la domanda, la costituzione di una posizione dominante debba essere giudicata con particolare favore e la valutazione di tali situazioni pone gli stessi problemi di quella della concorrenza potenziale, per cui la possibilità di entrata o l'intensificazione della concorrenza non possono valere a compensare la certezza della costituzione o rafforzamento di una posizione dominante. Cfr. Osti C., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*, cit., p. 700 ss ed in part. p. 734.

La concentrazione deve essere infine valutata tenendo conto delle barriere all'entrata sul mercato di imprese concorrenti, cioè dei requisiti (necessità di forti investimenti di capitale, disponibilità di sofisticate tecnologie, elevato grado di integrazione verticale, ecc.) che deve possedere l'impresa che intenda entrare sul mercato, per cui tanto più difficili e rari essi sono, tanto più alte saranno le barriere⁵¹⁶.

Tra i fattori di analisi rilevanti nella valutazione delle concentrazioni, non espressamente ricordati dalla legge, vengono in considerazione il potere economico e finanziario delle imprese partecipanti all'operazione, l'innovazione, la omogeneità o eterogeneità dei prodotti, la trasparenza del mercato e la disponibilità di informazioni, l'esistenza di imprese marginali, le caratteristiche dei compratori, dei venditori e delle transazioni sul mercato rilevante, l'eliminazione di un concorrente significativo, e la storia del mercato.

L'art. 6.2 dispone che l'Autorità, al termine dell'istruttoria, deve vietare le concentrazioni che creano o rafforzano una posizione dominante sul mercato nazionale, in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza, ma dispone anche che può autorizzare tali operazioni prescrivendo le

⁵¹⁶ Il fattore delle barriere all'ingresso è un aspetto della questione della concorrenza potenziale, che pur non essendo esercitata in atto, potrebbe esserlo, per qualunque ragione, in caso di esercizio del potere di mercato da parte dell'impresa dominante, con l'effetto di impedire o attenuare tale dominanza. In pratica quello delle barriere è l'elemento più importante ai fini della valutazione della concentrazione, in contrapposizione a quello delle quote di mercato; infatti, anche la più elevata quota di mercato può diventare irrilevante di fronte al fatto che una o più imprese si accingono ad entrare nel mercato rilevante, riportando la posizione di mercato dell'impresa a limiti fisiologici. La norma fa menzione dell'esistenza di barriere all'ingresso, e non invece della creazione di esse e quanto alla loro identificazione non precisa di quali elementi si tratti, a differenza del regolamento comunitario che fa riferimento sia a barriere di diritto o giuridiche (dazi, quote di importazione, autorizzazioni per particolari attività, obblighi per ragioni di protezione dell'ambiente) che a barriere di fatto (costi di trasporto, disponibilità di risorse limitate, fedeltà della clientela, costi sommersi). Se, in linea di massima, l'identificazione delle barriere all'ingresso non pone problemi, questi si presentano invece rispetto alla loro misurazione e alla valutazione della loro rilevanza pratica nel caso specifico ed è lasciato all'interprete il compito di risolvere tali problemi nel caso concreto. Cfr. Osti C., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*, cit., p. 722 ss.

misure necessarie ad impedire tali conseguenze⁵¹⁷.

La norma conferisce quindi all’Autorità un certo margine di discrezionalità, forse superiore a quello riconosciuto nel diritto comunitario alla Commissione, perché le consente di autorizzare anche operazioni che rischiano di produrre le conseguenze sanzionate, accompagnando il provvedimento con la prescrizione delle misure necessarie ad impedire che tali conseguenze si producano effettivamente.

Pertanto, l’Autorità di fronte all’alternativa di vietare l’operazione o autorizzarla prescrivendo le misure necessarie ad evitare la realizzazione degli effetti anticoncorrenziali vietati, è dotata di un certo potere discrezionale, che però non deve essere inteso come reale discrezionalità amministrativa, ma resta confinato ad una mera discrezionalità tecnica perché in nessun caso potrà essere autorizzata un’operazione che determina le conseguenze che la legge vuole evitare⁵¹⁸.

⁵¹⁷ Per quanto concerne i presupposti delle misure applicabili dall’AGCM il Consiglio di Stato, nel caso *FIAIP*, ha confermato che non vi è alcun rapporto di necessaria pregiudizialità della diffida rispetto alla sanzione di cui all’art. 15 della legge n. 287/90 anche per le infrazioni gravi, considerato che la norma consente, senza ulteriori passaggi, l’immediata applicabilità della sanzione pecuniaria; il dato letterale, inoltre, “è suffragato, sul piano logico, dalla funzione contestualmente anche deterrente della sanzione, la quale assolve al duplice scopo di reprimere il comportamento e di ordinarne la cessazione in guisa da rendere non necessario uno specifico ed ulteriore atto sollecitatorio”. Nella sentenza relativa al caso *Lottomatica/Sisal*, il Tar Lazio ha ribadito l’intrinseca gravità della “pratica orizzontale di ripartizione dell’intero mercato che, in quanto tale, configura una restrizione molto grave della concorrenza”. Nella decisione relativa al caso *FIAIP*, il Consiglio di Stato ha riconosciuto carattere di gravità a un’infrazione posta in essere da un’associazione di imprese “sia per la tipologia dello strumento utilizzato (codici deontologici), sia per la natura dei soggetti agenti”, trattandosi delle associazioni più rappresentative a livello nazionale; al riguardo, è stato ritenuto non decisivo il numero degli associati “a fronte di un’associazione operante sul piano nazionale e rappresentata nelle commissioni di ruolo degli agenti di affari di mediazione immobiliare di tutte le camere di commercio italiane”.

⁵¹⁸ Cfr. Toffoletto A., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*, *Concorrenza e mercato*, cit., p. 206 ss.

6. LA DISCIPLINA GIURIDICO - FINANZIARIA ANTITRUST SULLE CONCENTRAZIONI TRA IMPRESE: DAL REGOLAMENTO 4064/89 AL REGOLAMENTO 139/2004

Come si è già visto nel corso del presente lavoro, la dinamica sottesa alle aziende è il più delle volte orientata sia a massimizzare il profitto, sia ad estendere la propria potenza economica societaria attraverso fusioni, acquisizioni e accordi con le altre compagini societarie appartenenti al mercato di riferimento.

Le numerose relazioni che le aziende compiono per i fini di cui sopra, necessitano di una regolamentazione che, pur presupponendo la normativa codicistica vigente e quella di derivazione comunitaria⁵¹⁹, operi concretamente nella prassi vigilando sul

⁵¹⁹ Sulla normativa europea si veda approfonditamente il paragrafo successivo del presente capitolo. In particolare si può comunque anticipare che l'art. 1, co. 4°, della legge antitrust dispone che, "L'interpretazione delle norme contenute nel presente titolo è effettuata in base ai principi dell'ordinamento delle Comunità europee in materia di disciplina della concorrenza". Il richiamo ai principi comunitari è finalizzato a realizzare l'uniforme applicazione nel mercato unico della disciplina antitrust, ove la sostanziale identità della legge n. 287/1990 rispetto alle norme comunitarie sulla concorrenza facilita questo compito, ulteriormente agevolato dalla prossima attuazione del Regolamento n. 1/2003 (sulla c.d. "modernizzazione"). In dottrina, si è notato inoltre [cfr. Benedettelli M.V., *Sul rapporto fra diritto comunitario e diritto italiano della concorrenza (riflessioni in margine al disegno di legge n. 3755 ed al regolamento comunitario sulle concentrazioni)*, in *Foro it.*, 1990, IV, p. 237], che il richiamo ai principi di diritto comunitario costituisce una "norma di interpretazione autentica", operante attraverso il rinvio ai principi desumibili dal diritto di un altro ordinamento, principi che si sostanziano nella garanzia di una concorrenza leale non falsata (cfr. Corte di Giustizia, sentenza 14 febbraio 1978, *United Brands*, in *Racc.*, 1978, p. 207 ss), nella realizzazione dell'integrazione del mercato (cfr. Corte di Giustizia, sentenza 17 luglio 1996, *Consten e Grundig*, in *Racc.*, 1966, p. 457 ss), e nella funzionalizzazione dei poteri statali agli obiettivi della Comunità. In forza di tale interpretazione autentica, la prevalenza del diritto comunitario deve ritenersi operante anche rispetto all'utilizzo di eventuali nozioni di diritto interno; ciò varrebbe, in particolare, non solo per le "nozioni essenziali" della disciplina antitrust, ma anche per le nozioni "strumentali" all'attuazione della legge. Sulla scorta di una diversa lettura, alcuni autori hanno concluso che l'art. 1, co. 4°, debba essere considerata una norma applicabile *ad nutum*, che nessun obbligo impone agli organi nazionali e che riguarda le sole nozioni di carattere tecnico richiamate al Titolo I della legge n. 287/1990, non definite dall'ordinamento ovvero definite ma con diversi contenuti e finalità, cfr. per

corretto funzionamento del mercato e delle transazioni che in esso trovano la loro linfa vitale⁵²⁰.

A tal fine, dal punto di vista normativo occorre ricordare che la legge

tutti Guarino A., *Sul rapporto tra la nuova legge antitrust e la disciplina comunitaria della concorrenza*, in *Contr. e Impr.*, 1991, p. 654.

⁵²⁰ A tal fine, appare opportuno il richiamo alle parole di Irti N., *Il diritto della transizione*, in *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 2004, p. 154, il quale pone in risalto il fatto che “il regime del mercato (o, se si vuole, il mercato come statuto giuridico della concorrenza e delle relazioni di scambio) si va costruendo *fuori dal codice civile*”. Sui micro-sistemi che si giustappongono al “sistema codice” si veda, dello stesso A. *Leggi speciali (dal mono-sistema al poli-sistema)*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, I, p. 141 ss; *L'età della decodificazione*, Milano, 1979; nonché *I cinquant'anni del codice civile*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1992, I, p. 227 ss. L'irruzione delle leggi speciali, quale fonte sempre più rilevante nel diritto dei contratti ed il conseguente fenomeno di *decodificazione* e di instaurazione di microsistemi extracodicistici, è evidenziato altresì da Roppo V., *Il contratto del duemila*, Torino, 2002, p. 9-11, il quale, nel richiamare le leggi speciali “di ultima generazione” (tra cui la legge in tema di: cessione dei crediti d'impresa, legge 21 febbraio 1991, n. 52; contratti negoziati fuori dei locali commerciali, d.lgs. 15 gennaio 1992, n. 50; contratti bancari e di credito al consumo, d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385; viaggi, vacanze e circuiti “tutto compreso”, d.lgs. 17 marzo 1995, n. 111; contratti di assicurazione vita, d.lgs. 1995, n. 174, e di assicurazione danni, d.lgs. n. 175/1995; contratti relativi alla prestazione di servizi finanziari, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58; contratti per la vendita di multiproprietà, d.lgs. 9 novembre 1998, n. 427; contratti di subfornitura, legge 18 giugno 1998, n. 192; contratti a distanza, d.lgs. 22 maggio 1999, n. 185; indicazione dei prezzi offerti ai consumatori, d. lgs. 25 febbraio 2000, n. 84), ne evidenzia, quali tratti comuni, la derivazione comunitaria e in particolare l'obiettivo ultimo di regolazione del mercato e la vocazione marcatamente settoriale. L'Autore, a quest'ultimo proposito, registra nelle stesse pagine la nuova centralità dei tipi contrattuali a scapito del “contratto in genere” e la crescente difficoltà a ricostruire, in questo quadro di frammentazione sempre più spinta, una significativa unitarietà della figura contrattuale. Negli stessi termini anche Chinè G., *Il consumatore*, in *Diritto privato europeo*, a cura di Lipari N., vol. I, Padova, 1997, p. 164 ss. Nello stesso senso si veda altresì Zeno Zencovich V., *Diritto europeo dei contratti (verso la distinzione tra “contratti commerciali” e “contratti dei consumatori”)*, in *Giur. it.*, 1993, IV, p. 57, il quale sottolinea a proposito della trasformazione che la disciplina contrattuale sta subendo sulla scia della affermazione di nuovi mercati aperti e transnazionali e soprattutto in relazione all'impatto che la normativa di derivazione comunitaria ha esercitato ed esercita sul nostro sistema normativo, che “quello di cui occorre prendere atto è che è in corso una vasta modifica non di questo o di quell'aspetto del diritto dei contratti, ma dell'intera materia in tutti i suoi momenti. Il mutamento è determinato non da una riforma legislativa votata dal nostro Parlamento, né da una generale revisione del codice civile, bensì dalla prepotente pressione del diritto comunitario che impone ai legislatori nazionali di adeguare e uniformare il proprio ordinamento alle Direttive della Comunità”. Il fenomeno *de quo*, sottolinea Camardi C., *Integrazione giuridica europea e regolazione del mercato. La disciplina dei contratti di consumo nel sistema del diritto della concorrenza*, in *Europa e dir. priv.*, 2001, p. 713, è quello di una “nuova crisi dell'idea di Codice, diversa da quella determinata fino a due decenni addietro dal proliferare della legislazione speciale, e definita efficacemente in termini di *decodificazione*. Allora la perdita di spazi regolativi da parte dello strumento codicistico si consumava all'interno del sistema statale (...). Oggi la crisi del codice manifesta la crisi del potere statale, e l'affermazione di politiche legislative sopranazionali fortemente tributarie di una filosofia liberale, non in contrasto con quella cui il codice civile si è ispirato, ma ugualmente foriera, in ragione delle sue dimensioni spaziali non territoriali, della sopravvenuta insufficienza regolativa dello strumento unitario”. Si veda da ultimo anche Di Marzio F., *Verso il nuovo diritto dei contratti (note sulla contrattazione diseguale)*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, p. 722, nota 5, osserva che “come ogni fenomeno dell'età moderna, anche la ridefinizione del diritto contrattuale, fondandosi su esigenze inedite e aprendosi ad aspettative mai prima concepite, si manifesta come un *movimento di rottura* rispetto al passato”.

costituzionale n. 3 del 2001 ha modificato l'art. 117 Cost., citando per la prima volta la parola concorrenza nella Costituzione, con l'inserimento – alla lettera e) - della “tutela della concorrenza” fra le materie riservate alla competenza esclusiva dello Stato. L'art. 3, co. 2°, del Progetto di Costituzione europea, dedicato agli obiettivi dell'Unione recita: “l'unione offre ai suoi cittadini uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia senza barriere interne e un mercato unico nel quale la concorrenza è libera e non distorta”.

In particolare, la creazione di un sistema di norme tra loro coordinate, che permetta di proteggere il mercato relativo agli Stati membri dell'Unione europea rispetto ad alterazioni della concorrenza, è realizzata mediante la previsione di regole applicabili alle imprese, che impediscano loro l'adozione di comportamenti incompatibili con un sistema di concorrenza efficace: è il caso dei divieti di intese restrittive della concorrenza e di abuso di posizione dominante posti dagli artt. 81 e 82 (*ex artt. 85 e 86*)⁵²¹ del Trattato UE e della disciplina sulle concentrazioni, di cui al Regolamento 4064/89 e successive modifiche e integrazioni, poi sostituito dal Regolamento 139/2004⁵²².

La politica europea di concorrenza, mira infatti a garantire l'unità del mercato interno e a prevenire la formazione di monopoli sia mediante intese tra imprese che mediante operazioni di concentrazione, impedendo alle imprese di spartirsi il mercato mediante accordi conservativi. Inoltre, obiettivo della politica di concorrenza è impedire che una o più imprese sfruttino indebitamente il loro potere

⁵²¹ Riguardano inoltre la concorrenza: i regolamenti 2790/99 in tema di intese verticali, il 1475/2002 in tema di distribuzione di automobili e il 1/2003 in tema di intese, la legge n. 287 del 1990.

⁵²² Cfr. Munari F., *Le regole di concorrenza nel sistema del Trattato, Il diritto privato dell'Unione europea*, Torino, 2000, p. 1149 ss; Frignani A., Pardolesi R., *La concorrenza*, Torino, 2006, p. 1-22; Niro R., *Profili costituzionali della disciplina antitrust*, Padova, 1994, p. 136 ss; Lucani M., *La Costituzione italiana e gli ostacoli all'integrazione europea*, in *Pol. dir.*, 1992, p. 557 ss.

economico a discapito di imprese minori⁵²³.

Si è già detto che il possesso da parte di un'impresa di una posizione dominante attribuisce soltanto la possibilità di abusarne e non realizza anche l'abuso stesso.

⁵²³ La presenza di un'illecita collusione tra le imprese operanti in un dato settore deve essere infatti considerata, da un lato, quale esito di un comportamento idoneo a compromettere il generale equilibrio di mercato, e dall'altro quale sintomo ed indice di un abusivo esercizio del potere negoziale ed economico di cui le singole aderenti al *pactum* dispongono, perpetrato e concretizzato nella successiva stipulazione di contratti a valle. Sul punto si veda un passo di Oppo G., *Diritto dell'impresa e morale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1992, I, p. 15 ss, il quale osserva che: "E' comunemente riconosciuto che la libertà di iniziativa non è un valore meramente economico ma è anche un valore della persona: l'esercizio della libertà di iniziativa è dunque svolgimento della personalità, come è svolgimento della personalità il lavoro, presidiato non solo da libertà ma da diritto. Impresa e lavoro sono altresì modi di adempimento del dovere (art. 4 Cost.) di concorrere con la propria attività al progresso materiale o spirituale della società. In questa prospettiva è accettabile, e compatibile con il principio di uguaglianza, che la concorrenza non sia difesa contro l'affermazione naturale della personalità di chi opera nell'impresa e per l'impresa, non sia difesa contro la creatività dell'imprenditore e il suo successo sul mercato; e sia invece difesa contro comportamenti diversi, diretti o idonei a togliere spazio all'affermazione della personalità altrui in ciò che questa affermazione significa per i singoli e in ciò che apporta alla collettività e all'arricchimento dello stesso ambiente sociale. In questo senso e in questo ambito, mantenere, anche con sacrificio di certi comportamenti per sé in regola con il principio di iniziativa, un'area di concorrenza non tanto come arena di una gara da combattere per il mercato quanto come spazio preservato alla compresenza, all'azione, alla creatività, insomma al realizzarsi della personalità dei consociati, ha valore che sovrasta l'ispirazione economicistica e anche alla rigidità della logica giuridica. In questo senso può sembrare che al vertice del diritto dell'impresa abbia trovato posto, con la normativa antitrust, quella conciliazione tra valori individuali e collettivi che è l'essenza stessa della morale sociale" (p. 36). L'interesse pubblico alla tutela del mercato, che passa necessariamente per la tutela dei soggetti di volta in volta contrattualmente più deboli (non solo il consumatore, dunque, ma anche il professionista), impone di calibrare la scelta e la disciplina del rimedio all'interesse sotteso al contratto a valle e su cui il rimedio stesso va ad incidere, secondo l'approccio *funzionale* caro al recente *trend* normativo di derivazione comunitaria, concentrato non più sul singolo atto ma sulla complessiva attività economica dell'impresa di cui il contratto rappresenta il principale strumento e di cui costituisce un singolo momento. Per assicurare un punto di equilibrio tra le anzidette esigenze, e anche in considerazione della sempre maggiore complessità delle condotte anticoncorrenziali e della conseguente impossibilità della legislazione a tutela della concorrenza di prevedere tutte le possibili ipotesi che possono verificarsi nella pratica, diventa allora fondamentale il fatto che la disciplina a tutela della concorrenza lasci un margine di discrezionalità alle Autorità demandate all'applicazione della normativa *antitrust*, che attribuisca una certa libertà di movimento nella ricerca della linea di demarcazione tra le condotte che effettivamente arrecano un danno alla concorrenza e comportamenti innocui ai fini dell'efficienza del mercato in generale. In questo senso, sembra pertanto che il principio che meglio possa aiutare le Autorità *antitrust* comunitarie e nazionali sia quello di ragionevolezza nella valutazione della anticoncorrenzialità o meno delle condotte, principio che trova un suo corrispondente nella teoria di origine statunitense della *rule of reason*. L'accostamento tra principio di ragionevolezza e teoria della *rule of reason* può compiersi proficuamente purché si tenga sempre presente che la tradizione di *civil law* europea tende pur sempre a essere più formale e legata al dato normativo, mentre negli Stati Uniti prevale una visione pragmatica, strettamente legata al contesto socio-economico in cui ci si muove. Per un approfondimento si vedano tra gli altri: Manzini P., *I paraferali del giudizio antitrust: regola della ragionevolezza, restrizioni accessorie, divieto "per sé"*, in *Giur. comm.*, 2003, II, p. 283 ss; Alunni Bravo A., Simone P., *United states of America vs. Microsoft corporation: le sentenze dell'antitrust e lo Sherman act*, in *Giust. civ.*, 2000, II, p. 345 ss; Tavassi M., Scuffi M., *Diritto processuale antitrust italiano*, 1998, p. 100-101; Di Via L., *Alcune riflessioni sulla rule of reason ed il concetto di consistenza di una restrizione della concorrenza*, Milano, 2004, p. 316 ss.

Tuttavia compito istituzionale dell’Autorità garante della concorrenza e del mercato in materia di antitrust è non solo quello di impedire l’illecito sfruttamento delle posizioni dominanti (cfr. artt. 2 e 3 della legge n. 287/90: divieto di intese e abuso di posizione dominante), ma anche quello di contrastare la formazione di quelle più pericolose per una effettiva esistenza della concorrenza (cfr. art. 6 l. n. 287/90).

Gli economisti sono soliti definire con il termine concentrazione, il risultato di un processo economico che può essere conseguito attraverso una pluralità di strumenti giuridici tra loro alternativi nella forma, ma equivalenti nella sostanza, in quanto tutti idonei a produrre una modifica duratura nella struttura delle imprese interessate, modifica che consiste nel fatto che un’impresa incrementa il proprio potere di mercato attingendo ad economie di terzi, invece che attraverso un processo di crescita interna⁵²⁴.

Malgrado questa esigenza, nel Trattato UE non figura alcuna disposizione *ad hoc* per le concentrazioni, per cui fino all’approvazione di una specifica disciplina, le sole norme applicabili in materia erano gli artt. 81 e 82 dello stesso Trattato⁵²⁵. Tuttavia

⁵²⁴ Cfr. in dottrina: Spolidoro M. S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Le Società*, 1995, p. 475; Mangini V., *Diritto antitrust*, Torino, 2000, p. 75; Fattori P., Todino M., *La disciplina delle concorrenza in Italia*, Bologna, 2004, p. 278 ss; Niutta A., *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell’organizzazione del gruppo di società*, in *Rivista delle Società*, n. 6, 2003; Notari M., *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, p. 348; Campobasso G. F., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2008, p. 290; Corapi D., *Le società per azioni*, in: AA.VV., *Diritto privato comparato – Istituti e problemi*, Bari, 2006, p. 188; Serafini S., *La qualificazione dei rapporti di controllo ai fini dell’accertamento dell’obbligo di redazione del bilancio consolidato*, in *Rivista Diritto Commerciale*, 2004, p. 115. Si deve altresì considerare che la giurisprudenza è stata abbastanza incerta sulla definizione di concentrazione e si è basata essenzialmente su indicazioni di principio per inquadrare tale fenomeno discorsivo della concorrenza. A tal fine, occorre basarsi sul concetto di “controllo” che si avrebbe in presenza di “*diritti, contratti o altri mezzi che conferiscono, da soli o congiuntamente, e tenuto conto delle circostanze di fatto o di diritto, la possibilità di esercitare un’influenza determinante sull’attività di un’impresa*”. Cfr. Sent. della Corte del 4 maggio 1988, *Corinne Bodson c. Sa Pompes funébres des Régions libérées*, in *Racc.*, 1988, p. 2479, punto 20.

⁵²⁵ L’art. 81 è stato invocato per scrutinare la legittimità antitrust di un controllo di una società concorrente attraverso una partecipazione azionaria di minoranza. In tal senso si vedano: Corte di giustizia, 17 novembre 1987, C-142/84, *BAT e Reynolds v. Commissione*, in *Racc.*, 1987, p. 4487; Commissione, *Warner Lambert/Gillette*, in *G.U.C.E.*, n. L 116/21 del 1983. Sull’applicazione dell’art. 82 si veda invece Corte di giustizia, 21 febbraio 1973, C-6/72, *Continental Can v. Commissione*, in *Racc.*,

questo controllo si è manifestato largamente insoddisfacente a causa della limitata applicabilità di questi articoli alle operazioni di concentrazione⁵²⁶. Da una parte, infatti, il divieto di intese anticompetitive previsto dall'art. 81 presuppone che, in seguito all'accordo, le imprese parti rimangano giuridicamente ed economicamente indipendenti e non si applica pertanto in ipotesi concentrative; inoltre, l'art. 81 può applicarsi solo in presenza di un accordo, mentre le concentrazioni possono essere il risultato di una gamma infinita e non tipizzabile di atti e comportamenti; infine, la sanzione civilistica della nullità degli accordi appare poco adatta a risolvere i problemi posti dalle concentrazioni che presentano un impatto negativo sulla struttura della concorrenza, in quanto questi possono essere risolti con appropriate misure di disinvestimento.

Dall'altra parte, l'art. 82 può essere applicato esclusivamente nei confronti di imprese che detengono già, prima dell'operazione di concentrazione, una posizione dominante, e sempre che l'estensione di questa posizione venga giudicata abusiva per cui l'art. 82 non può essere utilizzato per contrastare le concentrazioni che danno vita ad una posizione dominante. Per altro verso, poi, l'inadeguatezza di queste disposizioni dipende dal fatto che esse prevedono un controllo successivo delle pratiche distorsive della concorrenza, che può essere esercitato solo quando gli effetti anticompetitivi si sono già prodotti sul mercato⁵²⁷. Pertanto, ci si rende perfettamente

1973, p. 215.

⁵²⁶ In particolare, si vedano le numerose critiche sollevate nei confronti del sistema comunitario in materia di concentrazioni estrinsecatesi sotto forma di annullamento di alcune decisioni adottate dalla Commissione europea, da parte dei giudici comunitari. Per approfondimenti si vedano in giurisprudenza le sentenze del Tribunale di primo grado del 6 giugno 2002, causa T-342/99, *Airtours plc c. Commissione*, in *Raccolta*, 2002, II p. 2585; del 22 ottobre 2002, causa T-310/01, *Schneider Electric SA c. Commissione*, in *Raccolta* 2002, II-4071 e del 25 ottobre 2002, causa T-5/02, *Tetra Laval BV c. Commissione*, in *Raccolta*, 2002, II-4381.

⁵²⁷ Cfr. in dottrina Roberti M., *La disciplina delle concentrazioni tra imprese, Il diritto privato dell'Unione europea*, Torino, 2000, p. 1211 ss; Dalle Vedove G., *Concentrazioni e gruppi nel diritto antitrust*. Padova, 1999, p. 116 ss; Alessi R., *La legge applicabile alle concentrazioni (risposta a*

conto che, anche nel caso delle concentrazioni, il danno alla concorrenza è attuale e non meramente potenziale⁵²⁸. Infatti, poiché quando si parla di posizione dominante si fa implicito riferimento all'esistenza di una barriera, quest'ultima esiste anche nel caso delle concentrazioni e fa sentire i suoi effetti negativi, impedendo agli altri concorrenti l'accesso sul mercato, ovverosia impedendo la concorrenza, sia potenziale che attuale. Ciò perché nel caso delle concentrazioni è necessaria "la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza"; ovverosia devono sussistere delle barriere all'entrata tali da impedire, oltre il tempo fisiologico, di entrare in un mercato: è cioè necessaria una barriera che potrebbe definirsi "alta e di lungo periodo"⁵²⁹.

Marino Bin), in *Contratto e Impr.*, 1992, p. 571; Antonucci A., *La disciplina comunitaria delle concentrazioni fra imprese: le recenti modifiche al regolamento n. 4064 del 1989*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 265; Bin M., *Antitrust: la normativa italiana sulle concentrazioni ha un qualche reale ambito di applicazione*, in *Contratto e Impr.*, 1996, p. 1 ss; Bortolotti F., *Antitrust: la normativa italiana sulle concentrazioni ha un qualche reale ambito di applicazione*, in *Contratto e Impr.*, 1992, p. 965; Busetti G., *Le concentrazioni industriali e la disciplina della concorrenza e del mercato*, in *Dir. Economia*, 1993, p. 344.

⁵²⁸ Le concentrazioni tra imprese concorrenti comportano una riduzione dei competitori su un determinato mercato, con evidenti ripercussioni dal punto di vista della disciplina antitrust. Tuttavia ciò non significa che queste operazioni producano necessariamente degli effetti pregiudizievoli per il gioco della concorrenza; in molti casi, infatti, la concentrazione tra due o più imprese di piccole dimensioni consente di aumentare la loro competitività e favorisce le dinamiche concorrenziali. Nonostante ciò, in considerazione delle profonde modifiche delle strutture imprenditoriali realizzate con tali operazioni, le distorsioni al gioco della concorrenza che possono derivarne, sono difficilmente eliminabili a posteriori ed è pertanto importante un efficace controllo preventivo su di esse. Cfr. per quanto riguarda le implicazioni anche sociologiche delle concentrazioni societarie Silva F., *Regole dell'efficienza e politica antitrust*, Liuc Papers, n. 38 serie *Economia e impresa*, 12/97, p. 2; Pardolesi R., *La concorrenza*, cit., p. 391, in particolare si veda la nota n. 11.

⁵²⁹ Il primo è ad esempio il caso di un'impresa che abbia lanciato, con ottimo profitto, un nuovo prodotto, senza disporre di brevetti e senza che per realizzare questo prodotto siano necessari grandi investimenti o particolari conoscenze tecniche: la barriera, consistente nella necessità per le altre imprese di organizzarsi per commercializzare anch'esse quel prodotto così redditizio, durerà presumibilmente poco tempo. Un esempio di barriera di lungo periodo può essere offerto da una concessione esclusiva per un periodo di molti anni. La distinzione è particolarmente rilevante al fine della valutazione della compatibilità o meno con la legge *antitrust* delle concentrazioni, che possono essere vietate solo se danno luogo ad una restrizione della concorrenza "durevole". Cfr. in dottrina: Ghezzi F., *La valutazione delle concentrazioni verticali nei "mercati della convergenza" tra i settori delle telecomunicazioni e dell'emittenza televisiva*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 563 ss; Antonioli M., *Mercato e regolazione*, Milano, 2001, in particolare p. 38-68; Tardella E., Maggiore M., *State action defence e poteri di intervento dell'AGCM nei mercati a regolamentazione diffusa: ordinamento comunitario e*

Considerando l'incidenza di tali effetti sul mercato, il Consiglio ha approvato il Regolamento 4064/89, modificato poi con il Regolamento 1310/97, relativo al controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese⁵³⁰.

Il regolamento individua tre tipologie di operazioni: fusione tra due o più imprese tra loro indipendenti, acquisizione diretta o indiretta del controllo di un'impresa o di un ramo di impresa, creazione di un'impresa comune che esercita stabilmente tutte le funzioni di un'entità economica autonoma (c.d. *full function joint venture*)⁵³¹.

Nella prima categoria di operazioni possono essere ricomprese le concentrazioni realizzate tramite fusione e tramite acquisto di diritti di proprietà o di godimento

nazionale a confronto dopo la sentenza Cif, in Concorrenza e mercato, 2004, n. 12, p. 339-392; Fonderico G., Le segnalazioni dell'Autorità antitrust e la politica della concorrenza, in Giornale di diritto amministrativo, 2009, n. 1, p. 83-92.

⁵³⁰ La revisione del Regolamento 4064/89 avviata nel 1995 con un'ampia inchiesta negli Stati membri e proseguita con la pubblicazione del Libro verde del 1996, è stata realizzata con l'adozione del Regolamento 1310/97. Il Libro verde prevedeva il riesame del regolamento in merito alle soglie di fatturato per identificare le concentrazioni di dimensione comunitaria e ai meccanismi di cooperazione tra la Commissione e le autorità degli Stati membri, soprattutto dei termini di applicazione della clausola tedesca e di quella olandese, oltre all'ampliamento della sua portata normativa e alla semplificazione delle procedure. Tale revisione ha offerto l'occasione per introdurre con il regolamento 1310 una serie di ulteriori modifiche dirette ad apportare un più generale aggiornamento e miglioramento della normativa comunitaria sulle concentrazioni. In particolare, l'intervento della Commissione ha riguardato l'ampliamento della dimensione comunitaria delle concentrazioni, con l'inserimento di ulteriori soglie comunitarie, una serie di ulteriori precisazioni sul rapporto tra Commissione e autorità nazionali, l'ampliamento della nozione di concentrazione fino a ricomprendere le c.d. *full-function joint venture*, il cambiamento del criterio di calcolo del fatturato per gli enti creditizi, e la revisione di alcune norme procedurali. A quest'ultimo proposito la Commissione ha adottato il regolamento procedurale 447/98 relativo alle notificazioni, ai termini e alle audizioni in materia di controllo delle operazioni di concentrazione, che sostituisce il precedente regolamento procedurale del 1994 per adeguarsi alla nuova normativa comunitaria sulle concentrazioni. L'incidenza di queste modifiche ha reso peraltro necessaria la precisazione di una serie di nozioni oggetto nella prassi del controllo sulle concentrazioni di controversa valutazione. Di qui la pubblicazione di alcune Comunicazioni interpretative della Commissione relative alla nozione di concentrazione, a quella di imprese interessate e di impresa comune *full-function*, al calcolo del fatturato ecc. Cfr per tutti Sciaudone F., *Il regolamento comunitario sulle concentrazioni: le recenti modifiche e le comunicazioni interpretative della Commissione*, in *Contratto e impresa europea*, 1998, p. 629 ss; Andrews P., *Full function joint ventures under E.C. and Irish merger rules*, in *Commercial law practitioner*, Vol. 10, 2003, n. 1, p. 3-9.

⁵³¹ Non si ha, invece, concentrazione quando l'acquisto di partecipazioni è effettuato da parte di società la cui normale attività include la compravendita e la mediazione di titoli, quando il controllo è acquisito da una persona che ha ricevuto il mandato dalla pubblica autorità in virtù della legislazione di uno Stato membro, e quando una società di partecipazione finanziaria acquisisce il controllo di una società, a condizione che l'acquirente non detenga il diritto di voto.

sull'azienda o su parti di essa⁵³². Entrambe le figure consentono, infatti, all'impresa incorporante, risultante dalla fusione o acquirente, di ottenere la disponibilità diretta e tendenzialmente incondizionata dei fattori della produzione, che diventano in questo modo strumenti per lo svolgimento della sua attività economica, concorrendo in misura corrispondente ad incrementarne il fatturato.

A prescindere dallo schema di fusione utilizzato, l'operazione, per dare luogo ad una concentrazione, deve avvenire tra imprese prima indipendenti, ovvero che non siano già integrate nell'ambito di un medesimo gruppo.

Per quanto riguarda la fusione, questa può avere le varianti già esaminate: la prima è la fusione in senso stretto, in cui le imprese madri si estinguono per dare vita ad una nuova impresa; la seconda è la fusione per incorporazione, in cui una delle imprese madri assorbe le altre, che cessano di esistere.

Quanto invece, all'ipotesi costituita dall'acquisto di diritti di proprietà o di godimento sulla totalità o su parti del patrimonio di un'impresa, la Commissione ha ritenuto che essa si configuri non solo in relazione a complessi produttivi riconducibili nell'ambito della nozione di azienda o di ramo di azienda, ma anche laddove l'oggetto del contratto sia costituito da un insieme economico al quale possa essere attribuito un fatturato, individuando così l'elemento che accomuna la cessione

⁵³² Il considerando n. 20 del Regolamento n. 139/2004 considera “*opportuno trattare come un'unica concentrazione le operazioni che sono strettamente collegate tra loro con vincolo condizionale o assumono la forma di una serie di operazioni su valori mobiliari concluse in un periodo di tempo ragionevolmente breve*”. In un primo tempo è stato proposto di inserire tale fattispecie nel corpo del regolamento, all'art. 3. (si veda la *Proposta* di Regolamento sul controllo della concentrazione tra imprese, (COM (2002) 711) p. 46). Successivamente è maturata la decisione di lasciare tale inciso nel considerando che non ha valore di legge; la ragione di tale omissione è quella di garantire una maggiore flessibilità nel considerare o meno due o più operazioni collegate come una concentrazione. Sul punto si vedano in particolare nell'ambito della dottrina tedesca: Dittert W., *Die Reform des Verfahrens in der neuen EG-Fusionskontrollverordnung*, in *WuW* 2004, p. 148; Boge U., *Reform der Europäischen Fusionskontrolle*, *cit.*, p. 140. Si veda altresì Gonzales Diaz F. E., *The reform of European merger control: quid novi sun sole?*, in *Word Competition Law Review*, 2004, p. 177. Per gli opportuni approfondimenti su quanto testualmente riportato si veda Pardolesi R., *La concorrenza*, *cit.*, p. 391-392 ed i relativi riferimenti bibliografici contenuti.

di singoli beni a quella di complessi produttivi nell'ambito della medesima fattispecie, vale a dire la loro capacità di produrre profitti e di tradursi in un incremento di fatturato per l'impresa che li acquista⁵³³.

Nella seconda categoria, rientrano invece quelle operazioni mediante le quali, una o più imprese, oppure una o più persone che già detengono il controllo di almeno un'impresa, acquisiscono direttamente o indirettamente, sia tramite acquisto di partecipazione nel capitale o di elementi del patrimonio, sia tramite contratto o qualsiasi altro mezzo, il controllo dell'insieme o di parti di un'altra impresa. Questa fattispecie ha per oggetto ipotesi di varia natura, attraverso le quali uno o più soggetti arrivano a detenere il potere di controllare un'impresa, cioè di esercitare un'influenza determinante sull'attività di essa, e in particolare sulle sue decisioni strategiche, commerciali e concorrenziali.

Il controllo può derivare non solo da una partecipazione maggioritaria al capitale di un'altra società, ma anche da una partecipazione di minoranza che tuttavia conferisca al suo titolare un diritto di veto su decisioni considerate strategiche per la vita dell'impresa, come quelle relative alla produzione, ai prezzi, agli investimenti o alla destinazione degli utili. Inoltre, è possibile ravvisare una concentrazione anche nel passaggio da una situazione di controllo congiunto, nella quale nessuno dei soggetti è in grado di assumere in via autonoma le decisioni relative alla gestione dell'impresa, ad una di controllo esclusivo, e viceversa perché muta la qualità del

⁵³³ Una situazione peculiare è una concentrazione tra imprese pubbliche controllate dal medesimo Stato membro. Se le due imprese fanno parte dello stesso "insieme economico", potrebbe trattarsi di una mera ristrutturazione interna. Per insieme economico s'intende un gruppo di imprese soggette ad un potere decisionale unico e autonomo, indipendentemente dalla detenzione del capitale o dalle norme di controllo amministrativo che sono applicabili in concreto. Si veda a tal proposito il Considerando n. 22 del Regolamento n. 139/2004 e la Comunicazione della Commissione, sulla nozione di concentrazione, *cit.*, p. 8. Si veda altresì la decisione (IV/M/097) della Commissione, *Pèchinely/Usinor*, in *G.U.C.E.*, 24 giugno 1991; e decisione (IV/M.216) della Commissione, *Cea Industrie/France Telecom/SGS-Thomson*, in *G.U.C.E.*, 22 febbraio 1993. Per approfondimenti si veda Pardolesi R., *ult. op. cit.*, p. 394, in particolare la nota n. 23.

controllo⁵³⁴.

Dilatando al massimo l'ambito di applicazione della fattispecie in esame, si arriva così a considerare concentrazione qualsiasi modifica della situazione di controllo esistente, provocata ad esempio, dall'entrata o dall'uscita di un socio da un patto di sindacato che controlli la società⁵³⁵.

Infine, la terza categoria fa riferimento alle c.d. *full function joint-venture* che, a certe condizioni, possono dar luogo ad una concentrazione. A tal fine, occorre infatti che esse acquistino il controllo congiunto di una società già esistente o di nuova costituzione e tale condizione ricorre, secondo la Commissione, quando le società fondatrici raggiungono un accordo sulle deliberazioni riguardanti le attività dell'impresa comune o per effetto dei diritti sul capitale acquistati dalle imprese fondatrici, o ancora in esecuzione di contratti tra le stesse stipulati, indipendentemente dall'ammontare della partecipazione⁵³⁶.

⁵³⁴ In giurisprudenza si vedano sulla nozione di controllo congiunto: Trib. Primo grado 19 maggio 1994, T-2/93, *Air France/Commissione*, in *Racc.*, 1994, II, p. 323; Trib. Primo grado 28 aprile 1999, T-221/95, *Endemol Entertainment Holdings BV/Commissione*, par. 159-164, in *Racc.*, 1999, II, p. 1299; Tribunale di primo grado, sent. 25 marzo 1999, T-102/96, *Gencor/Commissione*, par. 167-194, in *Racc.*, 1999, II, p. 753; Tribunale di primo grado, 15 dicembre 1999, T-22/97, *Kesko Oy/Commissione*, par. 137-139, in *Racc.*, 1999, II, p. 3775; Tribunale di primo grado, 22 marzo 2000, T-125/97, *Coca-Cola/Commissione*, par. 107-109, in *Racc.*, 2000, II, p. 1733. La Commissione ritenne che vi fosse un controllo congiunto con il capitale azionario diviso tra tre imprese con percentuali del 60, 20 e 20% in decisione 97/610/EC (IV/M.774) della Commissione, *Saint Gobain/Wacker-Chemie/NOM*, in *G.U.C.E.*, 10 settembre 1997, n. L 247.

⁵³⁵ Cfr. sul punto Calamia A., *Il diritto comunitario delle imprese e della concorrenza*, Pisa, 1999, p. 104 ss.

⁵³⁶ Un'ulteriore distinzione rilevante ai fini del Regolamento concentrazioni, è quella tra imprese comuni a pieno titolo (note appunto come *full-function joint venture*) e imprese comuni a titolo parziale (c.d. *partial-function joint venture*). Le prime, assoggettate al Regolamento concentrazioni, sono quelle imprese che operano in un determinato mercato "esercitando le funzioni normalmente svolte dalle altre imprese attive sul medesimo mercato. A tal fine l'impresa comune deve disporre di risorse, finanziarie e di altra natura, vale a dire, tra l'altro, di mezzi finanziari, di personale e di attività (materiali e immateriali) sufficienti per poter esercitare durevolmente una attività economica. Per quanto riguarda i diritti di proprietà intellettuale, è sufficiente che questi siano dati in licenza all'impresa comune per la durata della sua attività" cfr. il Punto 13 della Comunicazione del 1994. Pertanto, un'impresa comune sarà considerata come *full function* quando: (a) le società madri hanno il controllo congiunto dell'impresa comune, (b) quest'ultima svolge tutte le attività di una entità economica autonoma e (c) è costituita per funzionare "on a lasting basis", ovvero per un lungo periodo e non a breve o medio termine. Cfr. da questo di vista la Comunicazione della Commissione, del 1998, relativa alla nozione di imprese comuni che esercitano tutte le funzioni di una entità

Tuttavia, l'impresa comune⁵³⁷ costituisce uno strumento polivalente che si presta ad essere utilizzato sia per realizzare un'operazione di concentrazione, che per perseguire in modo stabile una politica di coordinamento tra imprese che restano indipendenti sul piano economico oltre che giuridico e in questo caso, l'impresa comune non si discosta, sul piano degli effetti concorrenziali, da un'intesa restrittiva e quindi deve essere valutata come tale. Da qui la distinzione introdotta dal regolamento tra imprese comuni concentrative, le uniche a cui inizialmente doveva essere applicato tale provvedimento, e imprese comuni cooperative, soggette invece alla disciplina prevista dall'art. 81.

Per distinguere le due ipotesi, il legislatore comunitario aveva delineato i connotati dell'impresa comune concentrativa la quale, in origine, si caratterizzava in positivo, per la capacità di esercitare stabilmente tutte le funzioni di un'entità economica autonoma e in negativo, per la mancanza di ogni coordinamento del comportamento concorrenziale tra le imprese fondatrici o tra queste ultime e

economica autonoma (*full-function joint venture*) in *GUCE C 66* del 2 marzo 1998; Bellamy & Child, *European Community Law of Competition*, Oxford, 2008, p. 352.

⁵³⁷ L'impresa comune, cioè l'impresa controllata congiuntamente da due o più imprese indipendenti, è una sintesi di aspetti concentrativi e cooperativi: se per un verso l'acquisizione o la costituzione di un'impresa comune può sostanziarsi in una modificazione strutturale non solo delle imprese coinvolte ma del mercato nel suo complesso e in una interazione economica i cui effetti sono del tutto analoghi a quelli di una concentrazione, per altro verso tale operazione reca in sé il germe dell'intesa, poiché la comunanza di interessi fra i *co-ventures*, in funzione del perseguimento di obiettivi comuni in un determinato settore, potrebbe indurli ad estendere l'ambito della cooperazione tra di loro oltre i limiti dell'accordo iniziale, e l'impresa comune potrebbe addirittura rappresentare lo strumento per realizzare finalità collusive assimilabili a quelle di un cartello in senso classico. È probabile che la diffusione e lo sviluppo di questo istituto si debbano proprio alla sua versatilità e funzionalità ad assecondare i processi di crescita esterna dell'impresa: accanto alle finalità perseguite attraverso lo strumento della concentrazione, e cioè il raggiungimento della dimensione ottimale dell'impresa e la realizzazione di economie di scala, la costituzione di un'impresa controllata congiuntamente consente di ripartire il rischio connesso ad investimenti molto onerosi o la difficoltà di reperire risorse finanziarie, e quindi consente di realizzare operazioni che si pongono al di fuori della portata della singola impresa, o che comunque è più vantaggioso realizzare in comune. L'impresa comune rappresenta infatti, accanto alla crescita interna e alla concentrazione totale, una delle possibili risposte alla necessità di adeguarsi alle dimensioni del mercato, di fronteggiare i concorrenti, e, più in generale, di adattarsi all'evoluzione dell'economia e delle tecnologie. Cfr in dottrina D'Errico N., *Le imprese comuni nell'esperienza annuale dell'Autorità garante della concorrenza alla luce della recente evoluzione del diritto comunitario antitrust: sviluppi e prospettive*, in *Concorrenza e mercato*, 1997, p. 311 ss.

l'impresa comune⁵³⁸.

Le difficoltà applicative e le critiche a cui è stata sottoposta questa impostazione, hanno portato le autorità comunitarie a rivedere il testo del Regolamento 4064/89 per includere nella nozione di impresa comune concentrativa tutte quelle operazioni che danno vita ad una entità economica autonoma, a prescindere da ogni valutazione in ordine agli eventuali effetti che essa può avere sui comportamenti concorrenziali delle imprese fondatrici. Tali effetti, se presenti, dovranno essere valutati ai sensi dell'art. 81 del Trattato, ma non impediranno all'impresa comune di rientrare nella sfera di applicazione del regolamento e di fruire della disciplina di maggior favore da esso dettata.

L'operazione sarà così sottoposta ad un unico giudizio nel quale, accanto ai parametri utilizzati di solito per valutare gli effetti di una concentrazione, dovranno essere prese in considerazione anche le conseguenze che da questa possono discendere sul comportamento concorrenziale delle parti e ponderarli nella diversa prospettiva dell'art. 81, al fine di una loro eventuale esenzione dal divieto ai sensi del

⁵³⁸ Il requisito positivo, era soddisfatto quando l'impresa comune operava sul mercato come un'entità indipendente sia dal lato della domanda che dell'offerta, era in grado di svolgere una propria politica commerciale, ed era progettata per svolgere la propria attività a tempo indeterminato o almeno a lungo termine. Il requisito negativo, invece, si poteva realizzare con ragionevole certezza, solo se tutte le società fondatrici uscivano totalmente o a titolo permanente dal mercato in cui operava l'impresa comune e cessavano di operare nei mercati collegati a quest'ultimo; in questo modo risultavano escluse dall'ambito di applicazione del regolamento sulle concentrazioni la maggior parte delle imprese comuni, data la difficoltà di escludere a priori, che tale strumento potesse influire sul comportamento delle imprese interessate. Per approfondimenti si vedano: decisione 92/553/EEC (caso IV/M. 190) della Commissione, 22 luglio 2002, in *G.U.C.E.*, n. L356/missione, 24 aprile 1996, *Gencor/Lonrho*, in *G.U.C.E.*, n. L 11/30 del 1999, impugnata innanzi al Tribunale di primo grado, *Gencor/Commissione*, *cit.* e innanzi alla Corte di giustizia 1998, C-68/94 e C-30/95, *Francia/Commissione*, in *Racc.*, I, p. 1375. per quanto concerne le considerazioni dottrinarie sul tema, si vedano: Caffarella C., Kuhn K. U., *Joint Dominance: the CFI Judgement on Gencor/Lonrho*, in *European Competition Law Review*, 1999, p. 355; Temple Lang J., *Oligopolies and joint Dominance in Community Atitrust Law*, in (*Fordham Corporate Law Conference*, New York, 2001), in *Corp. L. Inst.*, 2002, p. 145; Frignani A., *The collettive dominarti position in EC andltalian competition law*, VII Convegno Treviso, 18-19 maggio 2006; Pardolesi R., *La concorrenza*, *cit.*, p. 416 con annesso materiale bibliografico qui riportato.

paragrafo 3⁵³⁹.

In pratica, il Regolamento 4064/89, a seguito della modifica apportata con il Regolamento 1310/97, ha previsto che le c.d. *full-function joint venture* siano sottoposte alla sua disciplina, indipendentemente dalla circostanza che abbiano carattere cooperativo ovvero concentrativo⁵⁴⁰.

Il criterio utilizzato per definire l'area di intervento dell'autorità antitrust in materia di concentrazioni si basa sulla dimensione e sulla conseguente rilevanza economica dell'operazione, da misurarsi in base al fatturato realizzato dalle imprese interessate all'operazione⁵⁴¹.

La nozione di imprese interessate ad un'operazione di concentrazione varia in ragione dello strumento giuridico a tal fine adoperato e comprende non solo le imprese parti della concentrazione, ma anche quelle da esse controllate o che le controllano, in sostanza quelle appartenenti al medesimo gruppo di imprese di cui fanno parte le imprese madri. Infatti, nella Comunicazione della Commissione del 2 marzo 1998, si individuano le imprese interessate, nel caso di fusione, in tutte quelle che partecipano alla fusione; nel caso di acquisizione del controllo esclusivo, nelle società acquirente ed acquisita; nel caso di acquisizione del controllo esclusivo tramite una controllata di un gruppo, la situazione non è diversa, solo che nei calcoli relativi alle soglie viene incluso l'intero fatturato del gruppo al quale appartiene l'impresa interessata; nel caso di acquisizione del controllo congiunto, le imprese

⁵³⁹ Cfr. Mangini V., *ult. op. cit.*, p. 88 ss.

⁵⁴⁰ La Commissione ipotizza peraltro di ricomprendere nell'ambito del menzionato regolamento sulle concentrazioni anche le imprese comuni di esercizio parziale, in quanto esse implicano, di regola, ingenti investimenti e una forte integrazione delle funzioni, così che un loro smantellamento *ex post* da parte delle autorità di concorrenza nazionali risulta in pratica molto difficile, cfr. Dg Competition, *Discussion Paper on production joint venture*, all. 1. Si verrebbe in questo modo a creare un regime di controllo a priori (tramite notifica preventiva), con duplice test, di dominanza ed *ex art.81*, per tutte le imprese comuni cooperative di dimensione comunitaria (cfr. l'art. 2, par. 4, del citato regolamento sulle concentrazioni).

⁵⁴¹ Per approfondimenti si veda Gambuto S., *Il controllo delle concentrazioni, cit.*, p. 398-402.

interessate sono solo le imprese madri ovvero queste e l'impresa comune, se preesistente.

L'individuazione delle imprese interessate è funzionale al calcolo del fatturato in base al quale valutare la dimensione dell'operazione. Anche sotto questo profilo non c'è coincidenza tra il fatturato realizzato dalle imprese interessate e quello da prendere in considerazione per stabilire la rilevanza dell'operazione perché quest'ultimo deve essere calcolato sommando al fatturato dell'impresa interessata quelli realizzati dalle imprese che fanno parte del medesimo gruppo⁵⁴².

Inoltre, il calcolo del fatturato avviene secondo soglie diversificate per le varie ipotesi di concentrazione: in base alla suddetta Comunicazione della Commissione, il fatturato totale, rilevante per la prima soglia, include gli importi ricavati dalla vendita di prodotti e dalla prestazione di servizi realizzati dalle imprese interessate nell'ultimo esercizio e corrispondenti alle loro normali attività, previa detrazione degli sconti concessi sulle vendite, dell'imposta sul valore aggiunto e di altre imposte direttamente legate al fatturato. Quando invece si fa riferimento al fatturato realizzato nella Comunità o in uno Stato membro, occorre computare i prodotti venduti o i servizi forniti ad imprese o a consumatori nella Comunità o nello Stato membro in questione⁵⁴³.

Applicando questi criteri, le concentrazioni possono essere divise in due categorie, a seconda che la loro dimensione sia comunitaria o nazionale.

⁵⁴² Per approfondimenti si vedano: Rivas A., Branton F., *Development in EC Competition Law in 2002: an overview*, in *Common Market Review*, 2003, p. 1187 ss; Gambuto S., *Il controllo delle concentrazioni*, in *La Concorrenza*, a cura di Frignani A., Pardolesi R., Torino, 2006, p. 398-403; Burnely F., *An appropriate jurisdictional trigger for the EC Merger Regulation and the question of decentralization*, in *World Competition Law Review*, 2002, p. 263; ID., *The EC Merger Regulation and the meaning of Community Dimension*, in *European Business Law Review*, 2003, p. 815; Sinclair R., *Reflections on the European Commission's proposals to amend the jurisdictional test in the merger regulation: A ball of mirrors*, in *European Competition Law Review*, 2002, p. 326; Motta M., Polo M., *Antitrust*, Bologna, 2004, *passim*.

⁵⁴³ Cfr. Calamia A., *ult. op. cit.*, p. 108 ss.

Affinché l'operazione di concentrazione possa essere considerata di dimensione comunitaria, il fatturato totale realizzato a livello mondiale dal complesso delle imprese interessate deve superare i 5 miliardi di euro; il fatturato totale realizzato individualmente nella Comunità da almeno due delle imprese partecipanti deve superare i 250 milioni di euro e ciascuna delle imprese interessate non deve realizzare oltre i due terzi del suo fatturato totale nella Comunità all'interno di un solo Stato membro⁵⁴⁴.

Oltre che di ammontare considerevole, il fatturato delle imprese interessate deve essere anche geograficamente dislocato sul territorio della Comunità in modo da garantire il coinvolgimento di almeno due Stati membri e sottoporre così al controllo comunitario non solo le operazioni di una certa importanza ma anche quelle sufficientemente collegate con l'economia comunitaria, disinteressandosi delle altre.

Tuttavia, nel 1997 è stato introdotto un nuovo sistema di soglie che opera accanto al precedente e prevede che un'operazione deve essere considerata di dimensione comunitaria anche quando il fatturato totale realizzato a livello mondiale dalle imprese interessate è superiore a 2,5 miliardi di euro; in ciascuno di almeno tre Stati membri il fatturato totale realizzato dall'insieme delle imprese interessate supera i 100 milioni di euro e quello realizzato individualmente da almeno due delle imprese interessate i 25 milioni di euro; il fatturato totale realizzato individualmente nella Comunità da almeno due delle imprese interessate è superiore a 100 milioni di euro,

⁵⁴⁴ A tal proposito il considerando n. 10 del Regolamento n. 139 del 2004 prevede che: “*si dovrebbe considerare che una concentrazione abbia dimensione comunitaria quando il fatturato totale delle imprese interessate supera determinate soglie, e ciò indipendentemente dal fatto che le imprese che attuano la concentrazione abbiano o no nella Comunità la loro sede o il loro campo principale d'attività, qualora vi svolgano attività sostanziali*”. Per una visione critica si veda Kassamali F., *From fiction to falacy, reviewing the EC merger regulation's community dimension thresholds in the light of economic and experience in merger control*, in *European Law Review*, 1996, p. 21; Bartosh A., *Die zweite Reform der europäischen Zusarttnenschlusskontrolle*, in (Marzo/Aprile 2004) *DerSyndikus*, disponibile a www.der-syndikus.de. Per approfondimenti si veda Pardolesi R., *La concorrenza*, cit., p. 403, ed in particolare la nota n. 47.

salvo che ciascuna delle imprese interessate realizzi oltre i due terzi del suo fatturato totale nella Comunità all'interno di un solo Stato membro⁵⁴⁵.

L'introduzione di questo secondo sistema di soglie, che prevede dei valori inferiori, ha ampliato la competenza della Commissione in materia di controllo delle concentrazioni, perché gli elevati valori delle soglie originarie facevano sì che sfuggissero all'applicazione del regolamento determinate operazioni di carattere transfrontaliero, che presentavano un impatto rilevante nell'ordinamento di più Stati membri, con la conseguenza che la concentrazione finiva per sottostare al controllo di più autorità nazionali mentre adesso, anche queste operazioni, sono soggette al principio della barriera unica, cioè al controllo esclusivo della Commissione per cui gli Stati membri non applicheranno ad esse la loro normativa nazionale sulla concorrenza, a meno che non si tratti di tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal regolamento e compatibili con i principi generali del diritto comunitario quali, ad esempio, la sicurezza pubblica, la pluralità di mezzi di informazione, e le norme prudenziali.

Il superamento delle soglie previste non comporta l'illiceità dell'operazione, ma più semplicemente la necessità che la Commissione verifichi l'impatto di essa sulla concorrenza a livello comunitario⁵⁴⁶.

Allo scopo di rendere effettivo il controllo della Commissione, il regolamento prescrive due obblighi per le imprese coinvolte da un'operazione di concentrazione di dimensione comunitaria: l'obbligo di notifica dell'operazione (art. 4) e l'obbligo di non eseguirla prima della notificazione e nel periodo che va dalla notificazione

⁵⁴⁵ Cfr. Mangini V., *ult. op. cit.*, p. 94 ss.

⁵⁴⁶ In dottrina si vedano tra gli altri: Gemma A., *Abuse of economic dependence between competition and contract law*, in *Europa dir. priv.*, 2000, p. 358; Lipari N., *Diritto privato e diritto europeo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2000, p. 7 ss; Pardolesi R., *C'era una volta in Europa: di antitrust comunitario, importazioni parallele ed idoli infranti*, in *Foro It.*, 2001, IV, c. 78.

alla pronuncia di compatibilità della Commissione o al decorso dei termini perentori entro cui questa deve pronunciarsi; la Commissione può però concedere una deroga discrezionale, che deve essere debitamente motivata, e nel decidere se accogliere la domanda essa deve tener conto degli effetti che la sospensione può produrre su una o più delle imprese partecipanti all'operazione di concentrazione e sui terzi, oltre che del pregiudizio alla concorrenza. La deroga può essere subordinata a condizioni ed oneri, per garantire condizioni di effettiva concorrenza, e può essere chiesta e accordata in qualsiasi momento (art. 7)⁵⁴⁷.

Le operazioni di concentrazione devono essere notificate entro il termine di una settimana dalla conclusione di un accordo giuridicamente vincolante, relativo ad un'acquisizione di controllo di un'impresa, dall'annuncio di un'offerta pubblica di acquisto ovvero dall'acquisizione di una posizione di controllo.

La Commissione deve procedere immediatamente all'esame della notificazione ed ha un mese di tempo per adottare una decisione. La procedura d'esame delle operazioni di concentrazione notificate, è piuttosto semplice nel caso in cui la Commissione ritenga che l'operazione non rientri nel campo di applicazione del regolamento ovvero non presenti problemi per la concorrenza perché nel primo caso essa dovrà constatare l'inapplicabilità del regolamento in quanto l'operazione non costituisce una concentrazione o non rientra tra quelle aventi dimensione comunitaria, mentre nel secondo, potrà autorizzare l'operazione se non sussistono seri dubbi circa la sua compatibilità con il mercato comune e adottare quindi una decisione di non opposizione, con la quale dichiara che la concentrazione è compatibile con il mercato comune (art. 6).

⁵⁴⁷ Cfr. Calamia A., *ult. op. cit.*, p. 111.

Quando invece, a seguito di un primo esame, la Commissione ritenesse che l'operazione susciti seri dubbi per quanto riguarda la sua compatibilità con il mercato comune, avvierà una seconda fase della procedura, nella quale compie un esame più approfondito dell'operazione. Questa fase comporta una più attenta analisi dei mercati interessati dall'operazione e degli effetti che essa può produrre sull'assetto concorrenziale⁵⁴⁸.

Per garantire la certezza del diritto e permettere alle imprese di dar corso alla concentrazione in tempi rapidi, il regolamento prevede che in ogni caso la Commissione deve adottare una decisione entro quattro mesi dalla notifica⁵⁴⁹.

Per quanto riguarda l'esame nel merito delle operazioni di concentrazione, ai sensi dell'art. 2 del regolamento, la Commissione deve valutare se le operazioni di concentrazione creano o rafforzano una posizione dominante, da cui risulti che una concorrenza effettiva sia ostacolata in modo significativo nel mercato comune o in una parte sostanziale di esso. Le caratteristiche del mercato considerato e le

⁵⁴⁸ A tal fine la Commissione può inviare alle imprese interessate, ai loro clienti ed ai concorrenti, nonché ai Governi e alle autorità nazionali competenti, richieste di informazioni ai sensi dell'art. 11 del regolamento e può procedere, ai sensi dell'art. 13, a tutti gli accertamenti presso le imprese o associazioni di imprese tramite propri agenti incaricati di esaminare libri ed altri documenti aziendali, di richiederne copie o estratti, di chiedere spiegazioni orali ed accedere a locali, terreni e mezzi di trasporto dell'impresa; qualora poi non sia convinta della compatibilità dell'operazione, essa è tenuta ad inviare una comunicazione delle obiezioni alle parti, le quali dispongono di un breve termine per presentare le proprie osservazioni in merito e possono chiedere di manifestare oralmente la propria posizione nel corso di un'apposita audizione. A tale audizione, possono assistere le autorità competenti degli Stati membri, oltre che i clienti delle imprese interessate, i loro concorrenti e gli eventuali terzi interessati. Per quanto attiene alle informazioni riservate, può essere riservata apposita sessione destinata alla loro discussione. Al fine di tutelare i diritti della difesa delle imprese interessate, è previsto, inoltre, che la Commissione possa fondare le proprie decisioni esclusivamente sulle obiezioni in merito alle quali le parti hanno potuto formulare osservazioni, ed è garantita loro la possibilità di prendere conoscenza del fascicolo, salvo ovviamente i documenti riservati (art. 8). Infine, ove lo ritenga necessario, la Commissione può sentire altre persone fisiche o giuridiche, è tenuta ad accogliere le richieste formulate dai soggetti che dimostrino di avervi interesse e prima di prendere una decisione deve sentire il parere del Comitato consultivo per le concentrazioni, composto dai rappresentanti dei singoli Stati membri (art. 19). In dottrina si veda per tutti Pignataro L., *La riforma del diritto comunitario della concorrenza: il regolamento n. 1/2003 sull'applicazione degli articoli 81 e 82 del Trattato CE*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 2003, p. 254 ss.

⁵⁴⁹ Cfr. Roberti M., *La disciplina delle concentrazioni tra imprese, Il diritto privato dell'Unione europea*, Torino, 2000, p. 1216 ss.

circostanze rilevanti devono essere tali da far presumere ragionevolmente che una concorrenza effettiva verrà impedita in misura rilevante e duratura. Il legislatore comunitario non vuole impedire qualsiasi concentrazione, ma solo quelle che si risolvono nella formazione o nel rafforzamento di una posizione dominante, accompagnata da un pregiudizio sensibile e prolungato al mercato⁵⁵⁰.

Per poter compiere la valutazione di compatibilità, la Commissione deve innanzitutto verificare se le parti hanno individuato correttamente il mercato rilevante, sia del prodotto che geografico, e in difetto di espresse indicazioni provenienti dal regolamento, la Commissione ha fornito, nella Comunicazione del 9 dicembre 1997 e nel formulario per la notifica del 1998, una definizione di prodotti rilevanti ispirandosi alla prassi in materia di intese e abusi di posizione dominante⁵⁵¹.

Anche per il mercato geografico, il regolamento non fornisce una definizione per appurare quando è rilevante, per cui vengono in soccorso il formulario sulla notifica, la prassi relativa all'art. 82 del Trattato, l'art. 9 dello stesso regolamento sulla nozione di mercato geografico all'interno di uno Stato membro e la Comunicazione

⁵⁵⁰ Al fine di effettuare una ponderazione su quali miglioramenti di efficienza meritano considerazione e quali no, è necessario stabilire prima se oggetto di tutela è la concorrenza in se stessa, i concorrenti, i consumatori. In altri termini, occorre rispondere alla fondamentale questione dello scopo del diritto della concorrenza in generale, e del controllo delle concentrazioni in particolare. È evidente infatti che i vantaggi significativi debbono/possono beneficiare qualcuno e danneggiare altri e la risposta alla prima questione consente di valutarli in modo non arbitrario. Scegliere che «tipo» d'efficienza, e perciò quale categoria sociale, privilegiare è quello che pone l'antitrust a cavallo tra politica, economia e diritto. Si pensi al paradigmatico caso di una concentrazione che vede interessata un'impresa pubblica che ha un azionariato diffuso tra il pubblico e come primo azionista lo Stato. Un incremento d'efficienza che avvantaggia gli azionisti, e teoricamente i cittadini dello Stato proprietario, potrebbe avere effetti competitivi e svantaggiare i consumatori, e viceversa. Cfr. Frignani A., Waelbroek, *Disciplina della concorrenza*, cit., p. 10.

⁵⁵¹ La definizione pone l'accento sul lato della domanda, indicando che un mercato del prodotto rilevante comprende tutti i prodotti e i servizi che sono considerati interscambiabili o sostituibili dal consumatore, in ragione delle caratteristiche dei prodotti, dei loro prezzi e dell'uso al quale sono destinati. Il fattore principale considerato è quindi quello della sostituibilità del prodotto dal lato della domanda. La Commissione, ha tuttavia preso in considerazione anche l'aspetto dell'offerta, includendo nel prodotto rilevante anche quei beni e servizi offerti dai fornitori in grado, per l'affinità del processo produttivo, di convertirsi rapidamente e con relativa facilità alla produzione del prodotto principale.

della Commissione sulla definizione di mercato rilevante⁵⁵².

La definizione di parte sostanziale del mercato comune assume un ruolo fondamentale nella valutazione di una concentrazione: se il mercato geografico rilevante non soddisfa tale caratteristica quantitativa, l'operazione notificata di dimensione comunitaria sarà automaticamente lecita, sia ai sensi del regolamento che degli ordinamenti statali interessati, a meno che non sia stata attivata la procedura di rinvio alle autorità competenti degli Stati membri⁵⁵³.

I criteri per valutare l'esistenza di una posizione dominante sono gli stessi elaborati dalla Commissione e dalla Corte di Giustizia con riferimento all'art. 82 del Trattato⁵⁵⁴.

⁵⁵² Si può così ritenere che il mercato geografico corrisponde all'area nella quale le imprese interessate forniscono beni o servizi, le condizioni concorrenziali sono sufficientemente omogenee e può essere tenuta distinta dalle zone geografiche contigue in virtù del fatto che in queste le condizioni concorrenziali sono sensibilmente diverse. Gli aspetti principali da prendere in considerazione sono la natura e le caratteristiche dei prodotti e dei servizi, l'esistenza di barriere all'entrata, l'esistenza di differenti preferenze dei consumatori, condizioni concorrenziali diverse. Molte critiche sono state mosse per la discrezionalità attribuita alle autorità nazionali e alla Commissione, e per l'incerta applicazione dei concetti di «*mercati distinti*», «*significativo impedimento alla concorrenza*», «*sostanziale parte del mercato comune*» sui cui il criterio di riparto di giurisdizione è fondato. Tuttavia tali rilievi non considerano forse a sufficienza alcuni aspetti significativi. In primo luogo, la *Comunicazione* sul rinvio fornisce una guida, e un limite, ad un uso distorto della discrezionalità delle amministrazioni. Inoltre, sia la Commissione che le autorità nazionali debbono comunque osservare il principio del *one shop contrai* enucleato dal Tribunale di primo grado in *Royal Philips*, evitando costose notificazioni multiple e perdite di efficienza. Infine, un certo margine discrezionale è necessario e imprescindibile per garantire la flessibilità e l'efficienza del *case allocation*, in aderenza al metodo adottato nel Regolamento n. 1/2003. Cfr. in dottrina Frignani A., *I poteri di ispezione ed il diritto di difesa nella normativa antitrust dell'Unione Europea*, in *Contratto e Impresa/Europa*, n. 2, 2004, p. 1001-1030; Brammek S., *Concurrent jurisdiction under regulation 1/2003 and the issue of case allocation*, in *Common Market Law Review*, 2005, p. 1383.

⁵⁵³ Cfr. Calamia A., *il diritto comunitario delle imprese e la concorrenza*, Pisa, 1999, p. 114 ss.

⁵⁵⁴ Il regolamento comunitario dispone, infatti, che nel giudicare la compatibilità dell'operazione con il mercato comune, si deve tenere conto della necessità di preservare e sviluppare una concorrenza effettiva nel mercato comune alla luce della struttura di tutti i mercati interessati e della concorrenza reale o potenziale di imprese situate all'interno o all'esterno della Comunità, della posizione sul mercato, del potere economico e finanziario delle imprese interessate, della possibilità di scelta per produttori e fornitori e accesso alle fonti di approvvigionamento e agli sbocchi, di eventuali barriere all'ingresso di nuovi concorrenti sul mercato, dell'andamento della domanda e dell'offerta dei produttori interessati, degli interessi dei consumatori intermedi e finali, dell'evoluzione del progresso scientifico ed economico, purché si rifletta a vantaggio dei consumatori e non ostacoli la concorrenza. Il regolamento non contiene alcuna indicazione sul carattere tassativo o meno dei criteri indicati, e nulla dice in merito alla loro ponderazione e al peso specifico da attribuire a ciascuno di essi nel procedimento di valutazione. Inoltre, il regolamento non contiene alcuna definizione di posizione dominante, tanto da autorizzare l'interprete a mutuare l'accezione ormai invalsa nella prassi relativa

Conclusa la propria valutazione, la Commissione deve formulare ai sensi dell'art. 8 un giudizio in ordine alla compatibilità o meno dell'operazione notificata con il mercato. Se il giudizio è positivo, la Commissione ne da notizia alle imprese interessate, che potranno così procedere alla realizzazione dell'operazione e lo stesso effetto consegue alla mancata conclusione del procedimento nei termini perentori indicati dalla normativa.

Se, al contrario, la Commissione ritiene che la concentrazione esaminata sia incompatibile con il mercato ne vieta l'esecuzione e se, nonostante ciò, le parti procedono all'operazione, oltre ad infliggere sanzioni pecuniarie commisurate al fatturato delle imprese interessate, la Commissione può adottare misure di deconcentrazione volte a ripristinare condizioni di concorrenza effettiva, eliminando gli effetti distorsivi. In particolare, la Commissione può ordinare la separazione delle imprese o degli elementi patrimoniali acquistati o incorporati, e la cessazione del controllo comune ed ogni altra misura idonea a ripristinare condizioni di concorrenza effettiva sul mercato interessato⁵⁵⁵.

Infine, è prevista la possibilità che la Commissione, autorizzi la concentrazione dichiarandola compatibile con il mercato comune, a condizione che le imprese interessate apportino al progetto modifiche atte ad eliminare o comunque ridurre entro limiti tollerabili gli effetti anticoncorrenziali dell'operazione.

I rimedi per garantire la compatibilità della concentrazione con il mercato vengono distinti in rimedi strutturali, che modificano cioè le caratteristiche strutturali

all'art. 82 che ne vieta lo sfruttamento abusivo. Mentre però nell'art. 82 si analizza un comportamento ex post, nel regolamento è richiesta una valutazione prognostica sugli effetti che una posizione dominante avrà sulla struttura della concorrenza nel mercato rilevante per cui l'analisi ai sensi del regolamento deve essere più attenta, a differenza di quanto avviene nell'art. 82 dove gran parte dello sforzo interpretativo è dedicato all'accertamento della situazione presente del mercato, rispetto alla quale l'indagine è agevolata dalla constatazione dell'abuso, di per sé elemento di prova importante per l'esistenza della posizione dominante.

⁵⁵⁵ Cfr. per tutti Mangini V., *Diritto antitrust*, Torino, 2000, p. 102 ss.

dell'operazione (come ad esempio il disinvestimento di parte delle attività dell'impresa acquisita), e in rimedi comportamentali, con i quali le parti si impegnano a tenere determinati comportamenti nei confronti dei clienti, dei fornitori o dei concorrenti (ad esempio l'impegno di garantire la fornitura ai concorrenti dell'impresa comune a condizioni non discriminatorie)⁵⁵⁶.

La competenza esclusiva di adottare la decisione ai sensi del Regolamento 4064/89 è attribuita alla Commissione, salvo il controllo giurisdizionale del Tribunale di primo grado e della Corte di Giustizia; inoltre, gli Stati membri non possono applicare la legislazione nazionale sulla concorrenza alle operazioni di concentrazione di dimensione comunitaria (art. 21).

Il principio fissato dal regolamento è quello dello sportello unico cioè dell'accentramento nella Commissione della competenza a valutare una concentrazione che soddisfi le soglie di fatturato indicate nell'art. 1; in altre parole, il superamento delle soglie di fatturato rende competente, quale unica autorità specializzata, la Commissione e le imprese coinvolte saranno sottoposte ai controlli di tale autorità, e non di quelle nazionali, anche nel caso in cui abbiano la sede principale in un singolo Stato membro. Inoltre, le prescrizioni in materia di concentrazioni previste dal regolamento non possono essere applicate dagli organi degli Stati membri, essendo norme che non hanno un'automatica applicazione.

Il principio dello sportello unico conosce tuttavia alcune eccezioni: in primo luogo, gli Stati membri possono adottare, nei confronti di operazioni di dimensione comunitaria, appropriati provvedimenti per tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal regolamento e compatibili con i principi del

⁵⁵⁶ Cfr. Roberti M., *La disciplina delle concentrazioni tra imprese*, cit. p. 1221.

Trattato e le altre disposizioni del diritto comunitario.

Nella nozione di interessi legittimi vengono ricompresi la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione e le norme prudenziali⁵⁵⁷. È poi previsto che qualsiasi altro interesse pubblico, a certe condizioni, possa legittimare un intervento dello Stato membro, il quale dovrà comunicare tale interesse alla Commissione, prima di adottare qualsiasi provvedimento, e spetterà a questa riconoscere tale interesse come valido e notificare, entro un mese, la decisione allo Stato richiedente.

Un'altra eccezione al principio dello sportello unico è costituita dalla c.d. "clausola olandese" (art. 22), in base alla quale la Commissione può intervenire nei confronti di concentrazioni prive di dimensione comunitaria ove riceva una richiesta in tal senso da parte di uno o più Stati membri.

La Commissione ha il potere di valutare nel merito la concentrazione secondo la stessa procedura prevista per le operazioni di dimensione comunitaria, procedendo quindi ad un'indagine preliminare, a cui potrà seguire, se del caso, una fase approfondita. Tuttavia, la definizione dei parametri di valutazione dell'operazione risente del fatto che si tratta di un'ipotesi in cui è assente una dimensione comunitaria per cui per essere vietata, l'operazione deve costituire o rafforzare una posizione dominante, tale da ostacolare in modo significativo una concorrenza effettiva nel territorio dello stato o degli stati richiedenti e deve essere suscettibile di pregiudicare il commercio tra gli Stati membri. Inoltre, l'obbligo di sospensione si applica solo

⁵⁵⁷ L'indicazione di pubblica sicurezza è operata, restando applicabili le disposizioni dell'art. 223 del Trattato relative alla difesa nazionale, che consentono ad uno Stato membro di intervenire nei confronti di un'operazione di concentrazione che possa pregiudicare gli interessi fondamentali della sua sicurezza e che riguardi la produzione o il commercio di armi, munizioni e materiale bellico. La facoltà di invocare la pluralità dei mezzi di informazione risponde alla legittima preoccupazione di mantenere fonti di informazione diversificate per garantire il pluralismo di opinione e di espressione. Con il richiamo alle norme prudenziali si fa riferimento alle prestazioni di servizi finanziari, la cui applicazione è generalmente affidata ad organi nazionali di controllo delle banche, società di borsa e assicurazioni.

nella misura in cui questa non è ancora stata realizzata alla data in cui la Commissione informa le parti che la richiesta dello Stato è stata presentata.

La clausola olandese è stata inserita per rispondere alle preoccupazioni di quegli Stati membri sprovvisti, al tempo dell'adozione del regolamento, di una normativa di controllo delle concentrazioni.

L'ultima eccezione è costituita dalla clausola c.d. "tedesca" (art. 9), la quale prevede che la valutazione in termini di impatto sulla concorrenza di una concentrazione di dimensione comunitaria venga compiuta dalle autorità statali⁵⁵⁸.

Uno Stato membro può infatti comunicare, entro tre settimane dalla notifica alla Commissione di un'operazione di concentrazione, che questa, poiché minaccia di creare o rafforzare una posizione dominante tale da ostacolare in modo significativo la concorrenza effettiva all'interno dello Stato membro richiedente, che ha le caratteristiche di un mercato distinto, ovvero che incide sulla concorrenza in un mercato all'interno del suddetto Stato membro che presenta tutte le caratteristiche di un mercato distinto e non costituisce una parte sostanziale del mercato comune, e che pertanto è preferibile che venga trattata dalle autorità statali.

La finalità è quella di evitare che, per effetto della competenza esclusiva attribuita alla Commissione, possa essere ostacolato l'intervento delle autorità nazionali nei confronti di una concentrazione suscettibile di alterare in modo significativo le condizioni di concorrenza a livello locale⁵⁵⁹.

⁵⁵⁸ La norma di rinvio, o c.d. "clausola tedesca", fu inserita nel regolamento dopo acceso dibattito e forti pressioni da parte della Germania. Con tale previsione, di cui all'articolo 9 del regolamento CE 4064/89, si incrina di fatto il meccanismo dello "sportello unico", inteso come inderogabile competenza della Commissione per i casi al di sopra delle soglie di fatturato, poiché si apre alla possibilità che uno Stato membro, previa valutazione della Commissione, avochi a sé un caso di rilevanza puramente nazionale.

⁵⁵⁹ È bene sottolineare la presenza di numerose critiche emerse in dottrina nei confronti di un atteggiamento della Commissione chiamato «*efficiency attack*», che si traduce nel ritenere una concentrazione incompatibile con il mercato comune perché il miglioramento d'efficienza che ne

Inoltre, se a fronte della richiesta dello Stato membro, la Commissione, valutate le caratteristiche dell'operazione, ritiene esatta la qualificazione operata dallo Stato, ha la possibilità o l'obbligo di rinviare, anche parzialmente, l'esame dell'operazione alle competenti autorità statali, che applicheranno la normativa nazionale in tema di concorrenza. Questa ipotesi di rinvio alle autorità statali ha trovato una sempre più frequente applicazione, grazie soprattutto alla tendenza della Commissione a delegare il compito di tutelare la concorrenza in ipotesi in cui sarebbe applicabile la normativa comunitaria alle autorità nazionali, che sono nella posizione migliore per definire con precisione i mercati interessati e per svolgere un'analisi accurata dell'impatto sulla concorrenza⁵⁶⁰.

Benché l'applicazione ultradecennale del Regolamento 4064/89 possa essere considerata in modo complessivamente soddisfacente, non mancano delle imperfezioni e delle carenze che si sono manifestate nel corso degli anni e che sono state evidenziate nel Libro Verde sulla revisione del suddetto regolamento, risalente al dicembre 2001. Tale documento ha dato inizio alla più imponente stagione di riforme dall'adozione del regolamento in materia di concentrazioni. Più di 120 *submissions* sono giunte alla *Merger Task Force* della Commissione; alcuni commenti si sono focalizzati sulle proposte di modifica, altri hanno suggerito temi ulteriori di riforma, altri ancora hanno preso spunto dal Libro Verde per svolgere riflessioni sull'esperienza degli ultimi anni e sulle prospettive di possibile evoluzione

consegue rafforza o crea una posizione dominante. Le critiche possono trovarsi in Jenni F., *EEC merger control: Economies as an antitrust defence or an antitrust attack?*, in *Fordham Corporate Law Institute*, 1992, p. 591. A conferma di tale approccio viene citata la decisione 98/602/CE (IV/M.938) della Commissione 1 ottobre 1997, *Grand Metropolitan/Guinness*, in *G.U.U.E.*, 1998, n. L. perché la Commissione ha espresso preoccupazione per i «*portfolio effects*», che si sarebbero verificati se l'operazione fosse stata approvata. Il commissario europeo Mario Monti ha smentito pubblicamente che la Commissione abbia seguito una tale linea. V. *Antitrust in the Europe; a history of convergence?*, del 14 novembre 2001, disponibile sul sito della Commissione europea.

⁵⁶⁰ Cfr. Calamia A., *Il diritto comunitario delle imprese e la concorrenza*, cit., p. 135 ss.

normativa.

Da tutto ciò è scaturito un quadro ricco e articolato che ha portato all'adozione di due importanti e storici documenti: il nuovo regolamento comunitario sulle concentrazioni tra imprese adottato dal Consiglio il 20 gennaio 2004 e divenuto applicabile a partire dal 1° maggio dello stesso anno andando così a sostituire il precedente Regolamento 4064/89 e la Comunicazione adottata dalla Commissione nel dicembre 2003 sulla valutazione delle concentrazioni orizzontali, in cui vengono per la prima volta esplicitati e chiariti i criteri fondamentali utilizzati dalla Commissione stessa ai fini dell'analisi e della valutazione delle concentrazioni di dimensione comunitaria.

Il nuovo regime comunitario di controllo delle concentrazioni è stato integrato, inoltre, da un nuovo regolamento di attuazione⁵⁶¹, una nuova versione del formulario per la notifica delle concentrazioni e due nuovi formulari, concernenti rispettivamente la notifica in forma abbreviata delle operazioni di concentrazione di dimensione comunitaria e le richieste motivate di rinvio che, ai sensi del Regolamento 139/04, le imprese potranno effettuare in sede di pre-notifica⁵⁶².

⁵⁶¹ Regolamento (CE) 802/2004 della Commissione del 7 aprile 2004 di esecuzione del Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, in *GU L* 133 del 30 aprile 2004, p. 1. Il Regolamento di esecuzione regola, nel dettaglio, le modalità di effettuazione della notificazione di una concentrazione alla Commissione e il decorso, la scadenza e la sospensione dei diversi termini di cui al nuovo regolamento. Il medesimo regolamento chiarisce, inoltre, chi sono i soggetti titolari del diritto ad essere sentiti nel corso del procedimento amministrativo, il contenuto di detto diritto e lo svolgimento delle audizioni dinanzi la Commissione. Infine, esso definisce le modalità di svolgimento dell'accesso al fascicolo e di trattamento delle informazioni riservate, nonché i termini e le modalità che le parti notificanti devono seguire nella presentazione degli impegni alla Commissione.

⁵⁶² Occorre infatti ricordare, che il nuovo regolamento è stato integrato dalla seguente serie di misure di natura normativa ed interpretativa: (a) gli Orientamenti della Commissione relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali a norma del nuovo regolamento (in *GU C* 31 del 5 febbraio 2004, p. 5); (b) le *Best Practices* della Direzione Generale Concorrenza sulla conduzione dei procedimenti di controllo delle concentrazioni a livello comunitario (*DG Competition Best Practices on the conduct of EC merger control proceedings*, pubblicate sul sito internet della Commissione); (c) il Regolamento (CE) 802/2004 della Commissione di esecuzione del nuovo regolamento che, a partire dal 1° maggio 2004, ha sostituito il Regolamento (CEE) 447/98 (in *GUCE L* 61 del 2 marzo 1998, p. 1) al

Si tratta di una riforma ambiziosa che interviene in maniera incisiva su alcuni aspetti del previgente sistema di controllo delle concentrazioni, pur lasciando nel complesso inalterata l'architettura del medesimo e i suoi principi fondanti, su tutti lo "sportello unico" e la celerità dei procedimenti⁵⁶³.

I profili, sostanziali e procedurali, su cui incide la riforma introdotta dal nuovo regolamento riguardano la ripartizione delle competenze tra Commissione e autorità nazionali ed il connesso sistema dei rinvii, il test di valutazione delle concentrazioni, le procedure e i poteri della Commissione⁵⁶⁴.

Il test di valutazione delle concentrazioni, adottato dal Regolamento 4064/89, si fondava su di un duplice controllo: l'esistenza di una posizione dominante e l'impedimento significativo che ne derivava alla concorrenza all'interno del mercato comune. Questo test lasciava poco spazio al potere discrezionale della Commissione che era vincolata dalla necessità di dimostrare la sussistenza di una posizione dominante al fine di vietare una determinata concentrazione pregiudizievole per la concorrenza. Molto si è discusso circa l'opportunità di modificare il criterio comunitario di valutazione delle concentrazioni tra imprese adottato dal Regolamento 4064/89, fondato sulla nozione di dominanza, con un test "più economico" come quello della riduzione sostanziale della concorrenza applicato da

Regolamento di esecuzione sono allegati: (i) la nuova versione del Formulario CO per la notifica di una concentrazione a norma del nuovo regolamento, (ii) il nuovo formulario applicabile alle operazioni soggette alla procedura semplificata e (iii) il nuovo Formulario RM, relativo alle richieste motivate di rinvio ai sensi dell'art. 4, par. 4 e 5, del nuovo regolamento.

⁵⁶³ Sul principio di stretta proporzionalità nel diritto comunitario si veda Corte di giustizia, 30 novembre 1995, C-55/94, *Reinhard Gebhard v. Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano*, in *Racc.*, 1995,1, p. 4165, su cui si veda la nota di Lonbay A., in *Common Market Law Review*, 1996, p. 1073; si veda anche Corte di giustizia, 25 luglio 1991, C-288/89, *Stichting Collectieve Antennevoorziening Gouda*, in *Racc.*, 1991,1, p. 4007, p.ti 13-15; Corte di giustizia, 18 giugno 1991, C-260/89, *ERT v. DEP*, in *Racc.*, 1991,1, p. 2925. Sulla distinzione tra *soft proportionality* e *strict proportionality test* si rinvia Biondi A., *In and Out of the Internal Market*, in *Yearbook of European Law*, 1999-2000, 19, p. 473.

⁵⁶⁴ Cfr. in dottrina Cassansi P., Saba P., *La riforma comunitaria sul controllo delle concentrazioni*, in *Le nuove leggi civili*, n. 3, 2004 p. 405-448.

altri ordinamenti antitrust quale quello statunitense⁵⁶⁵.

La proposta iniziale della Commissione al riguardo era stata quella di mantenere un criterio che fosse basato sul rischio della creazione o rafforzamento di una posizione dominante, integrato da una espressa definizione della nozione di dominanza tale da affermarne l'applicabilità a tutte le concentrazioni suscettibili di determinare effetti anticoncorrenziali, anche se non collegati a fenomeni di dominanza singola o collettiva⁵⁶⁶. Tuttavia, a fronte delle riserve e delle obiezioni opposte dalla maggior parte degli Stati membri, principalmente in ragione dell'ambiguità della definizione suggerita dalla Commissione, la discussione al Consiglio ha fatto invece emergere una progressiva convergenza sulla proposta di introduzione di un nuovo test basato sul criterio generale dell'impedimento significativo alla concorrenza effettiva.

Infatti, nella versione definitiva il nuovo regolamento definisce come incompatibili con il mercato comune “le concentrazioni che ostacolano in modo significativo una concorrenza effettiva nel mercato comune o in una parte sostanziale di esso⁵⁶⁷.”

Il test in questione costituisce una soluzione di compromesso tra il test americano *SLC*, incentrato sulla riduzione sostanziale della concorrenza, e quello della

⁵⁶⁵ Si tratta del *Substantial Lessening of Competition test* (SLC). In base a tale criterio, le autorità statunitensi possono vietare un'operazione ogni qualvolta riduca la concorrenza in maniera sostanziale, senza che assuma alcun rilievo l'eventuale creazione o rafforzamento di una posizione dominante. Per approfondimenti si veda per tutti Kokkoris I., *The reform of the European Control Merger Regulation: SLC v. Dominance test*, E.C.L.R., vol. 26, n. 1, 2005, p. 37-47.

⁵⁶⁶ Cfr. Cassansi P., Saba P., *La riforma comunitaria sul controllo delle concentrazioni*, cit., p. 414.

⁵⁶⁷ Si tratta del test denominato *Substantial Impediment of Effective Competition* (SIEC). In base a questo test, le concentrazioni che non ostacolano in modo significativo una concorrenza nel mercato comune o in una parte sostanziale di esso, in particolare a causa della creazione o del rafforzamento di una posizione dominante sono dichiarate compatibili con il mercato comune. Le due parti del test “posizione dominante” e “ostacolo alla concorrenza” non sono due elementi cumulativi come nel vecchio test; l'elemento principale è diventato l'ostacolo significativo alla concorrenza, mentre, in considerazione delle parole “in particolare”, la creazione o il rafforzamento di una posizione dominante è divenuta solo una delle possibili cause di detto effetto.

dominanza, nel senso che quest'ultima, come alcuni autori⁵⁶⁸ hanno osservato, assume le caratteristiche di *species* del *genus* più ampio del *SLC*, pur costituendo l'ipotesi più tipica di riduzione sostanziale della concorrenza. Infatti, con l'adozione del nuovo test valutativo, la nozione di dominanza retrocede da perno del sistema⁵⁶⁹ e requisito imprescindibile per l'illiceità di una concentrazione, a esemplificazione di un fenomeno di "pregiudizio della concorrenza" che può manifestarsi anche in altre forme.

La riduzione della concorrenza derivante da una situazione di dominanza, sebbene costituisca il caso più tipico e ricorrente di pregiudizio alla concorrenza, non esaurisce gli scenari anticompetitivi derivanti da una concentrazione tra imprese. Pertanto, come sottolineato dalla maggior parte della dottrina⁵⁷⁰, la vera novità del nuovo approccio suggerito dalla Commissione non consiste nell'aver abbassato le soglie di intervento, nel senso che il nuovo test consentirebbe di vietare delle operazioni caratterizzate da un livello inferiore di problematicità concorrenziale rispetto alla prassi precedente, ma nell'aver esteso l'ambito di applicazione del regolamento a quelle operazioni suscettibili di produrre delle restrizioni significative

⁵⁶⁸ Uno dei dichiarati obiettivi del cambiamento del test legale è stato anche il tentativo di far convergere il test di dominanza in uso in Europa con quelli usati nelle principali giurisdizioni extra europee ed anche al suo interno. Si noti però che, da un lato il nuovo test legale è frutto di un compromesso e non è uguale a quello del *substantial lessening of competition* in uso nei Paesi citati, dall'altro la Germania ha già espresso la sua intenzione di mantenere il suo test legale basato sulla dominanza, si veda a tal proposito *Entwurf für ein 7. Gesetz zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen, Eegrundung*, BT-Drs. 15/3640, p. 22. Da più parti, infatti, la dottrina tedesca ha espresso dubbi sulla natura e sulla efficacia del nuovo test legale di valutazione, cfr. Berg A., *Die neue EG-Fusionskontrolloverordnung*, p. 563; Bergmann H., Burholt F., *Nicht Fisch und nicht Fleisch. Zur Änderung des materiellen Prüfkriteriums in der europäischen usionskontrollverordnung*, in *EUZW*, 2004, p. 161; Boge U., *Antitrust enforcement in Europe: the new challenges (merger contrai)*, discorso tenuto alla Giornata della concorrenza italiana, Roma, 9 dicembre 2003, disponibile a www.bundeskartellamt.de; Mestmäcker M. J., *Zur Reform der Europäischen Fusionskontrollverordnung*, in *WuW*, 2004, p. 135; Tilmann J., *Neue Maßstäbe bei der EU-Fusionskontrolle?*, *ivi*, 2004, p. 3; Voigt S., Schmidt J., *The Commission guidelines on horizontal mergers: Improvement or deterioration?*, in *Common Market Law Review*, 2004, p. 1583-1594.

⁵⁶⁹ Cfr. Tosato G. L., Bellodi L., *Il nuovo diritto europeo della concorrenza*, Milano, 2004, p. 306.

⁵⁷⁰ Cfr. sul punto: Megliani M., *La riforma della disciplina comunitaria del controllo delle concentrazioni tra imprese*, in *Diritto del commercio internazionale*, vol. 18, n. 3, 2004, p. 685-724.

della concorrenza senza dare origine a situazioni di dominanza, che prima potevano sfuggire al controllo comunitario.

Quanto agli sviluppi applicativi del nuovo test, oltre alla possibilità di intervenire in maniera più agevole nei confronti di quelle operazioni di concentrazione, invero poco ricorrenti, suscettibili di generare i c.d. effetti unilaterali in relazione ad imprese che non sono *leader* di mercato, esso appare anche più idoneo a cogliere in maniera accurata le reali dinamiche concorrenziali in mercati complessi, ad esempio in mercati differenziati dove i prodotti tendono ad essere sostituiti imperfetti, sganciandosi dalla “camicia di forza”⁵⁷¹ del concetto di dominanza e del mercato rilevante⁵⁷².

Inoltre, l’adozione del nuovo test dovrebbe consentire un allineamento della prassi comunitaria a quello degli altri sistemi giuridici (tra cui quello USA) e rendere quindi più efficiente la trattazione di concentrazioni internazionali.

Al fine di individuare i criteri utilizzati dalla Commissione nella valutazione delle concentrazioni, è necessario analizzare quanto da essa stabilito negli Orientamenti del dicembre 2003 sulla valutazione delle concentrazioni orizzontali, che rappresentano le operazioni più problematiche sotto il profilo degli effetti anticompetitivi, in quanto determinano l’eliminazione di un concorrente diretto o potenziale presente sul medesimo mercato.

⁵⁷¹ Sul punto si veda in dottrina: Fattori P., Todino M., *La disciplina della concorrenza*, Bologna, 2004, p. 240.

⁵⁷² In base ai nuovi Orientamenti sulla valutazione delle concentrazioni orizzontali, viene a mutare, assieme al test di valutazione, anche il metodo di analisi delle concentrazioni nel senso che assume maggiore rilevanza la questione degli effetti della concentrazione e ciò implica la necessità di interrogarsi, in sede di valutazione, sulla rilevanza del vincolo concorrenziale che è rimosso a seguito dell’operazione (l’impresa oggetto di acquisizione) e dei vincoli che continuano ad esercitare un potere disciplinante nei confronti delle parti dell’operazione (i concorrenti diretti e quelli potenziali). Il che implica un’analisi approfondita dei rapporti di sostituibilità dei beni o servizi oggetto dell’operazione e di quelli che ne costituiscono concorrenti diretti e attuali, in una maniera più accurata di quanto non sia stato fatto nel passato. Per approfondimenti si veda Tribunale di primo grado, 23 marzo 2000, T-125/97, *Coca cola v. Commissione*, in *Racc.*, II, p. 1733 ss.

In base ai suddetti Orientamenti, la valutazione di una concentrazione da parte della Commissione comporta normalmente la definizione dei mercati del prodotto e geografico rilevanti e la valutazione della concentrazione sotto il profilo della concorrenza. In particolare, con riguardo al secondo punto, la Commissione procederà all'analisi: della quota di mercato detenuta dall'impresa risultante dalla concentrazione e delle quote delle imprese concorrenti mediante l'impiego dell'indice di concentrazione *Herfindahl-Hirschman* (HHi)⁵⁷³; degli effetti anticoncorrenziali scaturenti dalla concentrazione; della probabilità che il potere degli acquirenti agisca da contrappeso ad un aumento di mercato derivante dalla concentrazione⁵⁷⁴; della probabilità che l'ingresso di nuove imprese mantenga una

⁵⁷³ Le quote di mercato e il grado di concentrazione offrono una prima utile indicazione sulla struttura del mercato e sull'importanza concorrenziale sia dei partecipanti alla concentrazione che dei loro concorrenti. Per misurare il grado di concentrazione del mercato, la Commissione utilizza l'indice di concentrazione *Herfindahl-Hirschman* (HHI). Per quanto concerne le modalità di utilizzo dell'indice HHI come parametro di riferimento nel processo di valutazione, la comunicazione individua alcuni valori-soglia dell'HHI (espressi in termini assoluti e di incremento) al di sotto dei quali un intervento da parte della Commissione può generalmente considerarsi poco probabile. Questo, per esempio, è il caso delle operazioni a seguito delle quali il valore dell'HHI rimanga inferiore a 1000. Analogamente, l'esistenza di serie preoccupazioni concorrenziali viene normalmente esclusa in corrispondenza di valori dell'HHI compresi tra 1000 e 2000, se l'incremento determinato dalla concentrazione è inferiore a 250, o superiori a 2000, se l'incremento è inferiore a 150. Le linee guida chiariscono, tuttavia, che l'applicazione di queste due ultime soglie è subordinata ad alcune condizioni individuate in particolare (anche se in modo non esaustivo) nell'assenza di talune circostanze, come per esempio l'acquisizione di un nuovo entrante o di un concorrente particolarmente aggressivo, l'esistenza di significative partecipazioni incrociate o di indizi di coordinamento dei comportamenti concorrenziali degli operatori, o il possesso di quote individuali di mercato superiori al 50% da parte di almeno una delle imprese partecipanti alla concentrazione. Il fatto che, tuttora, la struttura del mercato post concentrazione sia un elemento importante nella valutazione delle concentrazioni è dimostrato dalle statistiche che dimostrano come, negli Stati Uniti, tutte le operazioni che riducevano il numero dei concorrenti da 3 a 2 sono state contestate dalla FTC; si veda il sito internet www.ftc.gov/opa/2004/02/horizmerger.htm e, sul punto, Kolasky W. J., *Coordinated effects in merger review: from deadfrenchemen to beautiful minds and mavericks*, disponibile a www.usdoj.gov/atr/public/speeches/IW50.htm; Stigler G. J., Stigler, *A Theory of Oligopoly*, in *Journal of Political Economy*, 1964, p. 44-61. Per approfondimenti sull'HHI, si vedano *Orientamenti*, par. 19 e 20, nonché Pardolesi R., *La concorrenza*, cit., p. 414, in particolare si veda la nota n. 85.

⁵⁷⁴ La pressione concorrenziale su un'impresa è esercitata non solo dai concorrenti, ma può provenire anche dai suoi clienti. Anche imprese con elevatissime quote di mercato possono non essere in grado, dopo una concentrazione, di ostacolare in modo significativo una concorrenza effettiva, in particolare prescindendo in misura apprezzabile dal comportamento dei loro clienti, se questi sono in grado di opporsi in quanto detengono un potere di contrasto quali acquirenti. In questo contesto, il potere di contrasto degli acquirenti va inteso come il potere contrattuale di cui l'acquirente dispone nei confronti del venditore nelle trattative commerciali grazie alle sue dimensioni, all'importanza commerciale che esso riveste per il venditore e alla sua capacità di passare a fornitori alternativi.

concorrenza effettiva nei mercati rilevanti⁵⁷⁵; della probabilità che il miglioramento dell'efficienza costituisca un fattore in grado di controbilanciare gli effetti negativi per la concorrenza che potrebbero derivare dalla concentrazione⁵⁷⁶; delle eventuali

⁵⁷⁵ In particolare, in questo caso la Commissione dovrà valutare la sussistenza o meno di barriere all'entrata al fine di stabilire se sia probabile o meno l'ingresso nel mercato di nuovi operatori. Affinché un nuovo ingresso possa essere considerato un vincolo concorrenziale sufficiente per le imprese partecipanti alla concentrazione, occorre dimostrare che l'ingresso sarebbe probabile, tempestivo e sufficiente, per impedire o controbilanciare ogni potenziale effetto anticoncorrenziale della concentrazione.

⁵⁷⁶ Qualora la Commissione ritenga che i miglioramenti in termini di efficienza prodotti dalla concentrazione controbilancino gli effetti negativi per la concorrenza prodotti dall'operazione, essa potrà dichiarare la concentrazione compatibile con il mercato comune. Perché la Commissione possa dichiarare una concentrazione compatibile con il mercato comune, occorre però che i miglioramenti di efficienza vadano a beneficio dei consumatori, siano specificamente legati alla concentrazione e siano verificabili. In particolare, negli Orientamenti, è stabilito che nella valutazione di un'operazione di concentrazione la Commissione debba prendere in considerazione ogni miglioramento di efficienza debitamente comprovato. Ciò significa che la Commissione dovrà dichiarare una concentrazione compatibile con il mercato comune qualora l'incremento di efficienza generato dall'operazione, sia suscettibile di controbilanciare gli effetti negativi per la concorrenza che la stessa potrebbe altrimenti produrre. Affinché la Commissione possa tener conto delle considerazioni di efficienza al fine di dichiarare una concentrazione compatibile con il mercato comune, è necessario che sussistano tre condizioni cumulative: i miglioramenti di efficienza devono andare a beneficio dei consumatori; devono essere specificamente legati alla concentrazione; devono essere verificabili. Con riguardo al primo punto, il criterio fondamentale in base al quale sono valutate le considerazioni di efficienza, è che i consumatori non si trovino in una situazione peggiore a seguito della concentrazione. Le concentrazioni possono produrre diversi tipi di miglioramenti dell'efficienza che possono andare a vantaggio dei consumatori. In primo luogo, a seguito della concentrazione, le imprese interessate potrebbero ridurre i prezzi. Ciò può succedere nel caso in cui la concentrazione consenta alle imprese di realizzare economie di gamma o di scala e quindi di ridurre i c.d. costi variabili o marginali. Inoltre, i consumatori possono anche beneficiare di prodotti o servizi nuovi o migliorati, grazie ai miglioramenti di efficienza nel campo della R&S e dell'innovazione. Occorre rilevare che i miglioramenti di efficienza devono essere tempestivi affinché siano considerati idonei a controbilanciare gli eventuali effetti negativi derivanti da una concentrazione. In generale, quanto più lontani sono nel futuro gli incrementi di efficienza che dovrebbero realizzarsi, tanto minore è il peso che la Commissione potrà attribuire a tali fattori. La seconda condizione è che gli incrementi di efficienza derivanti dalla concentrazione siano *merger specific*, ossia strettamente dipendenti dall'operazione stessa. Spetta alle imprese parti della concentrazione dover fornire tempestivamente tutte le informazioni necessarie per dimostrare che non esistono alternative realistiche e realizzabili meno anticoncorrenziali rispetto alla concentrazione notificata, in grado di produrre i medesimi incrementi di efficienza. Infine, i miglioramenti dell'efficienza devono essere verificabili in modo che la Commissione sia sufficientemente certa che essi possano realizzarsi e che siano di entità sufficiente a controbilanciare i potenziali effetti negativi derivanti dalla concentrazione. Quanto più precisi saranno gli argomenti addotti dalle parti per dimostrare gli incrementi di efficienza, tanto più la Commissione sarà in grado di valutare la loro fondatezza. Al contrario, nel caso in cui gli argomenti addotti dalle parti siano poco chiari o poco precisi ovvero di difficile verificabilità, la Commissione attribuirà una scarsa probabilità alla loro effettiva realizzazione. L'adozione da parte del legislatore comunitario della "*efficiency defense*" segna una svolta con la filosofia di fondo che ha finora guidato le decisioni dell'Antitrust comunitario, la cui preoccupazione è stata quella di preservare la concorrenza da eventuali *post-merger effects* e non di focalizzarsi sulla valutazione complessiva di tutte le conseguenze dell'operazione, come avviene in altri ordinamenti antitrust. In dottrina si veda Arnaudo L., *L'efficienza nel nuovo controllo comunitario delle concentrazioni*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 1/2005, p. 51, l'A. riassume in modo molto chiaro la distinzione tra la teoria della *total welfare* e la teoria, privilegiata nell'Europa continentale, del *consumer welfare* e non si nasconde

condizioni per invocare lo stato di crisi dell'impresa (*failing firm defence*)⁵⁷⁷.

Sotto il profilo dei possibili effetti anticoncorrenziali, gli Orientamenti della Commissione individuano due principali modalità attraverso le quali una concentrazione di natura orizzontale può ostacolare in misura significativa la concorrenza.

Le concentrazioni orizzontali sono quelle che coinvolgono imprese concorrenti dirette o potenziali in uno o più mercati. Si tratta, tradizionalmente, delle operazioni più problematiche sotto il profilo delle conseguenze concorrenziali, perché si traducono nella rimozione di vincoli competitivi diretti generando un aumento di potere di mercato in capo all'entità scaturente dall'operazione.

Le concentrazioni orizzontali possono, in particolare, produrre due tipi di effetti

la natura intrinsecamente politica di una scelta antitrust che è sostanzialmente allocativa, ma anche i pericoli che tale considerazione nasconde. Uno stimato studioso, (Denozza F., convegno SIEP, 2005) va oltre tale distinzione, sottolineando come sotto la definizione di *consumer welfare* si raggiungono differenti consumatori, i cui interessi e le cui funzioni di benessere divergono sensibilmente. Così argomentando, in realtà si va al cuore del problema dell'economia del benessere e della scienza delle finanze, dove il *trade off* tra efficienza /equità è il centro dell'analisi. La letteratura sul punto è vastissima. In questa sede si rinvia a Cosciani C., *Lezioni di scienza delle finanze*, Torino, 2005.

⁵⁷⁷ La Commissione può decidere che una concentrazione, che darebbe sicuramente adito a problemi anticoncorrenziali, sia ciononostante compatibile con il mercato comune se una delle imprese partecipanti versa in stato di crisi, in particolare se risultano soddisfatte le seguenti tre condizioni: l'impresa che si presume sia sul punto di fallire sarebbe, entro breve tempo, costretta a uscire dal mercato se non venisse rilevata da un'altra impresa; non vi è un'acquisizione alternativa che avrebbe effetti anticoncorrenziali meno gravi di quelli derivanti dalla concentrazione notificata; in assenza della concentrazione, i beni produttivi dell'impresa in stato di crisi uscirebbero inevitabilmente dal mercato. Gli *Orientamenti* sulla valutazione delle concentrazioni orizzontali rendono edotti del pensiero della Commissione nei casi in cui la concentrazione solleva problemi concorrenziali, ma può ciononostante essere dichiarata compatibile con il mercato comune se una delle imprese interessate versa in stato di crisi. Riprendendo largamente le considerazioni svolte dalla *Corte di giustizia* in *Francia/Commissione* (C-68/94 e C-30/95, *cit.*, parr. 109-125), la Commissione considera la «*failing firm defense*» se: a) l'impresa in crisi è effettivamente destinata ad uscire dal mercato; b) non vi sono altre possibilità di concentrazioni meno restrittive, c) in assenza di concentrazione, i beni prodotti dall'impresa in crisi uscirebbero inevitabilmente dal mercato. In dottrina si veda Monti A., Rousseva F., *Failing firms in the framework of the EC merger regulation*, in *European Law Review*, 1999, p. 38 ss. In particolare occorre tener presente l'approccio estremamente cauto della Commissione rispetto alle considerazioni di efficienza, a tal proposito si veda il discorso del Commissario Monti *Review of the EC Merger Regulation – Roadmap for the reform project Conference on Reform of European Merger Control British Chamber of Commerce*, Bruxelles, 4 giugno 2002, in cui egli ha sostenuto che: “*it is appropriate to maintain a touch of healthy scepticism with regard to efficiency claims*”.

restrittivi della concorrenza⁵⁷⁸: eliminare un concorrente diretto così da consentire all'impresa acquirente di accrescere il proprio potere di mercato e, unilateralmente, aumentare i prezzi a livelli sopra-competitivi⁵⁷⁹, ovvero peggiorare le condizioni di offerta di beni o servizi senza subire condizionamenti da altri attori del mercato (si tratta dei c.d. effetti unilaterali della concentrazione che si producono principalmente nei casi di costituzione o rafforzamento della posizione dominante singola); creare o rafforzare le condizioni propizie per la sostenibilità della collusione tacita tra i membri di un oligopolio (si tratta dei c.d. effetti di coordinamento o effetti pro-collusivi, che l'ordinamento comunitario, e di riflesso quello nazionale, valutano facendo riferimento alla nozione della dominanza collettiva)⁵⁸⁰.

Pertanto le concentrazioni anticompetitive si suddividono in due campi: quelle che

⁵⁷⁸ Sulla teoria economica delle concentrazioni orizzontali si vedano: Shere F. M., Ross D., *Industrial marketstructure and economic performance*, Boston, 1990; Rey P., Tirole J., *A primer on foreclosure*, in *Handbook of industrial economics*, Toulouse, 2000; Farrel J., Saphiro- P., *Horizontal mergers: an equilibrium analysis*, in *American economic review*, 1990, p. 107; Hovenkamp H., *Federal antitrust Policy*, St. Paul, 1994.

⁵⁷⁹ Nella sua formulazione tradizionale i prezzi predatori corrispondono ad una condotta da parte di una impresa in posizione dominante che riduca drasticamente i prezzi generando una perdita nel concorrente, derivante da una contrazione nelle quote di mercato o da una forzata riduzione dei prezzi al di sotto dei costi per seguire le condizioni offerte dall'*incumbent*. Le perdite così generate inducono quindi il concorrente ad uscire dal mercato e consentono al predatore, una volta rafforzato il proprio potere di mercato, di recuperare le perdite subite generando un profitto dall'intera operazione. La politica aggressiva di prezzo, corrispondente alla fase di predazione, può a seconda dei casi presentarsi come una riduzione generalizzata del prezzo di mercato o, alternativamente, mediante sconti selettivi volti a sottrarre la clientela al concorrente, mentre la fase di recupero delle perdite si sostanzia in un aumento del prezzo una volta escluso il concorrente. Infine, nell'approccio tradizionale, l'uscita del concorrente, nell'aspettativa di una prolungata fase di perdite, è stata tradizionalmente collegata alla maggior fragilità finanziaria delle nuove imprese, incapaci di coprire le perdite subite nella fase di predazione, al contrario dell'impresa dominante, che può sussidiare queste perdite con i profitti ottenuti in altri mercati o con un maggiore accesso al finanziamento esterno, elementi sintetizzati nella nozione di tasca profonda. Una fattispecie simile ai prezzi predatori è quella di *price squeeze*, che si verifica quando l'*incumbent* è monopolista nella vendita di un *input* essenziale e partecipa al contempo nel mercato a valle in competizione con altre imprese. In questo caso l'impresa dominante ha due strumenti a disposizione per forzare il concorrente all'uscita, il prezzo di cessione dell'*input* e il prezzo finale del prodotto. Aumentando il primo e riducendo il secondo i margini del concorrente possono essere ridotti al di sotto dei costi che questi sopporta per lo svolgimento della fase finale di produzione e commercializzazione, generando perdite. Cfr. testualmente Pardolesi R., *La concorrenza*, cit., p. 387 ss; Polo M., *Price Squeeze: Lessons from the Telecom Italia Case*, in *Journal of Competition Law and Economics*, 3, p. 453-470; Polo M., Motta M., *Antitrust*, cit., p. 70 ss.

⁵⁸⁰ Sul punto si veda per tutti Bishop S. B., *Power and responsibility The ECJ's Kali-Salz Judgment*, in *European Competition Law Review*, 1, p. 38-39.

creano o rafforzano effetti di coordinamento tra i membri dell'oligopolio, dando origine a fenomeni di collusione tacita⁵⁸¹ (da qui la denominazione di oligopoli collusivi); quelle che invece generano effetti unilaterali anticompetitivi senza che si instauri tra i membri dell'oligopolio alcuna forma di collusione (i c.d. oligopoli non collusivi).

La cooperazione o collusione tacita tra le imprese⁵⁸² non costituisce una forma di coordinamento esplicito sanzionabile ai sensi delle norme sulle intese ed abusi di posizione dominante; si tratta, piuttosto, di forme di interazione che gli attori di un oligopolio intraprendono in ragione della marcata interdipendenza delle proprie condotte commerciali.

In sostanza, in mercati in cui l'offerta è concentrata nelle mani di un numero esiguo di imprese, queste ultime acquisiscono immediatamente consapevolezza del

⁵⁸¹ Sulla teoria economica della collusione tacita si veda per tutti: Ivaldi M., Julien B., Rey P., Tirole J., *The economics of tacit collusion*, Toulouse, European Commission, 2003.

⁵⁸² Il riconoscimento da parte della Corte di Giustizia del potere della Commissione di valutare anche quelle operazioni di concentrazione suscettibili di creare o rafforzare oligopoli pregiudizievoli per la concorrenza è giunto dopo un lungo e travagliato processo, data la mancanza nel Regolamento 4064/89 di una specifica disposizione al riguardo. Infatti, solo con la sentenza *Kali und Salz* del 1998 la Corte ha avallato la prassi della Commissione in materia, statuendo che “la Commissione europea è tenuta a valutare gli effetti di una concentrazione anche in termini di rafforzamento o costituzione di una posizione dominante collettiva.” In particolare, la Corte ha chiarito che “un’operazione di concentrazione suscettibile di creare o rafforzare un oligopolio, produce, in termini di perdita del benessere sociale, degli effetti distorsivi analoghi a quelli risultanti da un’operazione che dia luogo alla creazione o al rafforzamento di una posizione dominante singola. Di conseguenza, in nome del basilare principio di effettività dell’applicazione delle regole di concorrenza, la disciplina delle concentrazioni va applicata ad entrambe le fattispecie. In una successiva sentenza del Tribunale di primo grado del 1999 (*Gencor c. Commissione*) non solo è stato confermato l’approccio della dominanza collettiva precedentemente adottato dalla Corte di Giustizia ma è stato anche esplicitamente affermato che la dominanza collettiva può sussistere anche in assenza di legami strutturali, laddove l’interdipendenza delle società, intrinseca nella natura stessa dei mercati oligopolistici, potrà più facilmente desumersi da un’analisi economica della struttura del mercato stesso. Per approfondimenti si vedano: Decisione 92/553/EEC (caso IV/M. 190) della Commissione, 22 luglio 2002, *Nestlé/Perrier*, in *G.U.C.E.*, n. L 356/1 del 1992; *KaliundSak*, cit., decisione (caso IV/M.619) della Commissione, 24 aprile 1996, *Gencor/Lonrho*, in *G.U.C.E.*, n. L 11/30 del 1999, impugnata innanzi al Tribunale di primo grado, *Gencor/Commisione*, cit. e innanzi alla Corte di giustizia, 31 marzo 1998, C-68/94 e C-30/95, *Francia/Commissione*, in *Racc.*, I, p. 1375. Inoltre, si vedano anche: Caffarra C., Kuhn K. U., *Joint Dominance: the CFI Judgement on Gencor/Lonrho*, in *European Competition Law Review*, 1999, p. 355; Temple Lang J., *Oligopolies and joint Dominance in Community Antitrust Law*, in (*Fordham Corporate Law Conference*, New York, 2001), in *Corp. L. Inst.*, 2002, p. 145; Frignani A., *The collective dominant position in EC and Italian competition law*, VII Convegno Treviso, 18-19 maggio 2006.

fatto che la condotta di ciascuno ha un'incidenza immediata e diretta sulla posizione competitiva dell'altro in maniera molto più accentuata che in altri mercati⁵⁸³.

In ragione di tale interdipendenza, ciascuna impresa considera, per ogni sua scelta commerciale, non soltanto la propria azione, ma anche le reazioni dei suoi concorrenti. In sintesi, ciascuna impresa è cosciente degli interessi comuni ed è perciò fortemente incentivata ad allineare il proprio comportamento sul mercato a quello delle altre, in modo da massimizzare il profitto comune, senza dover procedere alla conclusione di un'intesa esplicita con i propri concorrenti.

In tali circostanze possono pertanto instaurarsi delle forme di collusione tacita, nel senso che ciascun membro dell'oligopolio sceglie le proprie strategie commerciali al fine di massimizzare i profitti di tutti i membri dell'oligopolio, ad esempio aumentando i prezzi a livelli sopra-competitivi o riducendo le quantità, nella convinzione che gli altri attori si comporteranno analogamente, tenendo conto ciascuno delle azioni degli altri⁵⁸⁴.

⁵⁸³ È bene considerare che la Commissione è intenzionata a continuare ad applicare il concetto di posizione dominante anche in un contesto oligopolistico dove le imprese interessate non sono leader di mercato, attraverso la fattispecie della dominanza collettiva, che corrisponde ai *coordinated effects* della giurisprudenza americana ed al concetto di *collusione tacita* enucleato nella letteratura economica. La giurisprudenza usa il termine *collective* o *joint dominance* come sinonimo d'interdipendenza oligopolistica perché il potere di mercato esercitato da alcuni concorrenti si fronteggiano generalmente alla dinamica di un mercato dove solo pochi (da due a cinque) operatori gareggiano fra loro. Per spunti di approfondimento si veda la decisione (COMP/M.2498) della Commissione, *UPM-Kymmee/Haindl*, 21 novembre 2001, par. 75 ove si afferma che: “*the terms collective, joint and oligopolistic dominance are used as synonyms in this decision*”; Coscielli A., Lofaro A., *Dominanza collettiva e fusioni alla prova di S. Tommaso*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2001, 1, p. 193 ss. Il presente materiale è spiegato e preso da Pardolesi R., *La concorrenza*, cit., p. 416-420, in particolare si vedano le note nn 95 e 96.

⁵⁸⁴ La teoria degli oligopoli generalmente si fonda sul concetto del c.d. *Nash Equilibrium* secondo il quale ogni impresa determina i propri prezzi (o le quantità di prodotto, od ogni altra variabile concorrenziale) dati i prezzi stabiliti dai suoi concorrenti. Ciò da origine alla funzione di *best response* che descrive il complesso dei prezzi individuato da ogni impresa in risposta ad ogni *set* di prezzi prescelto dai concorrenti. L'equilibrio si realizza quando queste funzioni di *best response* si intersecano l'una con l'altra, ovvero allorché i prezzi di ogni impresa rappresentano la miglior risposta ai prezzi applicati dalle altre (equilibrio competitivo). In un contesto caratterizzato dalla presenza di un numero esiguo di imprese sul mercato, ciascuna di esse può fissare un prezzo al di sopra della propria *best response function* nell'affidamento che gli altri agiscano allo stesso modo. Quando tutte le imprese adottano il medesimo comportamento, si configura un equilibrio collusivo o coordinato.

L'osservazione delle reciproche condotte sul mercato consentirà poi alle imprese di verificare in concreto se ciascuna si è comportata conformemente alle aspettative senza deviare. Equilibri oligopolistici fondati su tali meccanismi di cooperazione restano per natura precari, dato che la non belligeranza delle imprese sul mercato può essere turbata in ogni momento da una pluralità di accadimenti sia esterni che interni al mercato; il rischio maggiore di turbamento dell'equilibrio concorrenziale viene proprio dall'interno dell'oligopolio, dato che ciascuna impresa non esiterà a tenere una condotta deviante tesa a massimizzare i propri profitti (aumentando ad esempio le vendite a prezzi più bassi), laddove ritenga di essere immune da reazioni o rappresaglie dei propri concorrenti⁵⁸⁵.

Per tali ragioni si ritiene che una situazione di riduzione sostanziale della concorrenza sul mercato derivante da un equilibrio oligopolistico fondato sulla collusione tacita dell'oligopolio sia sostenibile solo in presenza di alcune caratteristiche strutturali del mercato di cui alcune imprescindibili come la trasparenza del mercato⁵⁸⁶; l'esistenza di meccanismi di rappresaglia credibili, efficaci e tempestivi attivabili dai membri dell'oligopolio stesso nei confronti

Realizzatosi questo tipo di equilibrio, i prezzi che ne risultano sono più elevati di quanto non lo siano nell'equilibrio competitivo. Ciascuna impresa rinuncia a profitti attuali in vista di prezzi e profitti più elevati nel futuro. Così Kolasky W. J., *Coordinated effects in merger review: from Dead French Men to Beautiful Minds and Mavericks*, ABA Spring Meeting, Washington DC, 2002; Deneckere R., Davidson C., *Incentives to form coalitions with Bertrand competition*, in *Rand Journal of Economics*, 1985, p. 473-486.

⁵⁸⁵ Cfr. Motta M., *Fusioni orizzontali: analisi economica e disciplina comunitaria*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2000, 2, p. 211 ss.

⁵⁸⁶ La trasparenza del mercato è una condizione essenziale per la sostenibilità della collusione tacita in seno ad un oligopolio. In un mercato trasparente i prezzi di vendita e/o le quantità del prodotto sono note, il che consente agli operatori sul mercato di convergere tutti verso un punto di riferimento comune (c.d. *focal point*), ad esempio il medesimo prezzo, senza bisogno di concertarsi esplicitamente. La trasparenza del mercato è solitamente tanto più alta quanto minore è il numero dei partecipanti attivi nel mercato. Inoltre, il grado di trasparenza dipende spesso dalle modalità secondo le quali avvengono le transazioni in un determinato mercato. La trasparenza consente, infine, ai membri dell'oligopolio di sorvegliarsi reciprocamente, perché ogni tentativo di deviazione è immediatamente identificato. La quasi totalità dei casi valutati dalla Commissione applicando il test della dominanza collettiva ha riguardato mercati caratterizzati da una spiccata trasparenza, come ad esempio la distribuzione del carburante al dettaglio, le acque minerali, l'alluminio, il platino.

dell'impresa che abbia assunto una condotta deviante⁵⁸⁷; l'incapacità degli altri operatori esterni all'oligopolio, siano essi concorrenti attuali o potenziali, nonché degli altri attori sul mercato, di neutralizzare la linea di azione degli oligopolisti esercitando su questi una pressione concorrenziale disciplinante⁵⁸⁸.

Dalla prassi comunitaria in materia emerge che anche altre caratteristiche strutturali del mercato sono ritenute rilevanti ai fini della sussistenza di una dominanza oligopolistica. In particolare si può fare riferimento: alla concentrazione dell'offerta⁵⁸⁹; ad un prodotto omogeneo⁵⁹⁰; ad una crescita moderata del mercato⁵⁹¹; alla simmetria dei costi⁵⁹²; alla simmetria delle quote di mercato⁵⁹³; ai vincoli

⁵⁸⁷ È necessario, pertanto, che i membri dell'oligopolio siano in grado di identificare tempestivamente la condotta deviante di uno di loro e reagire sul piano commerciale con condotte suscettibili di arrecare all'impresa deviante un pregiudizio economico maggiore dei benefici attesi dal comportamento non allineato (ad esempio nel caso della commercializzazione del carburante al dettaglio, la decisione di uno degli oligopolisti di ridurre i prezzi è immediatamente rilevabile dagli altri concorrenti e facilmente neutralizzabile con una risposta ugualmente tempestiva).

⁵⁸⁸ In relazione alla concorrenza attuale, occorrerà essenzialmente verificare le potenzialità di crescita di tali operatori prendendo a riferimento la quota di mercato e la facilità di espansione della capacità produttiva (ovviamente, tanto più il mercato è concentrato nelle mani degli oligopolisti, tanto meno sarà realistica e credibile un'azione disciplinante della frangia dei competitori). Quanto ai concorrenti potenziali, occorre considerare se sussistono elevate barriere all'ingresso che rendono il mercato non contendibile dall'esterno. Cfr per tutti Pardolesi R., *La concorrenza, cit.*, p. 416-420.

⁵⁸⁹ La caratteristica essenziale di un oligopolio è la concentrazione dell'offerta in capo ad un esiguo numero di imprese, ciascuna delle quali in possesso di rilevanti quote di mercato; la stabilità dell'equilibrio oligopolistico, dipende, infatti, dalla interazione dei membri dell'oligopolio con la conseguenza che tanto più sono numerosi i membri dello stesso, più è elevata la sua instabilità.

⁵⁹⁰ Un elevato grado di omogeneità del prodotto semplifica la possibilità per le imprese di una collusione tacita sui prezzi.

⁵⁹¹ Nei mercati in cui la domanda è stazionaria e non registra crescite significative, la tensione competitiva delle imprese tesa a conquistare l'incremento della domanda viene a mancare; inoltre un mercato in stagnazione non stimola l'ingresso di nuovi entranti, risultandone così ulteriormente compromessa la dinamica concorrenziale del mercato. Per comprendere in che misura le *merging firms* eserciteranno potere di mercato, bisogna considerare non solo le variabili dell'offerta, ma anche quelle della domanda. Ad esempio, in industrie caratterizzate da *switching costs* molto elevati, i consumatori non cambieranno facilmente i loro fornitori, i quali, pertanto, potranno esercitare un elevato potere di mercato. In generale, più è bassa l'elasticità della domanda di mercato, più i prezzi salgono.

⁵⁹² Una situazione di dominanza oligopolistica è più facilmente riscontrabile e sostenibile se i membri dell'oligopolio hanno costi simili, perché in tal caso essi saranno portati a comportarsi allo stesso modo di fronte alle varie situazioni di mercato.

⁵⁹³ Come per i costi simmetrici, la simmetria delle quote è percepita come un fattore che facilita la collusione tacita, anzitutto perché quote di mercato analoghe riflettono costi simili, in secondo luogo perché gli operatori tendono a percepirsi su di un piano di parità, sia nel senso che ciascun membro dell'oligopolio ritiene di ricevere un'equa fetta di mercato, sia nel senso che ciascuno è disincentivato a competere per timore di reazioni di "forza" equivalente.

strutturali⁵⁹⁴.

Una concentrazione orizzontale può infine comportare una riduzione sostanziale del livello di concorrenza esistente in un mercato oligopolistico attraverso l'eliminazione di un concorrente diretto. L'impresa risultante dalla concentrazione, a fronte della riduzione della pressione concorrenziale, potrà aumentare unilateralmente i prezzi in maniera proficua senza dover temere reazioni dal mercato. A fronte di tale comportamento, anche le altre imprese dell'oligopolio potranno ritenere conveniente approfittare della riduzione della concorrenza aumentando anch'esse i prezzi⁵⁹⁵. La realizzazione di una concentrazione in un mercato oligopolistico tende infatti ad innalzare quella che gli economisti chiamano la *best response function*⁵⁹⁶, ossia l'insieme dei prezzi ottimali (in grado cioè di mantenere alta la redditività) applicabili da un'impresa in relazione ad ogni possibile prezzo applicato dalle concorrenti⁵⁹⁷.

⁵⁹⁴ La probabilità di condotte oligopolistiche aumenta se esistono vincoli strutturali tra i membri dell'oligopolio (imprese comuni, partecipazioni incrociate, importanti contratti di approvvigionamento o distribuzione).

⁵⁹⁵ Il pericolo paventato è proprio quello in cui, in un oligopolio, anche le imprese concorrenti che non sono interessate da una concentrazione "possono beneficiare della riduzione della pressione concorrenziale che deriva dalla concentrazione, -poiché l'aumento dei prezzi da parte delle imprese partecipanti alla concentrazione può spostare una parte della domanda verso le imprese rivali che, a loro volta, potrebbero considerare redditizio alzare anch'esse i prezzi". La prevedibilità di questo generale innalzamento dei prezzi sarebbe un incentivo ulteriore alla concentrazione, ben presente nelle strategie delle imprese interessate (c.d. incentivo *ex ante*). Per approfondimenti si veda il par. 24 degli *Orientamenti*. Nella letteratura economica tale dinamica risulta dallo studio di modelli che si basano sulle ipotesi che le imprese scelgono i prezzi del prodotto non la quantità da produrre, c.d. modelli di *Bertrand Competition* dal nome del primo economista che li teorizzò, a tal fine si vedano tra gli altri Deneckere R., Davidson C., *Incentives from coalitions with Bertrand competition*, in *Rand Journal of Economics*, 1985, p. 473-486 e si veda testualmente Pardolesi R., *La concorrenza*, cit., p. 417.

⁵⁹⁶ Cfr. per tutti Fingleton J., Nolan D., *Mind the gap. La riforma del regolamento comunitario sulle concentrazioni*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2003, p 314.

⁵⁹⁷ Gli effetti di una fusione possono variare sensibilmente a seconda del tipo di competizione attuata dalle imprese presenti sul mercato (strategie basate sul prezzo di vendita e strategie basate sulle quantità prodotte) oltre che dal tipo di prodotto offerto (omogeneo o differenziato). Qualora l'impresa dominante alzasse i prezzi, le imprese concorrenti che operano strategie di prezzo saranno portate anch'esse ad aumentare i prezzi. Quando invece le imprese competono sulle quantità offerte, una riduzione dell'*output* della concentrazione si traduce in un aumento dell'*output* delle concorrenti. Tuttavia nel caso in cui le imprese concorrenti siano già al massimo della capacità produttiva, e quindi non siano in grado di fronteggiare l'aumento della domanda che ne deriverebbe, saranno portate anch'esse ad aumentare il prezzo.

Tali effetti di riduzione della concorrenza finirebbero per interessare complessivamente tutto il mercato, ma a differenza di quanto accade negli oligopoli cooperativi, essi non scaturirebbero da una comune linea d'azione dei membri dell'oligopolio nell'ambito di un contesto cooperativo, ma da atti unilaterali assunti da ciascun operatore presente sul mercato. In questo caso, infatti, non viene instaurata alcuna forma di cooperazione, ancorché tacita, tra le imprese.

Per tali ragioni queste situazioni vengono descritte in termini di effetti unilaterali, con riferimento al fatto che la riduzione della concorrenza sul mercato consegue a condotte commerciali assunte autonomamente dalle imprese.

Nella stragrande maggioranza dei casi, gli effetti unilaterali sopra descritti derivano da concentrazioni suscettibili di creare o rafforzare delle imprese leader di mercato, generando situazioni che il diritto comunitario qualifica di dominanza singola. Eccezionalmente, tuttavia, effetti unilaterali suscettibili di produrre una riduzione sostanziale della concorrenza possono anche scaturire da concentrazioni tra imprese che non hanno una posizione di *leadership* nel mercato, né la raggiungono a seguito della fusione (ad esempio una concentrazione tra il secondo e il terzo operatore del mercato). Quest'ultima categoria di operazioni mal si presta ad essere valutata facendo ricorso al concetto di dominanza collettiva; ciò per la scarsa compatibilità tra la nozione di dominanza collettiva, tradizionalmente costruita sul concetto di unità ed identità di azione dei suoi membri, e la situazione di non cooperazione (si potrebbe dire "di rivalità") che caratterizza gli operatori membri di un oligopolio non collusivo⁵⁹⁸.

⁵⁹⁸ In altri termini, se il mercato è protetto da alte barriere all'entrata, è razionale per le imprese non «farsi la guerra», dato che se qualcuno tenta di rubare quota di mercato altrui abbassando i prezzi, la trasparenza nel mercato è tale da garantire una immediata sanzione nei confronti dell'operatore sleale. Si scatenerrebbe una guerra di prezzo non profittevole, e per lo stesso motivo è possibile e razionale

Nella impossibilità di ricondurre questi scenari a una situazione di dominanza singola o collettiva, tali operazioni sfuggirebbero allo scrutinio del test di dominanza ma non al nuovo test, il SIEC, che permette di estendere la valutazione della Commissione anche a quelle operazioni che, pur non creando o rafforzando una posizione dominante, producano effetti pregiudizievoli per la concorrenza⁵⁹⁹.

Sia per le operazioni suscettibili di creare o rafforzare una posizione dominante singola, generalmente caratterizzate da un significativo divario tra la quota di mercato detenuta dall'entità risultante dalla concentrazione e quella del suo principale concorrente, che per le concentrazioni tra imprese operanti in mercati oligopolistici cosiddetti non collusivi, l'analisi dell'impatto concorrenziale è sostanzialmente analoga, posto che l'aumento dei prezzi eventualmente risultante dalla concentrazione deriva essenzialmente dall'adattamento unilaterale delle imprese al nuovo contesto di mercato determinato dall'operazione. A tale proposito la comunicazione segnala quindi l'esigenza di un'analisi incentrata in primo luogo sull'individuazione della natura e della consistenza dei vincoli concorrenziali, primi fra tutti quelli reciprocamente esercitati dalle imprese interessate dall'operazione, che risulterebbero eliminati per effetto della concentrazione⁶⁰⁰.

non investire in innovazioni. Si spiega allora perché le imprese in un oligopolio che non partecipano alla concentrazione trovino razionale (*i.e.* massimizzante i loro profitti di lungo periodo) *alzare* i prezzi e seguire il leader di mercato. Tale meccanismo appare tanto più facile quanto poche sono le imprese presenti, tanto maggiore è la trasparenza nel mercato, la velocità di adeguarsi all'impresa leader e la capacità di controllarsi e di punirsi reciprocamente nei casi di devianza. Cfr. sul punto Arrow K., *Economie welfare and the allocation of resources to innovation*, in *TI Direction of Economic Activity*, Cambridge Mass, 1962.

⁵⁹⁹ Si può ad esempio immaginare che la riduzione da cinque a quattro imprese faciliti il meccanismo collusivo e diminuisce le occasioni di devianza, perché aumenta la trasparenza nel mercato e il monitoraggio reciproco. Anche tale concentrazione può essere dichiarata incompatibile con il mercato comune secondo il nuovo test legale. Questo ricomprende, in conclusione, anche ulteriori ostacoli alla concorrenza in mercati già non competitivi diversi dalla creazione o dal rafforzamento di una posizione dominante. Entrambi gli effetti anticompetitivi, coordinati e non, sono incompatibili con il mercato comune e la differenza, quando si parte dal caso di specie anziché dalla fattispecie teorica non è così agevole. Cfr. sul punto Gambuto S., *Il controllo delle concentrazioni*, *cit.*, p. 420.

⁶⁰⁰ Nella famosa decisione sulla concentrazione dei supermercati, l'autorità inglese (la *Competition*

Al fine di valutare la probabilità che un'operazione produca effetti unilaterali significativi sulla concorrenza, il documento indica inoltre l'opportunità di considerare, di volta in volta, fattori diversi quali l'entità delle quote di mercato delle imprese partecipanti alla concentrazione, la natura e i rapporti di sostituibilità dei prodotti, le possibili reazioni dei concorrenti (in termini di aumento della produzione o di espansione della capacità produttiva) e degli acquirenti (in termini di sostituzione delle fonti di approvvigionamento) in risposta ad eventuali incrementi dei prezzi, ovvero lo specifico ruolo esercitato da una delle imprese partecipanti alla concentrazione sulle dinamiche concorrenziali all'interno del mercato interessato.

Nell'ipotesi in cui la concentrazione modifica la natura dei rapporti concorrenziali in un mercato oligopolistico, consentendo o facilitando il coordinamento tacito dei comportamenti delle imprese sul mercato e permettendo a queste ultime di aumentare i prezzi senza la necessità di ricorrere ad accordi o pratiche concordate ai sensi dell'art. 81 del Trattato UE le linee guida evidenziano in primo luogo come la probabilità di simili effetti sia generalmente più elevata in presenza di fattori e circostanze, quali l'omogeneità dei prodotti, la stabilità delle condizioni di domanda e di offerta, la simmetria delle strutture dei costi, delle quote di mercato e del grado di integrazione verticale delle imprese, che rendono più agevole stabilire i termini e

Commission) ha definito il mercato rilevante nei rivenditori che usufruivano di uno spazio superiore ai 1400 metri quadri, ma ha analizzato gli effetti della concentrazione anche sui negozi che hanno una superficie dai 280 ai 1400 mq. Si veda per approfondimenti *Competition Commission, Safeway plc Asda Group Ltd.; Wm Morrison Supermarkets PLC; Sainsbury PLC; Tesco PLC*, del settembre 2003 disponibile a www.competition-commission.org.uk/repjiub/reports/2003. L'esempio opposto si trova in America, dove è stato definito il mercato rilevante nelle crociere commercializzate in Nord America, ma sono stati analizzati anche gli effetti della concentrazione sulle singole rotte, si vedano: *Ftc Royal Caribbean Cruises, Ltd/P&O Princess Cruises pie* e *Carnival Corporation/P&O Princess Cruises pie*, *Ftc file n. 021 0041 Cruise Lines*, su cui si veda anche Coleman M., Scheffman D., *Empirical analyses of potential competitive effects of a horizontal merger* disponibile a www.ftc.gov. Per i riferimenti bibliografici del caso qui segnalato, si veda per tutti Pardolesi R., *La concorrenza, cit.*, p. 409, in particolare la nota n. 73.

le modalità di funzionamento del meccanismo di coordinamento⁶⁰¹.

Il documento illustra poi le condizioni necessarie a garantire la stabilità di un simile equilibrio, vale a dire un elevato grado di trasparenza del mercato, l'esistenza di credibili ed efficaci meccanismi deterrenti in caso di comportamenti devianti e l'inidoneità delle eventuali reazioni dei concorrenti attuali e futuri o dei clienti a pregiudicare i risultati attesi dal coordinamento.

Le concentrazioni verticali intervengono invece tra imprese operanti a livelli diversi (una a monte e una a valle), ma verticalmente collegati, della filiera produttiva.

In linea generale, sotto il profilo concorrenziale, tali operazioni sono meno problematiche delle concentrazioni orizzontali, in quanto non determinano l'eliminazione di uno o più concorrenti diretti con una conseguente immediata riduzione del grado di concorrenza sul mercato, ma mirano ad instaurare sinergie tra operatori complementari⁶⁰². In generale esse sono dirette a garantire certezza di

⁶⁰¹ Si deve necessariamente ricordare che l'abilità delle imprese ad aumentare i prezzi è vincolata anche dall'esistenza di potenziali operatori entranti sul mercato. In termini tecnici questo accade, perché, con una concorrenza alla Cournot (*sostituti strategici*), le imprese rivali a fronte delle minori quantità offerte dalle imprese fuse, reagiscono riducendo più *output*. Le imprese, per le quali potrebbe non essere profittevole entrare nell'industria, dati i prezzi *pre-merger*, potrebbero, invece, decidere di entrarvi qualora la fusione comporti un innalzamento dei prezzi o una riduzione delle quantità. Cfr. sul punto Motta M., Polo M., *Antitrust, cit.*, p. 170 ss.

⁶⁰² Il quadro cambia quando si consideri il contesto più ricco nel quale le imprese sono impegnate su un doppio confronto competitivo, nella ricerca di soluzioni innovative e, in caso di successo, nella definizione delle strategie di mercato. In questo caso non è solamente l'impatto dell'intervento antitrust sulle pratiche adottate nel mercato, discusso più sopra, a contare nell'analisi degli effetti di deterrenza. Quando infatti le imprese sono impegnate nella ricerca di soluzioni innovative, non sono molto spesso in grado di prevedere quali potranno essere gli esiti del processo di ricerca, e come le politiche antitrust giudicheranno la commercializzazione dei nuovi prodotti innovativi. Se ad esempio una impresa è impegnata nel disegno di un nuovo sistema operativo che inglobi anche un software per al navigazione su internet, non è in grado inizialmente di sapere con certezza se esso, una volta introdotto, verrà considerato come uno strumento per l'esclusione dei concorrenti o invece come un prodotto che rende più facile l'accesso alla rete per gli utilizzatori. Non è in grado di sciogliere questa incertezza sia per l'elemento di imprevedibilità degli esiti che accompagna spesso le attività innovative, sia per il fatto che, indipendentemente dall'intento iniziale dell'impresa, le possibilità di escludere i concorrenti una volta introdotto il nuovo sistema operativo nel mercato dipenderanno dalle offerte di pacchetti concorrenti da parte delle altre imprese, e quindi dall'intrecciarsi di processi di innovazione di molti attori. In questa incertezza, quindi, le imprese metteranno in conto la possibilità

approvvigionamenti o di sbocchi, maggior controllo della qualità, eliminazione del rischio di una imposizione di prezzi troppo elevati da parte dei distributori, riduzione dei costi di transazione, economie di gamma da cui derivano risparmi di costi eventualmente trasferibili ai consumatori⁶⁰³. Tuttavia, in talune circostanze tali operazioni sono suscettibili di generare effetti restrittivi della concorrenza⁶⁰⁴.

In particolare una concentrazione verticale può: produrre degli effetti di chiusura del mercato (c.d. *foreclosure*), ostacolando l'accesso agli sbocchi o agli approvvigionamenti; accrescere le barriere all'ingresso ai danni dei potenziali nuovi entranti; aumentare il rischio di collusione tacita tra operatori concorrenti diretti che siano verticalmente integrati.

Il principale rischio concorrenziale che può derivare da una concentrazione verticale riguarda innanzitutto l'effetto di preclusione all'accesso delle fonti di approvvigionamento o agli sbocchi a danno delle altre imprese sul mercato. Si consideri, ad esempio, l'ipotesi di un'impresa attiva nella produzione di un prodotto finito (il mercato a valle) che decida di integrarsi verticalmente attraverso

che, nella fase di commercializzazione, le autorità di tutela della concorrenza possano intervenire in modo più o meno stringente. In altri termini, l'intensità e severità dell'intervento antitrust tenderà a influenzare non solo le scelte finali relative alle strategie di mercato, ma anche gli incentivi iniziali ad investire nell'attività innovativa, con il rischio di "*chilling competition on the merits*". Per approfondimenti si vedano Segal I., Whinston M., *Naked Exclusion: a Comment, American Economic Review*, 90, 2000, p. 296-309.

⁶⁰³ Il trasferimento dell'efficienza della concentrazione ai consumatori è un principio ben radicato nella giurisprudenza americana, si vedano tra gli altri: *American Medical Intl.*, 104, F.T.C. 1, p. 213-220 (1984); *United States v. Rockford Memorial Corp.*, 717, F. Supp. 1251, 1291 (N.B. 111. 1989), affd, 898 F.2d 1278 (7th Cir. 1990); *United States v. United Tote*, 768 F. Supp. 1074, 1084-1085 (D. Del. 1991); *FTC v. University Health*, 938 F.2d 1206, p. 1222-1223 (11th Cir-1991). In dottrina si veda Stockum S., *The efficiencies defense for horizontal mergers: what is the government's standard?*, in *Antitrust Law Journal*, 1993, (volume 829), p. 837 ss; sulla stessa rivista si veda anche Yde P., De Vita M., *Merger efficiencies: reconsidering the «passing on» Requirement*, 1996, (vol. 64), p. 735.

⁶⁰⁴ Sulla teoria economica delle concentrazioni verticali si vedano in particolare: Hovenkamp H., *Federal Antitrust Policy*, St. Paul, 1994; Shere F. M., Ross D., *Industrial market structure and economic performance*, Boston, 1990; Ordovery J. A., Saloner G., Salop S. C., *Equilibrium verticale foreclosure*, in *American Economic Review*, 1990, n. 1, p. 127; Abbamonte O., Ribassa V., *Foreclosure and vertical mergers*, in *European Competition Law Review*, 2001, n. 6, p. 214; Levy N., *Competition Law of the European Communities*, 2003; Hildebrand D., *The Role of Economic Analysis in the EC Competition Rules: The European School*, Second Edition, in *The Hague: Kluwer Law International*, 2002.

l'acquisizione di un fornitore indipendente di materia prima (mercato a monte), detentore di una posizione dominante su quest'ultimo mercato.

A seguito dell'integrazione verticale con il proprio fornitore, l'impresa potrebbe rifiutarsi di fornire la materia prima agli operatori concorrenti sul mercato a valle, ovvero accordare loro condizioni commerciali più onerose con l'intento di innalzarne i costi di produzione.

Una situazione analoga potrebbe verificarsi tra un'impresa dotata di un'infrastruttura essenziale per la prestazione di beni o servizi a valle (una rete di telecomunicazioni, un gasdotto, una piattaforma televisiva) e un operatore che presta beni o servizi diffusi per il tramite di tali infrastrutture (un'impresa di telecomunicazioni, un distributore di gas, un'emittente televisiva). In tali circostanze sorge il rischio che l'impresa risultante dalla concentrazione impedisca o renda più oneroso ai propri concorrenti nei beni o servizi a valle l'accesso all'infrastruttura, alzandone di conseguenza i costi.

Simmetricamente, effetti di *foreclosure* possono scaturire da una concentrazione verticale che coinvolge un operatore dominante nello stadio a valle della filiera (ad esempio un'impresa che controlla un'importante rete di rivendite o un produttore di un bene finito che costituisce il principale cliente del mercato a monte della materia prima), dove i concorrenti rivali potrebbero vedersi preclusi gli sbocchi verso i clienti e perciò ridotte le possibilità di commercializzazione dei propri beni. Ovviamente, la circostanza che a seguito di una concentrazione verticale un'impresa dominante in uno stadio della filiera divenga attiva anche nello stadio a monte o a valle non costituisce di per sé un indice della problematicità dell'operazione sotto il profilo

antitrust⁶⁰⁵.

Un rischio probabile di *foreclosure* può verificarsi solo in presenza di una pluralità di condizioni: a seguito della concentrazione l'impresa detiene una posizione dominante in uno dei mercati da cui dipende l'accesso ad un mercato verticalmente collegato ed è attiva anche in questo secondo mercato; esistenza di una strategia di *foreclosure*, tesa a conquistare o rafforzare la posizione dominante detenuta sul mercato verticalmente collegato (in questo caso occorre verificare che l'entità scaturente dalla concentrazione a seguito di tale strategia, consegua dei maggiori profitti); i concorrenti non dispongono sul mercato di valide alternative di approvvigionamento o di sbocco, nel senso che quelle disponibili sono scarse o sostanzialmente più onerose, il che li costringe ad approvvigionarsi a costi più alti o addirittura ad intraprendere l'ingresso ad entrambi gli stadi della filiera, con la conseguenza di dover sopportare costi di ingresso più elevati; deve infine sussistere un nesso di collegamento tra l'operazione e gli effetti di *foreclosure*, nel senso che l'integrazione verticale deve realizzarsi o comunque rafforzarsi per effetto della concentrazione.

Effetti di *foreclosure* analoghi a quelli sopra descritti discendono da quelle concentrazioni verticali volte ad aumentare le barriere all'entrata sul mercato, rendendo estremamente difficile l'ingresso di imprese non verticalmente integrate che, per poter operare in modo non competitivo, saranno costrette su entrambi gli stadi della filiera produttiva con conseguente aggravio dei costi (c.d. *raising rival's costs e reducing the revenue of rivals*)⁶⁰⁶.

⁶⁰⁵ Cfr. per tutti Abbamonte O., Rabassa V., *Foreclosure and vertical mergers*, in *European Competition Law Review*, vol. 22, n. 6, 2001, p. 214-226.

⁶⁰⁶ Cfr. fra gli autori: Riordan M., Salop P., *Evaluating vertical mergers: a post-Chicago approach*, in *Antitrust Law Journal*, 1995, 63, p. 513-546; Scheffman D. T., *Raising rivals' costs*, in *American*

In tali circostanze rileva, in particolare, il grado di integrazione verticale degli operatori presenti nei mercati verticalmente collegati: quanto più elevato è il numero di imprese presenti su entrambi gli stadi della filiera, tanto più aumenta il rischio per gli operatori non integrati di restare privi di alternative di sbocco o di approvvigionamento a condizioni concorrenziali⁶⁰⁷.

Infine, le concentrazioni verticali possono agevolare la collusione tacita fra operatori verticalmente integrati: attraverso una concentrazione verticale, un'impresa può innalzare i costi di approvvigionamento o degli sbocchi dei propri rivali, riducendo così il numero dei concorrenti effettivi e perciò rendendo la collusione tacita più facile. In secondo luogo, il controllo della filiera produttiva, attraverso l'integrazione verticale, consente ad un'impresa di verificare e monitorare più agevolmente le politiche di prezzo praticate da ciascuna impresa fino al consumatore finale, rendendo il mercato più trasparente.

Tali preoccupazioni sorgono, tuttavia, solo in presenza di determinate condizioni di mercato, e cioè laddove i mercati abbiano già un assetto oligopolistico, con

Economie Review, 1983, p. 267; Gal M. S., *Reducing Rivals Prices: Government-Supported Mavericks as New Solutions for Oligopoly Pricing*, ed. The Center for Law and Economic Studies Law and Economics Columbia Law School, Working Paper No. 163, disponibile a http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=163176.

⁶⁰⁷ Dal momento che un progetto di concentrazione, che permette di realizzare significative riduzioni di costo modifica l'equilibrio del mercato con una contrazione dei profitti per le imprese concorrenti, si possono immaginare situazioni particolari nelle quali le conseguenze possono essere talmente da giungere all'incapacità totale delle imprese concorrenti a restare sul mercato. Questo può verificarsi se ad esempio esistono dei costi fissi che occorre coprire e che richiedono quindi nel lungo periodo di guadagnare un profitto lordo minimo necessario per evitare perdite. Inoltre, la posizione di mercato dei concorrenti risulta più esposta ad un aumento nell'efficienza del nuovo gruppo laddove vendano prodotti simili a quelli delle imprese che si sono fuse, che eserciterebbero quindi una forte attrattiva sui consumatori in seguito ad una riduzione dei prezzi. Anche il numero degli *outsiders* influenza questo aggiustamento dal momento che la presenza di molte imprese concorrenti limita la contrazione della domanda (e nei profitti) che ciascuna di esse individualmente subirebbe laddove le imprese *insider* riducessero i loro prezzi in virtù dei consistenti guadagni realizzati. La valutazione di una fusione laddove ci si possano attendere guadagni di efficienza tali da forzare nel medio periodo i concorrenti all'uscita è spesso indicata rimandando alla nozione di *efficiency offence*: con questa accentuazione negativa si vuole infatti suggerire che le sinergie realizzate con la fusione avrebbero un effetto negativo sulla concorrenza, consentendo al nuovo gruppo di guadagnare una posizione di sostanziale monopolio nel mercato, con una crescita nei prezzi nel lungo periodo. Per un approfondimento sul tema si veda Motta M., Polo M., *Antitrust, cit.*, p. 176-178.

un'offerta fortemente concentrata e un livello diffuso di integrazione verticale.

Le concentrazioni conglomerali sono, infine, operazioni che coinvolgono imprese fra le quali non sussistono né rapporti di concorrenza attuale o potenziale, né relazioni verticali nel senso in precedenza descritto. Non comportando l'eliminazione di concorrenti diretti (come le concentrazioni orizzontali) o fenomeni di integrazione verticale, esse sono ritenute generalmente poco problematiche sotto il profilo concorrenziale, salvo che ricorrano alcune circostanze eccezionali⁶⁰⁸.

Possibili effetti concorrenziali possono derivare dalle concentrazioni conglomerali che coinvolgono imprese operanti in mercati di beni e servizi contigui caratterizzati da relazioni di complementarità, di natura tecnica (ad esempio, prodotti di cui uno si avvale dell'altro per poter funzionare, come il sistema operativo di un computer e i relativi *software* di applicazione), economica (ad esempio beni prodotti con la stessa materia prima, come il carburante e gli oli base, entrambi estratti dal petrolio grezzo), o commerciale (come una gamma di bevande analcoliche che un esercizio commerciale ha interesse ad acquistare da un unico fornitore per ridurre i costi di transazione)⁶⁰⁹.

⁶⁰⁸ Sulla teoria economica delle concentrazioni conglomerali si vedano tra gli altri: Heimler A., Baker S., Ridyand D., *Portfolio power: a run deal?*, in *European Competition Law Review*, 20, 1999, n. 4, p. 181; Drauz G., *The assessment of conglomeral mergers under EC competition law*, in *Fordham Corporate Law Institute*, 2001, p. 183. Secondo la Corte di Giustizia (cfr. *Tetra Laval*, cit. par. 44) l'analisi di una operazione di concentrazione di tipo «conglomerato» costituisce un'analisi prospettica in cui la considerazione di un lungo lasso di tempo nel futuro, da un lato, e l'effetto leva necessario perché si possa ostacolare in modo significativo una concorrenza effettiva, dall'altro, implicano che le concatenazioni causa-effetto siano a malapena distinguibili, incerte e di difficile prova. Premesso quanto sopra, è particolarmente rilevante la qualità degli elementi di prova presentati dalla Commissione al fine di dimostrare la necessità di una decisione che dichiari l'operazione di concentrazione incompatibile con il mercato comune, dal momento che tali elementi devono suffragare le valutazioni della Commissione in base alle quali, in caso di omessa adozione di siffatta decisione, sarebbe plausibile il contesto di evoluzione economica sul quale si fonda tale istituzione.

⁶⁰⁹ Nonostante si presuma che le concentrazioni verticali e conglomerali abbiano effetti positivi sul libero gioco concorrenziale, la Commissione ha recentemente avuto un atteggiamento severo, non trovando conferma, però, innanzi al Tribunale di primo grado. Come accennato, i due casi più eclatanti sono stati *Schneider/Legrand* e *Tetra Laval*, seconda e terza censura consecutiva del Tribunale di primo grado delle decisioni della Commissione sulle concentrazioni, hanno segnato un

Tali operazioni producono, in generale, degli effetti positivi, generando sostanziali guadagni di efficienza in termini di miglioramento delle economie di scala e di gamma, in relazione all'offerta (la produzione congiunta di due beni complementari consente di ridurre i costi marginali) o alla domanda (i clienti trovano economicamente più conveniente acquisire un insieme di prodotti complementari, contenendo i costi di transazione)⁶¹⁰.

Tuttavia, laddove una o più imprese coinvolte in tali operazioni detengano una posizione di *leadership* nel mercato, c'è il rischio che, attraverso il potere di mercato

punto di non ritorno, a partire dal quale ha preso le mosse il processo di riforma e non vi è più stata una proibizione di una concentrazione sulla base dei medesimi principi. Per approfondimenti si vedano: Bishop S., Lofaro A., Young G., *The Efficiency-Enhancing Effects of Non-Horizontal Mergers*, report di REE Economics su incarico della Commissione, Europea, 2005, disponibile al sito <http://europa.eu.int/comm/enterprise/library/lib-competition/libr-competition.html>. L'effetto positivo che generalmente si riconosce alle concentrazioni verticali è l'eliminazione della c.d. doppia marginalizzazione: s'immagini una industria che per semplicità ha due soli livelli verticali, le due imprese separate, con potere di mercato, hanno un rapporto di fornitura e perseguono individualmente il loro profitto determinando un prezzo di *mark up* che comprenda una percentuale di (extra)profitto. L'una lo fa vendendo l'*input* a valle, l'altra vendendo il prodotto finale ai consumatori. Una impresa verticalmente integrata invece elimina il primo *mark up*, ed il prodotto sarebbe penante più economico per i consumatori e con un aumento dei profitti complessivi. Sui rapporti tra integrazione verticale e concentrazione, si veda il fondamentale scritto di Williamson O. E., *The economic institutions of capitalism :firms, markets, relational contracting*, Free Press, New York, 1987; vi è anche chi ritiene che gli effetti positivi delle concentrazioni verticali siano così probabili, *versus* pochi e improbabili effetti negativi da suggerire una regola di «*per se*» legalità, cfr. sul punto Bork. R., *The antitrust paradox, a policy at war with it self*, Basic books, New York, 1993, p. 245; per una comparazione sulla (diversa) valutazione dei «*portfolio effects*» cfr. Emch E. R., *Portfolio effects in merger analysis: differences between EU and US practice and recommendations for the future*, in *Antitrust Bulletin*, 2004, p. 55-100. Infine, in giurisprudenza, si vedano le decisioni: 1999/458/CE (caso IV/M.1157) della Commissione, 11 novembre 1998, *Skanska/Scancem*, in *G.U.C.E.*, 16 luglio 1999, n. L 183, p. 1; decisione 96/177/CE (caso IV/M.490) della Commissione, 19 luglio 1995, *Nordic Satellite Distribution*, in *G.U.C.E.*, 2 marzo 1996, n. L 053, p. 20; decisione della Commissione, *MSG Media Service*, cit, decisione 1999/153/CE (caso IV/M.993) della Commissione sione, 27 maggio 1998, *Bertelsmann/Kirch/Premiere*, in *G.U.C.E.*, 27 febbraio 1999. n. L 1; decisione 1999/154/CE (caso IV/M.1027) della Commissione, 27 maggio 1998. in *G.U.C.E.*, 27 febbraio 1999, n. L 053, p. 31; decisione (COMP/M.1845) della Commissione. 11 ottobre 2000, *Time Warner/AOL*, su cui si veda Abbamonte G., Rabassa V., *Foreclosure and vertical merger Commission's review of vertical effects in the last wave of Media and internet mergers*, in *Competition Law Review*, 2001, p. 214 ss; Volcker S. B., *Leveraging as a theory of Competitive harm in EU merger contral*, in *Common Market Law Review*, 2003, p. 581-614. L'intero materiale bibliografico è stato preso da Pardolesi R., *La concorrenza, cit.*, p. 425-429, in particolare le note nn 127-129.

⁶¹⁰ Se in una concentrazione le imprese che vi partecipano realizzano significative riduzioni dei costi, i guadagni di efficienza potranno essere tali da bilanciare notevolmente gli effetti negativi provocati dall'aumento del potere di mercato delle imprese fuse, determinando in tal modo un possibile aumento del benessere sociale soprattutto a livello di prezzi più bassi. Dopo la fusione, la nuova impresa potrebbe, infatti, ottenere margini di guadagno più alti pur offrendo le merci ad un prezzo più basso potendo beneficiare di una riduzione dei costi unitari. In tal modo verrebbero a trovarsi in una condizione ottimale sia i consumatori che le imprese stesse.

e le eventuali sinergie derivanti dall'operazione, l'entità scaturente dalla concentrazione possa intraprendere strategie di *leverage*⁶¹¹, ossia tentare di estendere la propria posizione dominante in mercati contigui, ad esempio imponendo ai propri clienti offerte congiunte di beni o servizi (c.d. *bundling*).

Gli effetti di *foreclosure* che ne deriverebbero per i concorrenti non sono dissimili da quelli riscontrabili nelle ipotesi di concentrazioni verticali, nel senso che in entrambi i casi un'impresa tenderebbe ad espandersi in un mercato facendo leva sulla posizione dominante detenuta nel mercato contiguo, a detrimento dei propri rivali impossibilitati a far fronte a tale strategia. Tuttavia gli effetti di chiusura del mercato potranno effettivamente verificarsi solo in presenza di alcune condizioni, in particolare: 1) qualora una delle imprese coinvolte nella concentrazione detiene un rilevante potere di mercato in uno o più dei mercati interessati dall'operazione; 2) qualora l'operazione generi sinergie rilevanti a favore delle imprese che si concentrano, le quali acquisiscono un vantaggio concorrenziale per il fatto di produrre o offrire determinati beni o servizi; 3) nel caso in cui le strategie di *bundling* risultano tecnicamente realizzabili ed hanno una concreta possibilità di successo, oltre ad essere economicamente razionali (occorre in proposito analizzare le caratteristiche dei mercati interessati dall'operazione: ad esempio i clienti potrebbero trovare più efficiente acquistare l'insieme dei beni congiuntamente piuttosto che separatamente perché l'insieme dei beni è più utile o più economico dell'acquisto separato dei medesimi, oppure, sfruttando le caratteristiche di complementarità

⁶¹¹ Come chiarito dalla relazione annuale dell'OCSE del 2001, le strategie di *leverage* consistono nello sfruttamento da parte di imprese che godono di un elevato potere di mercato, della propria posizione dominante ai fini di entrare in mercati complementari ed eliminare, attraverso l'offerta congiunta di prodotti o servizi a prezzi competitivi, le imprese concorrenti. La denominazione *leverage* deriva dal fatto che in questo caso il potere di mercato viene utilizzato come leva per entrare in mercati complementari ed eliminare la concorrenza.

tecnica dei beni in questione, l'impresa risultante dall'operazione potrebbe integrarli in un insieme tecnicamente non separabile, o ancora rendere i propri beni non compatibili con quelli dei concorrenti)⁶¹²; 4) infine, nel caso in cui tali strategie non siano duplicabili dagli altri concorrenti, se non a costi proibitivi (a questo proposito l'unicità della strategia deve essere dimostrata mettendo in evidenza come la concentrazione riguarda un operatore leader nel proprio mercato e che nell'offerta congiunta di prodotti sia presente un bene caratterizzato da elementi di unicità, vale a dire non replicabile)⁶¹³.

Su tali presupposti, negli ultimi anni, la Commissione ha valutato con severità alcune operazioni conglomerali⁶¹⁴.

Per quanto riguarda gli aspetti procedurali della riforma, il primo aspetto innovativo introdotto dal Regolamento 139/04 riguarda le modalità di notificazione. Nella relazione alla proposta di regolamento la Commissione sottolinea l'importanza della cooperazione e del coordinamento internazionale tra autorità della concorrenza.

⁶¹² Cfr. Salinger M. A., *A Graphical Analysis of Bundling*, in *The Journal of Business*, 1995, p. 85-98; Nalebuff B., *Bundling as an entry barrier*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, 2004, p. 159-187; Schmalensee, R., *Gaussian Demand and Commodity Bundling*, in *The Journal of Business*, 1984, p. 211-230.

⁶¹³ Comunicazione della Commissione, *Sulle restrizioni direttamente connesse e necessarie alle concentrazioni* (2005/C 56/03) in *G.U.C.E.*, 5 marzo 2005, C 56/24.

⁶¹⁴ A cominciare dal noto caso *Guinness/Grand Metropolitan*, la Commissione ha elaborato la teoria del c.d. effetto di portafoglio ritenendo che l'aggregazione di prodotti appartenenti a mercati distinti ma complementari (nel caso di specie, bevande superalcoliche) avrebbe consentito all'impresa risultante dalla concentrazione di beneficiare di accresciute economie di gamma, sia sul versante dell'offerta che della domanda, innalzando le barriere di accesso al mercato. Adottando il medesimo approccio, la Commissione ha successivamente vietato il noto progetto di acquisizione della società Honeywell da parte di General Electric, imprese entrambe operanti in qualità di leader nel settore aerospaziale, ritenendo che l'operazione avrebbe consentito alle parti di attuare strategie di *bundling*, irreplicabili dagli operatori concorrenti, proponendo un'offerta di motori per aeromobili e di componenti avionici. L'operazione, inoltre, avrebbe assicurato alle imprese in questione di poter sfruttare il potere negoziale di Gecas, società controllata da General Electric e specializzata nel leasing di aeromobili, nonché maggior acquirente mondiale di aeromobili. Infine, nel 2001 la Commissione ha vietato l'acquisizione della francese Sidel SA da parte di Tetra Laval BV, società appartenente al gruppo svizzero Tetra poiché tale operazione avrebbe consentito a Tetra Laval di acquisire una posizione dominante nel mercato delle apparecchiature per l'imballaggio in contenitori di plastica PET e di rafforzare la posizione di *leadership* dalla stessa detenuta nel mercato degli imballaggi di cartone. Per un approfondimento su tale caso si veda Corte di giustizia, 15 febbraio 2005, C-13/93, *Commissione/Tetra Laval*, in *Racc.*, 2005, I, p. 1113.

Le disposizioni relative alla notifica sono state quindi riviste anche alla luce delle raccomandazioni formulate in materia dall'*International Competition Network*.

Coerentemente con le suddette raccomandazioni, il nuovo regolamento non rimette in discussione la natura preventiva dell'esame, ma si propone di rendere più flessibili alcuni meccanismi della procedura di notifica. Le modifiche più significative riguardano i tempi e la natura dell'evento da cui origina l'obbligo di notifica⁶¹⁵. Innanzitutto, viene abolito per la notifica il termine di una settimana dalla conclusione dell'accordo, previsto dal Regolamento 4064/89, che non è necessario in quanto già esiste un obbligo di sospensione che impedisce alle imprese di dare attuazione all'operazione che garantisce, di conseguenza, il carattere preventivo del controllo.

Inoltre, per venire incontro alle esigenze delle imprese, il nuovo regolamento prevede anche la possibilità di notificare la concentrazione prima della conclusione di un accordo vincolante ammettendo, infatti, anche la notificazione di "progetti di concentrazione" quando le imprese interessate dimostrino che hanno in buona fede intenzione di concludere un accordo o, in caso di offerta pubblica, quando hanno pubblicamente annunciato che intendono procedervi.

Sempre nell'interesse delle imprese notificanti, è stato reso più flessibile l'obbligo di sospensione: il Regolamento 4064/89 già prevedeva una deroga automatica per le offerte pubbliche di acquisto e la possibilità di ottenere una deroga *ad hoc* purché la domanda fosse debitamente motivata; nel nuovo testo si è ampliato l'ambito di

⁶¹⁵Si veda anche il considerando 34 del nuovo regolamento secondo cui: "*Dovrebbe essere possibile procedere alla notificazione anche quando le imprese interessate convincono la Commissione della loro intenzione di concludere un accordo per una concentrazione proposta e le dimostrano che il loro piano per la concentrazione proposta è sufficientemente concreto, per esempio, presentando un accordo di principio, un memorandum di intesa o una lettera di intenti firmati da tutte le imprese interessate o, in caso di offerta pubblica, quando hanno pubblicamente annunciato che intendono procedere a tale offerta*".

applicazione della deroga automatica a tutte le acquisizioni dette “striscianti”⁶¹⁶, ossia effettuate raccogliendo valori mobiliari da più venditori, che beneficiano ora dello stesso trattamento dell’OPA.

Molto complessa è infine la problematica delle restrizioni accessorie, cioè di quelle clausole contrattuali che, sebbene restrittive della concorrenza, sono normalmente comunicate alla Commissione ed autorizzate nel quadro dell’esame di una concentrazione, perché strettamente collegate e necessarie alla realizzazione dell’operazione stessa.

Ai sensi del Regolamento 4064/89, la decisione di compatibilità riguardava anche “le restrizioni accessorie direttamente connesse alla realizzazione della concentrazione e ad essa necessarie”; il nuovo testo normativo non è del tutto coincidente con il precedente, essendo redatto come segue: “ *si considera che* la decisione (...) riguarda anche le restrizioni direttamente connesse...”.

L’innovazione insita in questo apparentemente inoffensivo “si considera che” è spiegata nel ventunesimo considerando del regolamento, in cui si specifica che la Commissione non è tenuta a valutare le restrizioni accessorie nei singoli casi, salvo che le imprese ne facciano espressa richiesta in ipotesi di reale incertezza, per l’emergere di quesiti nuovi o di difficile soluzione.

L’interpretazione autentica del ventunesimo considerando pare quindi legittimare la prassi della Commissione, che dal 2001 non valuta più le restrizioni accessorie nell’ambito dell’esame della concentrazione⁶¹⁷.

⁶¹⁶ Cfr. per tutti Lamandini M., *Le concentrazioni bancarie: concorrenza e stabilità nell'ordinamento bancario*, Bologna, 1998, p. 300 ss.

⁶¹⁷ Nella Comunicazione sulle restrizioni direttamente connesse e necessarie alle operazioni di concentrazione del luglio 2001, la Commissione dichiara che non intende più procedere alla valutazione delle restrizioni accessorie, in quanto tutte le restrizioni che soddisfano i criteri stabiliti dal regolamento sulle concentrazioni, devono essere considerate *ipso facto* autorizzate, e che ogni sua

Il legislatore consente così alla Commissione di mantenere inalterata la sua prassi sul punto, nonostante i richiami contenuti nella giurisprudenza del Tribunale di primo grado. Nel nuovo regime, le parti avranno interesse a comunicare le clausole restrittive della concorrenza connesse all'operazione solo quando, all'esito di un'auto-valutazione delle clausole accessorie di condotta, risulti realmente incerta la loro qualificazione come restrizioni accessorie.

Uno degli obiettivi fondamentali della riforma, sotto il profilo in esame, è rappresentato dal rafforzamento del "principio dello sportello unico"⁶¹⁸, o *one stop shop*, al fine di consentire alle imprese partecipanti alla concentrazione di rivolgersi ad un'unica autorità della concorrenza⁶¹⁹.

La soluzione inizialmente prospettata nel Libro Verde contemplava un nuovo art. 1.3, che determinasse la competenza comunitaria sulla base degli effetti transfrontalieri della concentrazione. Pur mantenendo ferme le soglie di cui all'art. 1.2, la Commissione suggeriva di conferire automaticamente dimensione comunitaria alle concentrazioni da notificare a norma delle legislazioni di tre o più Stati membri (regola del 3+). Sebbene questo criterio presentasse l'evidente vantaggio di limitare le notifiche multiple ed apparisse ad una prima analisi di facile applicazione, esso non ha incontrato il favore unanime degli esperti intervenuti nella consultazione.

È stato infatti opportunamente evidenziato come, in mancanza di un'armonizzazione a livello comunitario delle legislazioni nazionali sul controllo

eventuale dichiarazione in proposito non ha che valore dichiarativo.

⁶¹⁸ Cfr. Todino M., *La riforma del controllo delle concentrazioni*, in *Contratto e impresa europa*, n. 2, 2004, p. 1069.

⁶¹⁹ In base al Regolamento 4064/89 molte operazioni suscettibili di produrre effetti ben oltre il territorio di uno Stato membro, non ricadevano sotto la giurisdizione comunitaria per il semplice motivo che le dimensioni delle imprese non permettevano di soddisfare i requisiti di fatturato previsti. Tali operazioni dovevano pertanto essere notificate in una molteplicità di giurisdizioni, secondo regole e criteri che variavano da stato a stato, con il risultato di sottoporre le imprese ad un considerevole carico amministrativo e a significativi costi aggiuntivi.

delle concentrazioni, il sistema del “ 3+” avrebbe pregiudicato il principio della certezza del diritto comunitario e non avrebbe quindi affatto favorito le imprese. In assenza di criteri uniformi per la valutazione delle concentrazioni, infatti, sarebbe stato necessario esaminare le legislazioni di tutti gli Stati membri prima di avere la certezza che un’operazione non avesse dimensione comunitaria.

Inoltre, era stata giustamente evidenziata l’illogicità e l’arbitrarietà della scelta di riconoscere dimensione comunitaria alle operazioni da notificare in tre piuttosto che in solo due Stati membri, posto che anche in quest’ultimo caso esistono effetti transfrontalieri. Alla luce della necessità di fondare i rapporti tra Comunità e Stati membri su criteri più chiari e obiettivi, il sistema “3+” è stato definitivamente scartato dalla Commissione.

Il nuovo regolamento lascia invariate le disposizioni di cui all’art. 1, paragrafi 2 e 3, ma punta, al fine di garantire una migliore ripartizione dei casi tra Commissione e Stati membri, sulla razionalizzazione del sistema dei rinvii di cui agli artt. 9 e 2.3⁶²⁰. In tale ambito le modifiche principali riguardano i termini ed i criteri per il rinvio, il potere della Commissione di invitare gli Stati membri a presentare una richiesta di

⁶²⁰ Il nuovo art. 2.3, Regolamento n. 139/2004 stabilisce che: “*Le concentrazioni 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, sono dichiarate incompatibili con il mercato comune*”. Per approfondimenti si vedano Conclusioni dell’Avvocato Generale Tesouro in *Francia /Commissione, cit.* In questo caso, le imprese interessate alla concentrazione erano Kali und Salz AG e Mittelduetsche Kali AG, entrambe attive nel settore postale. La preoccupazione della Commissione era la creazione di una posizione dominante collettiva, rafforzata da vincoli strutturali esistenti tra le due imprese interessate e il leader di mercato, SCPA. Tali legami erano la operatività di una *Joint Venture* nel mercato canadese, un cartello per le esportazioni e alcuni accordi di distribuzione nel mercato francese. La Commissione offrì alle parti di convalidare la concentrazione se esse avessero terminato le relazioni con SCPA. Tale impresa, che non era interessata dall’operazione, ha visto la sua controparte contrattuale costretta alla risoluzione di tali accordi, senza disporre di diritti di difesa endoprocedimentali. Più in generale, è utile ricordare che, anche detenere una posizione dominante, anche se in forma congiunta, fa gravare sulla impresa una «speciale responsabilità», sul test legale del controllo delle concentrazioni si veda Grillo M., Magnani L., *Valutazione antitrust delle concentrazioni in mercati oligopolistici*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2004, 1, p. 217 ss; Pardolesi R., *La concorrenza, cit.*, p. 413, in part. la nota n. 80 dalla quale è estratto il presente materiale bibliografico.

rinvio, la possibilità di rinviare il caso anteriormente alla notifica su richiesta delle parti.

Tali novità dovrebbero consentire una ben più ampia redistribuzione dei casi rispetto all'esperienza del primo decennio di controllo comunitario delle concentrazioni, correggendo le patologie derivanti dalla definizione del concetto di "dimensione comunitaria" in base alle soglie di fatturato ed arginando il problema delle notifiche multiple. Rispetto al sistema del 3+, tali modifiche presentano il vantaggio di una maggiore flessibilità, oltre che maggiori garanzie per la certezza del diritto.

Tuttavia, come alcuni autori⁶²¹ hanno constatato, appare alquanto improbabile, che un sistema di rinvii, pur razionalizzato e reso più efficace, possa da solo porre rimedio al problema delle notifiche multiple⁶²². Si aggiunga, inoltre, che le nuove norme di rinvio, nonostante i progressi compiuti rispetto al sistema precedente, riproducono molti dei difetti che avevano caratterizzato il sistema del Regolamento 4064/89, quali ad esempio la possibilità di rinvio parziale, che rappresenta, un'innegabile incoerenza all'interno del sistema stesso.

L'art. 9, come modificato dal Regolamento 139/04, innova la precedente disciplina sostanzialmente in tre punti: con riferimento alle condizioni e ai criteri previsti per la richiesta di rinvio; con riguardo alla possibilità per la Commissione di invitare gli Stati membri a presentarle tale richiesta; infine, circa i termini di presentazione della richiesta e di decisione della Commissione. Infatti, in base al vecchio art. 9.2 del Regolamento 4064/89, l'onere di provare la creazione o il

⁶²¹ In dottrina si veda: Merla M., Armati L., *La riforma del controllo comunitario delle concentrazioni: gli aspetti di procedura*, *Il in Diritto dell'Unione europea*, n. 1, 2004, p. 156.

⁶²² Il fenomeno delle notifiche multiple, assai sgradito alle imprese, comporta la contemporanea notificazione di un caso presso più autorità nazionali della concorrenza, con il rischio di giudicati contrastanti e aggravio di tempi prima dell'avvio definitivo all'operazione.

rafforzamento di una posizione dominante e l'esistenza di un mercato distinto gravava interamente sugli Stati membri.

Con la riforma, viene eliminata la necessità per gli Stati membri di dimostrare la minaccia della costituzione o del rafforzamento di una posizione dominante, essendo sufficiente la prova che la concentrazione rischi di incidere in misura significativa sulla concorrenza in un mercato all'interno dello Stato membro richiedente, che presenti tutte le caratteristiche di un mercato distinto. Tale modifica comporta un evidente alleggerimento dell'onere della prova, che probabilmente incoraggerà le Autorità nazionali a presentare richieste di rinvio alla Commissione.

La seconda condizione, ossia la prova dell'esistenza di un mercato distinto, è rimasta invariata⁶²³.

Si ricordi inoltre che, qualora lo Stato membro dimostri anche che il mercato interessato dalla concentrazione "non costituisce una parte sostanziale del mercato comune", la Commissione dovrà decidere sul rinvio senza alcun margine discrezionale, nel senso che ove tali requisiti risultino soddisfatti, essa sarà tenuta a rinviare il caso. La *ratio* di questa disposizione è chiara: essa obbliga la Commissione a rinviare allo Stato membro interessato una concentrazione di dimensione comunitaria che, se valutata alla stregua del Regolamento 139/04, non potrebbe essere dichiarata incompatibile e vietata perché non produce i suoi effetti su una parte sostanziale del mercato comune, come richiesto ai sensi dell'art. 2. 3 del regolamento. Tale norma, introdotta dal legislatore del 1997, permette dunque di rimediare ad un'anomalia del testo originario del regolamento, derivante dal fatto che

⁶²³ In base alla Comunicazione della Commissione sul rinvio in materia di concentrazioni, viene chiarito cosa si intende per mercato distinto: lo Stato membro dovrà provare che i mercati geografici, nei quali l'operazione incide sulla concorrenza, sono nazionali o hanno un ambito più ristretto di un mercato nazionale.

i criteri con cui l'art. 1 delimita la sfera di giurisdizione della Commissione, si fondano esclusivamente sulle soglie di fatturato delle imprese in modo del tutto avulso dagli effetti della concentrazione.

In base agli Orientamenti forniti dalla Commissione sulle procedure di rinvio, oltre a verificare la sussistenza dei requisiti formali appena menzionati, si dovrebbero considerare, al fine di garantire la migliore ripartizione dei casi tra Commissione ed autorità nazionali, anche altri fattori ed in particolare la probabile localizzazione degli effetti dell'operazione sulla concorrenza e la capacità delle autorità nazionali per la garanzia della concorrenza di esaminare l'operazione.

Quanto al secondo punto innovativo dell'articolo in esame, ossia alla possibilità per la Commissione di invitare gli Stati membri a presentarle la richiesta di rinvio, si ritiene che la Commissione possa formalmente, e non solo in modo ufficioso, esercitare pressioni sulle autorità nazionali affinché si incarichino dell'esame di operazioni sprovviste di effetti transfrontalieri importanti, concentrando così le proprie risorse sui casi più rilevanti e favorendo la decentralizzazione del sistema.

Ulteriori, ma meno significativi cambiamenti sono stati introdotti con riferimento ai termini previsti per la decisione di rinvio da parte della Commissione, nonché al termine per il successivo esame da parte delle autorità nazionali: pur non essendo più previsto un perentorio limite temporale (se non quello imposto dalle legislazioni nazionali), è introdotto un termine di 45 giorni lavorativi entro il quale esse devono informare le parti sull'esito della valutazione preliminare dell'operazione e le eventuali misure che propongono adottare.

Anche nel nuovo art. 9 come modificato dal Regolamento 139/04 è prevista la possibilità per la Commissione di rinviare parzialmente il caso allo Stato membro

richiedente. Il rinvio parziale si risolve essenzialmente in una suddivisione della competenza ad esaminare la stessa operazione tra organismi posti a due livelli diversi, nazionale e comunitario⁶²⁴.

Appare sorprendente come tale possibilità, introdotta con la riforma del 1997, sia stata contemplata anche dalla nuova disciplina del Regolamento 139/04 che doveva essere finalizzata al rafforzamento del principio dello sportello unico e quindi ad evitare alle imprese la notificazione presso più autorità nazionali.

Nella maggior parte dei casi, infatti, non è chiaro come l'esame delle operazioni di concentrazione possa essere suddiviso in diversi tronconi, affidandone ciascuno ad una diversa autorità⁶²⁵.

La valutazione dell'impatto concorrenziale di un'operazione dovrebbe essere basata su tutti gli elementi strutturali ad essa relativi. Per determinare quali siano i possibili effetti restrittivi della concentrazione sulla struttura del mercato e sui terzi, l'autorità competente deve avere conoscenza dell'intero contesto concorrenziale in cui essa prende forma. Inoltre, l'esperienza ha dimostrato come molto spesso le decisioni delle autorità nazionali e della Commissione possano divergere significativamente.

Situazioni del genere non aiutano a creare presso le imprese un clima di fiducia nel trattamento uniforme delle concentrazioni di dimensione comunitaria, ma soprattutto mettono a repentaglio il concetto stesso di "supremazia" dell'ordinamento comunitario sugli ordinamenti nazionali.

⁶²⁴ Si veda la Comunicazione della commissione concernente la *norma del Regolamento (CEE) n. 4064/89*, in *G.U.C.E.*, 2 marzo 2001, n. C 68/3, par. 11. Tuenbull S., Holmes S., *Remedies in merger cases recent developments*, in *European Competition Law Review*, 2002, p. 499-511; Frignani A., *Notificazioni ai sensi delle norme sulle concentrazioni e problematiche relative*, in Draetta U., Monesi C., (a cura di), *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, Milano, 2006, cap. VI.

⁶²⁵ Cfr. Megliani M., *La riforma della disciplina comunitaria sulle concentrazioni tra imprese*, in *Diritto del commercio internazionale*, vol. 18, n. 3, 2004, p. 685.

L'istituto del rinvio parziale sembra pertanto obbedire ad un eccessivo riguardo nei confronti del principio di sussidiarietà rendendo il sistema potenzialmente confliggente non solo con il principio dell'*one stop shop* (a maggior ragione nei casi in cui l'esame di un'operazione sarà rinviato a più autorità) ma anche con quello della certezza del diritto e della uniformità del controllo delle concentrazioni⁶²⁶.

Sempre con riguardo alle ipotesi di rinvio, una delle principali novità introdotte dalla riforma consiste nella possibilità di rinviare il caso ancor prima della sua notifica, in virtù dell'art. 4.4. La norma consente alle imprese interessate di conoscere, prima ancora di procedere alla notifica, quale sia l'autorità competente ad esaminare l'operazione.

Pur riprendendo lo schema dell'art. 9 del Regolamento, l'art. 4.4 se ne differenzia, in quanto in questo caso il potere di iniziativa ai fini dell'eventuale rinvio di un'operazione di dimensione comunitaria è affidato alle parti interessate anziché agli Stati membri.

Le imprese interessate comunicano alla Commissione, attraverso una richiesta motivata⁶²⁷, che l'operazione può incidere in misura significativa sulla concorrenza in un mercato distinto all'interno di uno Stato membro, segnalando in sostanza il dubbio che essa debba essere esaminata, in tutto o in parte dallo Stato membro in questione. In seguito alla trasmissione immediata della richiesta a tutti gli Stati membri da parte della Commissione, lo Stato interessato dispone di 15 giorni lavorativi dal ricevimento della richiesta per esprimere il suo consenso in merito al

⁶²⁶ In dottrina si veda per tutti Merla M., Armati L., *La riforma del controllo comunitario delle concentrazioni: gli aspetti di procedura*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, n. 1, 2004, p. 15.

⁶²⁷ Le parti devono presentare la propria richiesta alla Commissione utilizzando l'apposito formulario, che ricorda nella struttura il formulario, utilizzato per la notifica dinanzi alla Commissione delle concentrazioni comunitarie, ma in cui l'informazione richiesta, in termini quantitativi e qualitativi, è significativamente meno onerosa.

rinvio della concentrazione. Se lo Stato membro non prende posizione entro tale termine, si considera che abbia aderito alla richiesta. Constatato il consenso, espresso o tacito dello stato interessato, alla Commissione incombe comunque la verifica delle condizioni essenziali per il rinvio⁶²⁸.

La decisione di rinviare o meno il caso è presa entro 25 giorni lavorativi a decorrere dal ricevimento della richiesta motivata da parte della Commissione. Se la Commissione omette di pronunciarsi, al silenzio si attribuisce valore di assenso, cioè di decisione favorevole al rinvio.

Nelle intenzioni del legislatore comunitario, l'iniziativa delle imprese dovrebbe servire a chiarire in anticipo se la Commissione abbia intenzione di rinviare l'esame di una concentrazione di dimensione comunitaria, scongiurando il rischio di una decisione di rinvio successiva alla notifica, che ritarda non poco l'ottenimento dell'autorizzazione; tuttavia, è assai probabile che lo strumento venga utilizzato dalle imprese in modo più ampio, anche allo scopo di chiarire ufficialmente, nei casi dubbi, se l'operazione abbia effettivamente dimensione comunitaria.

Occorre sottolineare, infine, che l'articolo in esame non prevede, a differenza dell'art. 9 che disciplina il rinvio successivo alla notificazione, un obbligo per la Commissione di rinviare il caso allo Stato membro interessato nel caso in cui il mercato distinto non costituisca una parte sostanziale del mercato comune.

⁶²⁸ Perché la Commissione possa rinviare un caso a uno o più Stati membri devono essere soddisfatti due requisiti formali: deve esservi motivo di ritenere che la concentrazione rischia di incidere in misura significativa sulla concorrenza in uno o più mercati; il mercato o i mercati in questione devono trovarsi all'interno di uno o più Stati membri e presentare tutte le caratteristiche di un mercato distinto. Si veda il discorso del Commissario Monti del 17 settembre 2004, *Private litigation as a key complement to public enforcement of competition rules and the first conclusions on the implementation of the new Merger Regulation*. Gli Stati membri hanno esercitato il proprio diritto di veto soltanto in due casi di richiesta di rinvio dei nove pervenuti alla Commissione in tale periodo. La Commissione si rallegra del fatto che tutte le richieste di rinvio verso l'alto sinora pervenute riguardassero casi di *crossborder merger*. Ciò, a detta della Commissione, dimostrerebbe che le aziende non utilizzano lo strumento del rinvio come un meccanismo di *forum shopping*.

Appare improbabile che tale mancanza di corrispondenza tra le disposizioni sia frutto di una svista, tuttavia è difficile coglierne la *ratio*: se infatti, in astratto, si potrebbe immaginare che si sia voluto assoggettare la valutazione della Commissione a vincoli meno rigorosi in caso di rinvio preventivo, dato che questo avviene su istanza di parte e non di un'autorità nazionale, rimane il fatto che la Commissione non dispone dei poteri per vietare o sottoporre a misure correttive una concentrazione i cui effetti non si esplichino su una parte sostanziale del mercato comune ed il rinvio sarà pertanto inevitabile ove ci si trovi in tale situazione, sicché ha poco senso che la Commissione debba aspettare la notifica formale per prenderne atto⁶²⁹.

Nel Regolamento 4064/89, l'art. 22.3 recitava: “qualora la Commissione constati, su richiesta di uno Stato membro, che un'operazione di concentrazione quale è definita dall'art. 3, ma che sia priva di dimensione comunitaria ai sensi dell'art. 1, crea o rafforza una posizione dominante, tale da ostacolare in modo significativo una concorrenza effettiva nel territorio dello Stato membro interessato, essa può, nella misura in cui tale concentrazione incida sul commercio tra Stati membri, prendere le decisioni di cui all'art. 8, par. 2, co. 2° e par. 3 e 4⁶³⁰”.

Il rinvio delle Autorità nazionali alla Commissione è rimasto, fino all'entrata in vigore del nuovo regolamento, uno strumento di riequilibrio della sfera di

⁶²⁹ Cfr. Merola M., *La cooperazione tra giudici nazionali e Commissione nell'applicazione delle norme comunitarie antitrust*, in *Foro it.*, 1993, IV, p. 418.

⁶³⁰ L'obiettivo iniziale dell'art. 22.3 era di concedere agli Stati membri che non disponevano di una legislazione nazionale sul controllo delle concentrazioni la possibilità di affidare alla Commissione l'esame dei casi rilevanti di dimensione nazionale che altrimenti non avrebbero potuto essere valutati, a condizione beninteso che fosse dimostrata la potenzialità dell'operazione di produrre effetti sugli scambi tra Stati membri. La funzione di tale disposizione appare oggi sostanzialmente diversa, essendo individuata nell'esigenza di evitare che le autorità di diversi Stati membri esaminino separatamente la stessa operazione di concentrazione quando la Commissione potrebbe farlo più efficacemente. Per approfondimenti si veda il documento reperibile sul sito internet della Commissione, *Merger review package in a nutshell*, ove il nuovo test viene ritenuto “*a truly European solution*”. Lo stesso Commissario Monti ha dichiarato di ritenere “*largely semantic*” la discussione sul test di compatibilità. Si veda il discorso del 17 settembre 2004, *Private litigation as a key complement to public enforcement of competition rules and the first conclusions on the implementation of the new Merger Regulation*, IBA 8th Annual Conference, Fiesole.

giurisdizione comunitaria quasi esclusivamente teorico. La sua scarsissima utilizzazione è dipesa, in buona parte, dalla mancanza di regole di organizzazione del procedimento segnatamente per quanto riguarda i termini e le condizioni per il rinvio. Ciò ha scoraggiato ulteriormente il ricorso ad una possibilità di rinvio già poco gradita alle autorità nazionali, per lo più interessate semmai a consolidare ed ampliare la propria sfera di intervento.

Nel nuovo testo dell'art. 22 si è cercato di ovviare a tali lacune e di rendere soprattutto il rinvio più fruibile per le imprese. Il principale correttivo, in funzione dell'obiettivo indicato, riguarda la possibilità per le imprese di chiedere alla Commissione con un atto motivato e prima di effettuare qualsiasi notificazione, di esaminare una concentrazione che non abbia dimensione comunitaria, a condizione che essa sia soggetta all'obbligo di notifica a norma delle legislazioni di almeno tre Stati membri.

Dal giorno in cui vengono informati dalla Commissione della richiesta motivata, gli Stati membri competenti ad esaminare la concentrazione dispongono di 15 giorni lavorativi per opporvisi. Allo scadere di questo termine si profilano due ipotesi: qualora nessuno degli Stati membri competenti abbia espresso il proprio dissenso, si considera che la concentrazione abbia dimensione comunitaria e si procede alla sua notificazione alla Commissione. In questo caso la competenza della Commissione ad esaminare il caso è esclusiva; qualora, invece, almeno uno degli Stati membri competenti esprima il proprio dissenso, il caso non viene rinviato e la Commissione ne informa senza indugio tutti gli Stati membri e le imprese interessate. Le autorità nazionali restano pertanto le uniche competenti ad esaminarlo, e ciò ovviamente avviene in base al diritto nazionale.

Ove le parti non vogliano o non possano ricorrere al rinvio preventivo, resta la possibilità per le Autorità nazionali che ricevono la notifica di richiedere un rinvio *ex art. 22*. L'obiettivo dichiarato è di incrementare la certezza giuridica rispetto alle disposizioni previgenti, nonché garantire una certa speditezza della procedura per ridurre anche in questo caso l'attesa delle parti notificanti.

La procedura è suddivisa in tre fasi: la prima riguarda la richiesta di rinvio da parte di uno o più Stati membri, i quali dispongono di 15 giorni lavorativi dalla notificazione per chiedere alla Commissione di esaminare una concentrazione che, pur non avendo dimensione comunitaria, rischi d'incidere in misura significativa sulle condizioni di concorrenza nel suo territorio e possa inoltre produrre effetti sul commercio tra gli Stati membri⁶³¹.

Ricevuta la richiesta di esaminare la concentrazione da parte di una o più Autorità nazionali, la Commissione ne informa immediatamente tutti gli Stati membri, i quali, se competenti ad esaminare l'operazione, hanno la facoltà di aderire alla richiesta entro 15 giorni. Durante questo periodo, sono sospesi i procedimenti nazionali relativi alla concentrazione, salvo che per gli Stati membri che abbiano comunicato che non intendono acconsentire al rinvio. A partire dalla scadenza di tale termine, la Commissione dispone di 10 giorni per decidere se esaminare o meno la concentrazione, ove ritenga soddisfatti i criteri previsti per la richiesta.

Ciò detto, occorre sottolineare la differenza tra le condizioni delineate rispettivamente per il rinvio preventivo e per quello successivo. Mentre il primo è

⁶³¹ Cfr. in dottrina: Venit J. S., *Brave new world: the modernization and decentralization of enforcement under articles 81 and 82 of the EC treaty*, in *Common Market Law Review* 40, 2003, p. 546; D'Alberti M., *La cooperazione fra la Commissione e le autorità antitrust nazionali nel regolamento n. 1/2003*, in Buccirossi P., (a cura di), *Le nuove regole della concorrenza*, Roma, 2004, *passim*; Pera A., Falce V., *The modernisation of EC Competition Law and the role of national competition authorities – Revolution or Evolution?*, in *Il Dir. dell'UE*, 2003, p. 437-439.

rimesso esclusivamente alla volontà degli Stati membri (nel senso che, affinché vi si possa procedere, è necessario che nessuno di essi si opponga), il secondo comporta invece una certa discrezionalità della Commissione, che può esaminare il caso anche ove il consenso sia espresso solo da alcuni Stati membri.

Gli Stati che si oppongono al rinvio, mantengono pienamente la propria competenza, come si desume a contrario dall'ultimo co. del par. 3, ai sensi del quale solo gli Stati membri che hanno presentato la richiesta alla Commissione (o che vi hanno aderito) si astengono dall'applicare ulteriormente alla concentrazione la legislazione nazionale sulla concorrenza.

In conclusione, nonostante gli sforzi per delineare un sistema di rinvio più rapido e prevedibile, la procedura post-notifica proposta appare solo in parte idonea a correggere i difetti di quella previgente.

Uno dei pregi del Regolamento 4064/89 era di aver creato un sistema di termini brevi e precisi per l'esame delle concentrazioni notificate⁶³².

Al fine di accrescere il livello di trasparenza, il nuovo regolamento modifica il metodo di calcolo, abbandonando i termini espressi in mesi, settimane e giorni per riferirsi esclusivamente ai giorni lavorativi.

Tale metodo rende i periodi di valutazione più uniformi (svincolandoli dalla durata dei mesi), con il vantaggio anche di escludere le complicazioni derivanti dal recupero degli eventuali giorni festivi.

A seguito della predetta conversione, il termine per la conclusione della "Fase I" passa da un mese a 25 giorni lavorativi, mentre nella "Fase II" la Commissione dispone di 90 giorni lavorativi anziché di 4 mesi.

⁶³² Cfr. Megliani M., *La riforma della disciplina comunitaria sulle concentrazioni tra imprese*, in *Diritto del commercio internazionale*, vol. 18, n. 3, 2004, p. 700.

L'art. 10 del nuovo regolamento contiene inoltre una serie di disposizioni volte a rendere più flessibili i termini per l'esame delle concentrazioni. Le principali modifiche riguardano le ipotesi di proroga automatica quando le parti presentino misure correttive e l'estensione facoltativa dei termini nei casi particolarmente complessi o di difficile soluzione⁶³³.

Per quanto riguarda la prima fase, l'estensione del termine da 6 settimane a 35 giorni lavorativi (circa 7 settimane) in caso di presentazione di impegni, pur non rappresentando una variazione rilevante, consentirà alla Commissione di meglio valutare gli impegni delle parti.

Anche l'introduzione di una proroga automatica in seconda fase di 15 giorni lavorativi quando siano proposti impegni, agevola senz'altro una negoziazione più distesa degli stessi, garantendo, in ogni caso, un più ordinato svolgimento della procedura. Occorre rilevare che la proroga automatica opera soltanto se le misure correttive sono proposte successivamente al cinquantesimo giorno lavorativo dall'apertura del procedimento perché, in caso contrario, la Commissione e le parti già dispongono di tempo sufficiente per valutarle.

Infine, sempre nella seconda fase, è prevista la possibilità di prorogare i termini di un periodo non superiore a 20 giorni lavorativi quando il caso sia di particolare complessità. La proroga può essere disposta dalla Commissione, con il consenso delle parti, in qualsiasi momento della seconda fase.

⁶³³ Oltre alle opzioni dell'approvazione o della bocciatura di un progetto di fusione, l'autorità antitrust può scegliere la strada intermedia di un'approvazione a condizione che le *mergering firms* adottino alcune misure correttive atte a modificare l'iniziale piano di fusione. I rimedi applicati in tal senso possono essere di due tipi: di tipo strutturale, quindi si avranno cessioni o dismissioni di quote, oppure, di tipo comportamentale, ossia rimedi consistenti in impegni volti a garantire che i rivali possano avere accesso all'acquisto o all'uso di attività essenziali possedute dalle società fuse e che non è possibile dismettere senza pregiudicare l'operato del nuovo gruppo. Per approfondimenti si vedano: Motta M., Polo M., Vasconcelos H., *Merger remedies in the EU: an Overview*, in *Merger Remedies in the American and European Competition Law*, Aldershot, 2003, *passim*.

L'iniziativa può anche provenire dalle imprese notificanti, ma solo entro 15 giorni lavorativi dall'avvio del procedimento *ex art. 6, par.1, lett. c)*.

Sebbene la Commissione abbia dichiarato che l'estensione dei termini in questi casi è soprattutto nell'interesse delle imprese notificanti, che potranno utilizzare il tempo aggiuntivo per convincerla della infondatezza delle sue riserve, è facile prevedere che raramente l'iniziativa di richiedere la proroga giungerà dalle parti. Appare quindi evidente che la Commissione manterrà un'influenza decisiva nel determinare se e quando "fermare l'orologio" (*stop-the clock*)⁶³⁴.

In data 5 marzo 2005, la Commissione ha adottato una Comunicazione in cui illustra una procedura semplificata con la quale intende esaminare, a norma del Regolamento 139/04, determinate operazioni di concentrazione non suscettibili di creare "gravi perplessità sotto il profilo della concorrenza".

La procedura semplificata in esame consente alla Commissione di adottare una decisione in forma abbreviata di compatibilità della concentrazione con il mercato comune entro 25 giorni lavorativi dalla data di notificazione dell'operazione a norma dell'art. 6, par. 1, lett. *b)* del Regolamento 139/04.

La Commissione adotterà la procedura semplificata qualora risultino soddisfatte le seguenti condizioni: due o più imprese acquisiscono congiuntamente il controllo di un'impresa comune che non svolge né è prevedibilmente destinata a svolgere alcuna attività nel territorio dello Spazio economico europeo (SEE)⁶³⁵; due o più imprese procedono ad una fusione, o una o più imprese acquisiscono il controllo esclusivo o congiunto di un'impresa, e nessuna delle parti opera nel medesimo mercato del prodotto o geografico, o in un mercato del prodotto situato a monte o a valle di un

⁶³⁴ Per approfondimenti si consulti il sito: http://www.dejalex.com/pdf/EuroDejalex_0206.pdf.

⁶³⁵ Cfr. per tutti Völcker S., *Mind the Gap: Unilateral Effects Analysis Arrives in EC Merger Control*, in *ECLR*, 2004, p. 395.

mercato del prodotto nel quale opera un'altra delle parti della concentrazione; due o più imprese procedono ad una fusione, o una o più imprese acquisiscono il controllo esclusivo o congiunto di un'altra impresa e due o più partecipanti alla concentrazione operano nel medesimo mercato del prodotto e geografico (rapporti orizzontali), a condizione che la loro quota di mercato congiunta sia inferiore al 15% o uno o più partecipanti alla concentrazione operano su un mercato del prodotto situato a monte o a valle del mercato del prodotto in cui è impegnato un qualsiasi altro partecipante alla concentrazione (rapporti verticali), a condizione che nessuna delle loro quote di mercato individuali o congiunte su un mercato a qualsiasi livello sia pari o superiore al 25% o una parte acquisisce il controllo esclusivo di un'impresa di cui detiene già il controllo congiunto⁶³⁶.

Il nuovo regolamento sulle concentrazioni potenzia anche i poteri investigativi e repressivi della Commissione allineandoli, con qualche eccezione, a quelli relativi ai procedimenti antitrust ai sensi degli artt. 81 e 82 del Trattato⁶³⁷.

Le disposizioni in questione mirano essenzialmente a garantire la rapidità della procedura e a consentire alla Commissione di acquisire più agevolmente le informazioni necessarie.

Più specificamente, la Commissione acquisisce i poteri di utilizzare ai fini

⁶³⁶ Per approfondimenti si vedano: Berruti G., *La nuova cooperazione attiva tra Istituzioni comunitarie, Antitrust nazionali e Giudici nel Regolamento comunitario n. 1/2003*, in *Corriere giuridico*, 2004, p. 118; Tavassi M., *Il regolamento CE n. 1/2003: verso una devoluzione di competenze in materia di concorrenza dalla Commissione Europea alle autorità garanti ed ai giudici nazionali* in *Rivista del commercio e degli scambi internazionali*, 2004, p. 315; Nazzini R., *Procedure comunitarie e nazionali in materia antitrust. Sui profili processuali del rapporto tra diritto comunitario e diritti interni*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2006, p. 97.

⁶³⁷ Cfr. sul punto Wind E., *Remedies and sanctions in article 82 of the EC Treaty*, in *Eur.comp. law Rev.*, 2005, p. 659 ss; Tonetti A., *La dimensione autoritativa del diritto amministrativo europeo: i poteri ispettivi in materia di tutela della concorrenza*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2005, p. 83 ss; Nordsjo A., *Regulation 1/2003: power of the Commission to adopt interim measures*, in *Eur. comp. law Rev.*, 2006, p. 299 ss; Macchia M., *L'attività ispettiva dell'amministrazione europea in materia di concorrenza*, in *Riv. Trimestrale di diritto pubblico*, 2006, p. 174 ss.

dell'istruttoria dichiarazioni orali di qualsiasi rappresentante o membro dell'impresa, di apporre i sigilli ai locali delle imprese nel corso delle ispezioni, nonché il potere di adottare direttamente una decisione che ingiunga alle imprese di fornire informazioni, senza che prima sia stata inoltrata una richiesta formale in tal senso. Non sono per contro contemplati i poteri di condurre ispezioni presso i domicili privati del personale delle imprese.

Maggiore attenzione e riflessione meritano le modifiche introdotte dal nuovo regolamento in relazione al potere della Commissione d'infliggere ammende, al di là dell'aumento dei massimali disposto sia per le ammende di procedura sia per le penalità di mora⁶³⁸. In proposito è fondamentale distinguere tra oneri (od obblighi) e condizioni (misure correttive). Infatti, il mancato adempimento di una misura correttiva deve considerarsi come inosservanza di una condizione che comporta come conseguenza l'inefficacia *ex tunc* della decisione di compatibilità; la mancata osservanza di un obbligo, invece, non intacca l'efficacia di quest'ultima, risultando pertanto giustificata la semplice irrogazione di un'ammenda⁶³⁹.

⁶³⁸ Per ampi riferimenti sul tema sanzionatorio si vedano tra gli altri: Schmidt J., *The New ECMR: "Significant impediment" or "significant improvement"?*, in *Common Market Law Review*, 2004, p. 1555 ss; Soames T., Maudhuit S., *Changes in EU Merger Control: Part I*, in *E. C. L. R.*, 2005, p. 57 ss; Kokkoris I., *The Reform of European Control Merger Regulation in the Aftermath of the Airtur Case – The Eagerly Expected Debite: SLC v. Dominance Test*, in *E. C. L. R.*, 2005, p. 37 ss; Merola M., Armati L., *La riforma del controllo comunitario delle concentrazioni: gli aspetti di procedura*, in *Dir. Un. Eur.*, 2004, p. 137.

⁶³⁹ In giurisprudenza si veda la sentenza del Tribunale del 6 aprile 1995, *G.M. Martinelli c. Commissione*, causa T-150/89, in *Racc.*, 1995, p. II-1165, punto 59, ove si enuncia che: "le ammende sono uno strumento della politica di concorrenza della Commissione. Per questo motivo essa deve disporre di un margine di discrezionalità nel fissare i loro importi al fine di orientare il comportamento delle imprese verso il rispetto delle regole sulla concorrenza"; Sentenza del Tribunale del 12 luglio 2001, cause riunite T-202/98, T-204/98 e T-207/98, *Tate & Lyle plc, British Sugar plc e Napier Brown & Co Ltd c. Commissione*, in *Racc.*, 2001, p. II-2035 punti 100-101 secondo cui: "Occorre rammentare che il potere della commissione d'infliggere ammende alle imprese le quali, intenzionalmente o per negligenza, trasgrediscono l'art. 85, n. 1, o l'art. 86 del Trattato costituisce uno dei mezzi di cui dispone la Commissione per poter svolgere il compito di sorveglianza assegnatole dal diritto comunitario. Questo compito comprende indubbiamente quello di indagare e reprimere le singole infrazioni, ma implica pure il dovere di seguire una politica generale mirante ad applicare, in fatto di concorrenza, i principi fissati dal trattato ed orientare in questo senso il comportamento delle imprese (...). Ne consegue che, per valutare la gravità di un'infrazione, onde

Preso atto della differenza tra tali due strumenti, il legislatore nel testo del nuovo regolamento ha distinto le conseguenze della violazione di oneri e condizioni. Infatti, solo nel caso di violazione dei primi, l'art. 8 prevede la facoltà per la Commissione di revocare la decisione di autorizzazione, mentre nel caso di inosservanza di una condizione é previsto che la Commissione possa, senza che sia necessario revocare la decisione (in quanto già privata dei suoi effetti), da un lato ordinare alle imprese interessate la deconcentrazione ed adottare misure provvisorie al fine di ripristinare o mantenere una concorrenza effettiva sui mercati rilevanti, dall'altro adottare direttamente una nuova decisione di autorizzazione, condizionata o non, ovvero una decisione di divieto.

In conclusione, per quanto riguarda gli aspetti sostanziali, il nuovo test di valutazione delle operazioni di concentrazione, svincolato dal requisito della dominanza, apporterà sicuramente dei vantaggi in termini di maggiore flessibilità e facilità di applicazione soprattutto con riguardo a quelle operazioni di concentrazione suscettibili di produrre effetti anticompetitivi senza dare origine a posizioni di dominanza singola o collettiva.

Quanto agli aspetti procedurali, il nuovo regolamento sulle concentrazioni dovrebbe assicurare oltre che una maggiore trasparenza e brevità delle procedure nell'interesse delle imprese, la risoluzione del problema delle notifiche multiple.

determinare l'importo dell'ammenda, la Commissione deve tener conto non solo delle circostanze particolari della fattispecie, ma anche del contesto in cui si colloca l'infrazione e curare che la sua azione abbia carattere dissuasivo, soprattutto per i tipi di trasgressione particolarmente nocivi per il conseguimento degli scopi della Comunità". Nello stesso senso sentenza della Corte del 7 giugno 1983, *SA Musique diffusion française* e altri c. Commissione, cause riunite da 100 a 103/80, *cit.*, punto 105.

7. CENNI SULLE CLAUSOLE DI REGOLAMENTAZIONE DEL RISCHIO ANTITRUST NELLA PRASSI CONTRATTUALE

Analizzati brevemente gli obblighi che la disciplina antitrust, comunitaria e nazionale, pone a carico dei soggetti che attraverso la compravendita di partecipazioni societarie realizzino o possano realizzare ipotesi di concentrazione vietate da detta normativa, pare a questo punto opportuno dar conto della prassi contrattuale formatasi relativamente alle clausole antitrust contenute negli accordi di compravendita di partecipazioni azionarie.

Occorre innanzitutto rilevare che l'approvazione delle autorità antitrust, laddove è necessaria perché possa darsi esecuzione al contratto, si configura in genere, come una condizione sospensiva: e cioè una condizione al cui avveramento è subordinata la possibilità di passare alla fase del *closing*, e cioè all'esecuzione del contratto di compravendita stesso.

La logica sottostante alle clausole *de quo* è che l'approvazione delle differenti autorità antitrust costituisce un evento indipendente dalla volontà delle parti del contratto di compravendita di partecipazioni azionarie⁶⁴⁰.

A differenza della generalità delle altre ipotesi contrattuali riguardanti il commercio internazionale, in cui il rischio della forza maggiore è a carico del compratore, in questa tipologia di contratti, la parte maggiormente interessata a che

⁶⁴⁰ Per un approfondimento si veda per tutti Draetta U., *Il rischio antitrust negli accordi di compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Diritto del comm. int.*, 2005, p. 554 ss secondo cui: “La mancata approvazione, a sua volta, costituisce una causa di forza maggiore, nella sottospecie del *factum principis*, che esonera, quindi, il venditore dall'obbligo di vendere le azioni, ma anche il compratore dall'obbligo di acquistarle”.

l'accordo vada a buon fine è generalmente il venditore⁶⁴¹.

Viceversa, per il compratore la mancata approvazione da parte delle autorità antitrust non comporta in genere altri danni se non quello derivante dalla perdita di un'opportunità. Per cui, sulla base dell'applicazione classica delle regole relative alla forza maggiore, il rischio della mancata approvazione delle autorità antitrust" relativamente alle tipologie di contratto in esame "è a carico del venditore, dato che l'evento esonera il compratore dall'obbligo di acquistare le azioni e che la mancata cessione è suscettibile di generare conseguenze negative per il mancato venditore.

Nell'ipotesi di una compravendita di partecipazioni soggetta al diritto italiano, la clausola potrà essere costruita come condizione risolutiva del contratto preliminare di compravendita. Occorrerà inoltre prevedere la fissazione di un termine per il verificarsi della condizione: termine che, ovviamente, dovrà essere maggiore del termine necessario perché si realizzi l'ipotesi di "silenzio assenso".

La condizione risolutiva sarà costituita dal diniego dell'autorizzazione, ovvero dalla richiesta di subordinare l'operazione a misure di deconcentrazione. L'effetto di tale clausola sarà quello di determinare la risoluzione del contratto nel caso in cui l'autorizzazione non venga espressamente o tacitamente rilasciata entro il termine previsto dalla clausola⁶⁴².

⁶⁴¹ Si consideri infatti che una volta che l'accordo è stato firmato e, in attesa dell'esecuzione, diventa di dominio pubblico, è il venditore che in genere sopporta il danno maggiore in caso di mancata esecuzione dell'accordo. Ciò dipende dal fatto che il bene costituito dall'azienda le cui azioni si volevano vendere perde valore una volta che il mercato viene a conoscenza che l'azienda è in vendita, in quanto, verosimilmente, non è considerata di interesse strategico per il venditore e che il venditore non può venderla ed è, quindi, costretti a continuare a gestirla. Sul punto si veda per tutti Draetta U., *Il rischio antitrust negli accordi di compravendita di partecipazioni azionarie*, cit., p. 554.

⁶⁴² Peraltro, come si è detto, è frequente il caso in cui l'autorità antitrust decida di avviare un'istruttoria: il che può dilatare considerevolmente i termini dell'operazione; è pertanto opportuno regolamentare anche tale ipotesi, inserendo nel contratto preliminare, a seconda degli interessi delle parti: a) o la previsione di un termine finale, decorso inutilmente il quale il contratto preliminare di compravendita si intenderà risolto; b) ovvero la previsione della facoltà di recesso della parte che ha maggior interesse alla fissazione di un termine per il compimento dell'operazione; c) ovvero ancora la facoltà di recesso di entrambe le parti, allorché entrambe vogliano riservarsi il diritto di liberarsi

Le parti, tuttavia, potrebbero decidere di derogare alle regole classiche in materia e addossare detto rischio al cessionario delle partecipazioni. Evidentemente ciò è possibile solo nel caso in cui il cedente abbia la forza contrattuale di imporre dette clausole, che comportano una soluzione diversa rispetto a quella cui si perverrebbe applicando le regole di *default* dell'ordinamento.

Partendo dalla considerazione che di norma le autorità antitrust condizionano l'approvazione dell'operazione all'impegno, da parte dell'acquirente, a disfarsi entro breve tempo di rami dell'azienda (o di *subsidiaries*) della società le cui azioni sono oggetto del contratto, è facile comprendere che, in assenza di apposite clausole che impongano al promissario acquirente di comprare in ogni caso dette partecipazioni, lo stesso non potrebbe essere obbligato ad accettare una società che, una volta adempiuti gli obblighi di dismissione imposti dall'autorità *antitrust*, non sarebbe più quella oggetto del contratto.

Per porre rimedio a tale situazione nella prassi contrattuale sono sorte le cd. clausole *hell or high waters*, il cui effetto, è quello di obbligare comunque il compratore ad acquistare il pacchetto azionario, accettando le condizioni imposte dalle autorità antitrust relative a successive dismissioni di parti dell'azienda acquistata⁶⁴³. In presenza di dette clausole il compratore non potrà più rifiutarsi di accettare le condizioni poste dall'autorità antitrust, causando il rigetto dell'operazione. Infatti, in questo caso si esporrebbe all'azione di risarcimento danni intentatagli dal mancato venditore. Il risultato pratico di tali clausole è quindi quello di spostare il rischio dal venditore al compratore.

Si segnala, infine, che molto spesso l'acquirente, pur se intenzionato ad accettare

dagli obblighi assunti nel caso in cui le more del procedimento si protraessero oltre il ragionevole. Si tratta della cd. *walk-away clauses* di cui si parlerà brevemente nel prosieguo del presente paragrafo.

⁶⁴³ Cfr. per tutti Draetta U., *ult. op. cit.*, p. 566.

una clausola *hell or high waters*, cercherà di contenere i danni, limitando il suo obbligo a quelle cessioni che non abbiano un “*material adverse effect*“ sull’interesse dell’azienda acquistata⁶⁴⁴.

Occorre a questo proposito segnalare che, per rendere tali clausole idonee a svolgere la funzione che si prefiggono, è essenziale che l’estensore si preoccupi di individuare con un adeguato grado di approssimazione le ipotesi che determinano l’insorgere del diritto di recesso⁶⁴⁵.

Di norma è interesse di entrambe le parti contraenti ottenere, nel più breve tempo possibile, l’autorizzazione al compimento dell’operazione da parte delle competenti autorità antitrust. Ed è per questo motivo che le parti dovrebbero fare tutti gli sforzi ragionevolmente necessari per agevolare le procedura, fornendo tutte le informazioni richieste e negoziando con le stesse autorità, onde evitare di aggravare l’entità di ritardi che sono insiti nella complessità della procedura prevista. Detti ritardi hanno infatti un notevole impatto sulla convenienza all’operazione. Si pensi al fatto che normalmente si conviene un *interim period*, compreso tra la firma del contratto ed il *closing*, entro il quale il venditore può provvedere solo alla gestione ordinaria dell’azienda e/o l’acquirente è in qualche modo associato alle decisioni più importanti che l’azienda target debba prendere⁶⁴⁶. Senza dimenticare i costi connessi alla gestione della procedura, in termini temporali, di risorse distolte all’attività imprenditoriale ed in termini di spese legali. Per rispondere a dette

⁶⁴⁴ In dottrina si veda per i dovuti approfondimenti: Corapi D., Torino R., *Evoluzione dei sistemi economici e nuovi modelli contrattuali*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, a cura di Cendon P., I, *Questioni generali*, Torino, 2005, p. 27 ss.

⁶⁴⁵ Al fine di evitare contenziosi sarà quindi opportuno integrare il concetto di *materiality* introducendo criteri il più possibile oggettivi, legati, per esempio, alla percentuale del fatturato rappresentata dai rami da dismettere rispetto al fatturato globale dell’azienda; oppure permettendo di escludere alcuni settori di attività dell’azienda dal campo di applicazione della clausola, rendendo così per il compratore “il boccone meno amaro”.

⁶⁴⁶ Cfr. Draetta U., *ult. op. cit.*, p. 558.

esigenze, le parti spesso negoziano un’*antitrust walk-away clause*, attraverso la quale stabiliscono un termine entro il quale permane il ricordato “sforzo di collaborazione” finalizzato all’ottenimento dell’autorizzazione, trascorso il quale le stesse sono libere di recedere dal contratto⁶⁴⁷.

Infine, un problema assai importante per l’indagine che si sta conducendo, concerne il problema della regolamentazione della concorrenza nei rapporti tra cedente e cessionario nelle ipotesi di cessioni di partecipazioni sociali. Infatti, l’acquirente di una partecipazione di riferimento ha, in genere, un rilevante interesse ad evitare che il cedente, sfruttando il *know how* acquisito, possa avviare un’attività in concorrenza con quella della società oggetto di cessione⁶⁴⁸.

⁶⁴⁷ Occorre infine ricordare che la prassi contrattuale più attenta si è spinta fino a prevedere la presenza, in alcune *walk-away clauses*, dell’eccezione alla possibilità di avvalersi del diritto di recesso, nel caso in cui vi sia stato da parte di quel contraente un inadempimento, dettato da ragioni meramente opportunistiche o addirittura emulative, dell’obbligo di fornire tempestivamente i dati richiesti dall’autorità *antitrust*.

⁶⁴⁸ Il problema, come si è già visto, aveva assunto, negli anni passati, rilevanza particolare in considerazione del dibattito che si era sviluppato, in dottrina ed in giurisprudenza, sul problema dell’applicabilità ai contratti di trasferimento delle partecipazioni sociali della regola dettata dall’art. 2557 c.c. in tema di cessione d’azienda, che pone in capo al cedente dell’azienda un espresso divieto di concorrenza rispetto all’attività svolta dal cessionario dell’azienda medesima. Orbene, mentre la dottrina è sempre stata propensa per l’applicabilità in via analogica della norma in discussione sul presupposto che si fosse di fatto in presenza di un fenomeno analogo alla cessione di azienda – sostituzione di un soggetto ad un altro nell’esercizio dell’impresa – la giurisprudenza di legittimità si è sempre orientata per la soluzione negativa sulla base del seguente ragionamento: nella cessione di quote non può configurarsi alcun trasferimento di azienda, né si può applicare la relativa disciplina perché, nonostante la cessione, i beni ed i rapporti inerenti all’azienda continuano a far capo alla medesima società. Sul fondamento giuridico di tale norma la dottrina è profondamente divisa. Da un lato vi è chi afferma che il fondamento del divieto deriva dal principio di irrevocabilità dei contratti. Secondo questa interpretazione l’alienante, con lo svolgimento della concorrenza dopo la cessione dell’azienda, commette un’illecita turbativa del pacifico godimento dell’acquirente e si riprende ciò che ha alienato, cioè l’avviamento, violando il principio di irrevocabilità dei contratti. Vi è invece chi muove dalla considerazione che non si tratti di una obbligazione di dare (e quindi di non riprendersi ciò che si è dato), ma di una obbligazione autonoma di non fare, che il legislatore avrebbe posto a limitazione della libertà economica dell’alienante quale effetto naturale del contratto. Secondo questa impostazione, tale obbligazione di non fare trarrebbe spunto proprio dalla volontà presunta delle parti, intesa nel senso di “normale risultato economico” che esse si propongono con la cessione (cfr. testualmente Colombo G. E., *L’azienda*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, diretto da Galgano F., *L’Azienda ed il mercato*, Padova, 1993, III, p. 179). Risulta evidente infatti, che la posizione concorrenziale in cui si viene a trovare l’alienante che inizia una attività in concorrenza con l’acquirente è nettamente più pericolosa di qualsiasi terzo, dal momento che egli è a conoscenza non solo della clientela dell’impresa, ma anche dei lati deboli della stessa e, quindi può sicuramente sfruttarli a proprio vantaggio. Il legislatore quindi, prevedendone il rischio, ha introdotto l’art. 2557 che opera *ex lege*, per tutelare l’acquirente, sul presupposto che questa sia la

Al fine di ovviare a tale problematica, e alle conseguenze sfavorevoli che ne discendono, le parti possono addivenire a delle pattuizioni accessorie con le quali viene prestata garanzia in ordine alla consistenza e composizione patrimoniale della società, nel senso che l'alienante si impegna, con il trasferimento della partecipazione sociale, ad investire l'acquirente di un complesso di diritti, facoltà, e poteri economicamente rilevanti, assumendo a proprio carico il rischio conseguente all'eventuale difformità rispetto alla situazione rappresentata. Una volta inserite dette clausole nel contratto, infatti, non sorge più un problema di applicazione analogica: esse devono essere rispettate ai sensi del combinato disposto degli artt. 1322 e 1372 c.c.⁶⁴⁹.

normale volontà delle parti (Cfr. sul punto Avondola P., *Cessioni di quote sociali e divieto di concorrenza*, in *Contratti*, 2001, p. 181). La giurisprudenza ha da sempre affermato che "oggetto immediato" del contratto di cessione quote è la partecipazione sociale mentre "oggetto mediato" è la quota parte del patrimonio che la stessa partecipazione rappresenta. Pertanto, quando l'acquirente ottiene la titolarità del complesso di diritti (patrimoniali ed amministrativi) che costituiscono lo *status soci*, il negozio è perfettamente valido, perché si considera raggiunto lo scopo primario e non è rilevante, per tale orientamento giurisprudenziale, la mancanza di valore patrimoniale della partecipazione, attenendo questa unicamente alla sfera delle valutazioni motivazionali delle parti. Sul punto si vedano: Cass. 15 ottobre 1991, n. 10829, in *Foro it.*, 1991, p. 30-31; Cass. 27 ottobre 1992, n. 11645, in *Giust. civ.*, 1993, p. 950; Cass. 25 marzo 1992, in *Giust. civ.*, 1993, p. 2775; Cass. 5 maggio 1999, n. 10669, in *Guida Normativa*, 1999, p. 187; Cass. 21 giugno 1996, n. 5773, in *Soc.*, 1997, p. 33; Cass. 27 marzo 1985, n. 2155, in *Foro it.*, 1986, I, p. 3124; Trib. Milano 14 settembre 1992, in *Soc.*, 1993, p. 511.

⁶⁴⁹ Il problema della tutela dell'acquirente in rapporto al patrimonio è stata poi maggiormente avvertita nell'ipotesi in cui si trattava di cessioni di partecipazioni rappresentanti l'intero capitale sociale, o comunque di partecipazioni maggioritarie. In questi casi è sorto in dottrina il problema della possibilità di applicare per analogia alla predetta fattispecie la disciplina propria della cessione di azienda. La posizione della giurisprudenza passata si è tuttavia sempre orientata nel senso della non applicabilità analogica del divieto, sul presupposto della natura eccezionale di detta norma. Le motivazioni addotte a sostegno della tesi della eccezionalità possono riassumersi fondamentalmente in due argomenti: 1) con il divieto viene limitata la libertà costituzionalmente garantita di iniziativa economica (art. 41 Cost.); 2) viene derogato l'art. 2596 c.c. che prescrive che per restringere la concorrenza sia necessario *ad probationem* un patto scritto. Cfr. sul punto: Cass. 27 febbraio 1947, n. 269, in *Foro it.*, 1947, p. 162; Cass. 20 gennaio 1955, n. 155, in *Foro it.*, 1955, p. 35 con nota di La Gioia V.; Cass. 7 febbraio 1963, n. 209, in *Foro it.*, 1963, p. 22 con nota di Mangini V.; Cass. 29 aprile 1965, n. 756, in *Riv. dir. ind.*, 1965, II, p. 187; Cass. 23 aprile 1980, n. 2669, in *Giur. it.*, 1981, I, p. 800. Tra le numerose opere dottrinarie in materia sembrano essere fondamentali: Braccioldi A., *Alienazione di una quota sociale e divieto di concorrenza*, in *Riv. Società*, 1964, p. 977 ss; Bonelli F., D'Andrè M., *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990; Ponti L., Masetti M., *La vendita garantita delle partecipazioni sociali*, Padova, 1997, p. 261 ss; Panzarini E., *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da Galgano F., 1, Torino, 1995, p. 247 ss. Contrari all'opinione giurisprudenziale, quindi per l'applicazione analogica: Colombo G. E., *op. cit.*, p. 191 ss;

Anche in questo caso, come in quello precedentemente esaminato, è poi consuetudine inserire una clausola contrattuale che impegni il cedente, dietro specifico corrispettivo di norma incluso nel corrispettivo della cessione, a non esercitare, per un determinato periodo di tempo⁶⁵⁰, un'attività che si ponga in concorrenza con quella ceduta.

BIBLIOGRAFIA DEGLI AUTORI

AA. VV., *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006, *La trasferibilità delle azioni*, a cura di L. Enriquez

AA.VV. Abbadessa P., Portale G. B. (diretto da) *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Milano, 2004

Aa.Vv., *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Milano, 2007

Abbamonte O., Rabassa V., *Foreclosure and vertical mergers*, in *European Competition Law Review*, vol. 22, n. 6, 2001

Abriani N., *Sub art. 2380-bis*, in Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, *Il nuovo diritto societario, Commentario*, Bologna, 2004

Accinini G. P., *Opa obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggioaggio c.d. "manipolativo"*, in *Riv. Soc.*, 2006

Afferri, V. *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale*, in *Giur. comm.*, 2009, I

Aimi M. A., *Le delibere del consiglio di amministrazione*, Milano, 2000

Guglielmetti G., *Il divieto di concorrenza nell'alienazione dell'azienda in relazione all'esistenza di società*, in *Riv. Società*, 1959, p. 78 ss; per una posizione intermedia che affi da all'interprete il compito di stabilire caso per caso se siano individuabili nella fattispecie concreta quei presupposti che la legge presume nelle ipotesi regolate dall'art. 2557 c.c.: Ferrari G., *Trasferimento di partecipazioni sociali e divieto di concorrenza*, in *Riv. dir. ind.* 1967, I, p. 59 ss.

⁶⁵⁰ Con riguardo al limite temporale ammissibile per tale pattuizione, si veda l'art. 2596 del Codice Civile.

- Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Corso di Economia Aziendale*, Bologna, 2005
- Alessi R., *La legge applicabile alle concentrazioni (risposta a Marino Bin)*, in *Contratto e Impr.*, 1992
- Alessi R., Olivieri G., *La disciplina della concorrenza e del mercato*, Torino, 1991
- Allena M., *Sull'applicabilità dei principi civilistici al diritto tributario*, in *Dir. prat. trib.*, 1999
- Alpa G., *Nuovi profili della responsabilità delle società di revisione*, in *Econ. dir. terz.*, 2007
- Alpa G., Saccomani A., *Procedure negoziali, due diligence e memorandum informativi*, in *I Contratti*, Milano, 2007, n. 3
- Alunni Bravo A., Simone P., *United states of America vs. Microsoft corporation: le sentenze dell'antitrust e lo Sherman act*, in *Giust. civ.*, 2000, II
- Amato G., *Antitrust and the Bounds of Power. The Dilemma of Liberal Democracy in the History of the Market*, Oxford, Hart Publishing, 1997
- Amato G., *Il mercato nella Costituzione*, in *Quaderni costituzionali*, 1992
- Amiconi C., *Enti pubblici e privatizzazione*, in *Foro amm.*, 1999
- Andrade G., Stafford E., *Investigating the economic role of mergers*, in *Journal of Corporate Finance*, 10, 2004
- Andrews P., *Full function joint ventures under E.C. and Irish merger rules*, in *Commercial law practitioner*, Vol. 10, 2003, n. 1
- Angelici C., *La nullità della fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I
- Angelici C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2 ed., Padova, 2006
- Angelillis A., Mosca M. C., *Considerazioni sul recepimento della tredicesima*

direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Comunità Europea, in *Riv. soc.*, 2007

Angiola N., *Prezzo di acquisizione, effetto sinergico e valore di avviamento: rilievi economici e contabili*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 2, 1997

Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, 3 ed

Annunziata F., *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell'OPA obbligatoria*, in *Società*, 2004

Antonioli M., *Mercato e regolazione*, Milano, 2001

Antonucci A., *La disciplina comunitaria delle concentrazioni fra imprese: le recenti modifiche al regolamento n. 4064 del 1989*, in *Giur. Comm.*, 1998

Aprile F., *Tendenze recenti della giurisprudenza amministrativa in materia di antitrust*, in *Annali Genova* 2002

Ardizzone L., *Commento all'art. 2501-bis*, in *Trasformazione - Fusione - Scissione* (a cura di Bianchi), Milano, 2006

Armbruster C., *Diritto societario, in Europa regole più vicine": pagina norme e tributi rubrica diritto e impresa*, in *Il sole 24 ore*, 20 gennaio 2008

Armour J., Skeel D. A., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in *95 Georgetown L.J.* 1727, 2007

Arnaudo L., *L'efficienza nel nuovo controllo comunitario delle concentrazioni*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 1/2005

Arrow K., *Economic welfare and the allocation of resources to innovation*, in *The Direction of Economic Activity*, Cambridge Mass, 1962

Ascarelli T., *Diritto di opzione e usufrutto di azioni*, in *Studi in tema di società*,

Milano, 1952

Ascarelli T., *Personalità giuridica e problemi delle società*, in *Problemi Giuridici*, Milano, 1959, Tomo I

Ascarelli T., *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, 1961

Associazione Preite, *Il diritto delle società*, Bologna, 2004

Atlante N., *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, in *Fondazione italiana per il notariato*, Milano 2007

Auteri P., *I rapporti tra la normativa antitrust nazionale e quella comunitaria dopo la legge comunitaria 1994*, in *Contratto e impresa in Europa*, 1996

Avondola P., *Cessioni di quote sociali e divieto di concorrenza*, in *Contratti*, 2001

Baglieri E., *Edevelopment: sviluppare nuovi prodotti alla velocità della rete*, in *Economia & Management*, n. 3, 2000

Baldassarre A., *Iniziativa economica privata*, in *Enc. dir.*, Vol. XXI, Milano, 1971

Balp S. G., *Sulla qualificazione dei finanziamenti dei soci ex art. 2467 c.c. e sull'ambito di applicazione della norma*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II

Baralis G., *Influenze della legislazione tributaria sulla legislazione civile. Anche modifiche "indotte" alla legislazione civile*, in *Studio n. 4129*, 16 dicembre 2002 in Consiglio Nazionale del Notariato, *Studi e materiali*, 2003

Barcellona E., *Clausole di put e call a prezzo predefinito*, Milano, 2004

Barcellona E., Costi R., Grande Stevens F., *Società in accomandita per azioni*, in *Commentario al codice civile Scialoja Branca*, a cura di Galgano F., *Foro Italiano*, Bologna, Roma, 2005

Barcellona P., *Programmazione e soggetto privato*, *Aspetti privatistici della*

programmazione economica, Milano, 1971

Bariatti S., Perfetti L., *Prime osservazioni sulle previsioni del “Libro Bianco in materia di azioni per il risarcimento del danno per violazione delle norme antitrust” della Commissione e del Codice del Consumo quanto alle relazioni tra procedimenti antitrust e giurisdizione*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2008

Barone A., Calò E., *Poteri del Governo in materia di operazioni di concentrazione*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993

Barretta A., *La misurazione dei risultati gestionali d'impresa, di processo e d'attività*, Padova, 1999

Barth S., *Knowledge-Age Mergers: Finding the Perfect fit*, in *Knowledge Management Magazine*, maggio 1999

Beccatini G., Dei Ottati G., *L'economia italiana negli anni Novanta: un confronto tra aree di grande impresa e distretti industriali*, in *Economia e politica industriale*, 33, 2006

Becklay B. A., *Sharing Meaning Across Occupational communities: The Transformation of Understanding on a Production Floor*, in *Organization science*, vol. 14, n° 3, 2003

Beltrami P., *Accoglimento dell'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a fusione già eseguita*, in *Giur. comm.*, 2005, II

Beltrami P., *La responsabilità per danni da fusione*, Torino, 2008. V

Benedettelli M., *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.* 2007, I

Benedettelli M.V., *Sul rapporto fra diritto comunitario e diritto italiano della concorrenza (riflessioni in margine al disegno di legge n. 3755 ed al regolamento*

- comunitario sulle concentrazioni*), in *Foro it.*, 1990
- Bergamini E., *La concorrenza tra professionisti nel mercato interno dell'Unione Europea*, Napoli, 2005
- Berger A. N., Humphrey D. B., *The Dominance of Inefficiencies over Scale and Product Mix Economics in Banking*, in *Journal of Monetary Economics*, vol. 28, 1991
- Berlanda E., *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995
- Berruti G., *La nuova cooperazione attiva tra Istituzioni comunitarie, Antitrust nazionali e Giudici nel Regolamento comunitario n. 1/2003*, in *Corriere giuridico*, 2004
- Bertini U., *Gestione dell'azienda nel fallimento, nell'amministrazione straordinaria e nella liquidazione coatta amministrativa: profili economici*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 1991
- Bianca C. M., *Diritto Civile*, vol. 3, *Il Contratto*, Milano, 2000
- Bianchi L. A., *Gli amministratori di società di capitale*, Padova, 1998
- Bianchi L. A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002
- Bianchi L. A., *Le «differenze» da annullamento della partecipazione nel «primo bilancio successivo alla fusione» (art. 2504 bis, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Campobasso G. F.*, diretto da Abbadessa P., Portale G. B., vol. 4, Milano, 2007
- Bianchi M., *Commento ad art. 105 Testo Unico della Finanza*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza, D.Lgs. 24 febbraio 1998 n.58, Commentario a cura di Marchetti-Bianchi, I*, Milano, 1999
- Bianchi M., *I contratti internazionali. Dizionario delle clausole contrattuali 3, II*

Sole 24 Ore, Milano, 1999

Biasco S., *La nuova riforma dell'imposizione sulle imprese a confronto con le conclusioni della Commissione sull'Ires*", in *Il Fisco*, n. 43 del 26 novembre 2007

Bigelli M., Mengoli S., *Acquisizioni di imprese e benefici privati dei gruppi di controllo: alcune evidenze empiriche per il mercato italiano*, in *Finanza marketing e produzione*, n. 1, 1999

Bin M., *Antitrust: la normativa italiana sulle concentrazioni ha un qualche reale ambito di applicazione*, in *Contratto e Impr.*, 1996

Bin M., *La circolazione internazionale dei modelli contrattuali*, in *Contr. Impr.*, 1993

Binni M., *Introduzione e soppressione a maggioranza delle clausole relative all'alienazione di azioni e quote sociali*, in *Giur. comm.*, 1995

Binni M., *Vendita congiunta di azioni e clausole di prelazione*, in *Giurisprudenza commerc.*, 1997, II

Boeri T., Cohen R., *Analisi dei progetti di investimento: teoria e applicazioni per il project financing*, Milano, 1999

Boggio L., *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007

Bolognesi M., *L'amministrazione delle società a responsabilità limitata dopo la riforma. Le lacune normative e le incertezze della dottrina*, in *Impresa*, 2004

Bonelli F., De Andrè F., (a cura di), *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari e di riferimento*, Milano, 1990

Bonelli F., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985

Bork R., *The antitrust paradox: a policy at war with itself*, New York, 1993

Bortolotti B., *Europa a prova di golden share*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 aprile 2003

Bortolotti F., *Antitrust: la normativa italiana sulle concentrazioni ha un qualche reale ambito di applicazione*, in *Contratto e Impr.*, 1992

Braccioldieta A., *Alienazione di una quota sociale e divieto di concorrenza*, in *Riv. Società*, 1964

Brammek S., *Concurrent jurisdiction under regulation 1/2003 and the issue of case allocation*, in *Common Market Law Review*, 2005

Brealey R., Meyers S., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 1991; (trad.it. *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 1993), Milano, 2011, 6° ed.

Breccia U., *Prospettive del diritto dei contratti*, in *Riv. dir. priv.*, 2001

Brodasca M. T., *Commento all'art. 2505*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da A.a.V.v., artt. 2498-2506-ter, Milano, 2006

Brodasca M. T., *Sub art. 2505-bis*, in *Trasformazione-fusione-scissione*, in Comm. Marchetti, Milano, 2006

Brogliola A. Guiggi G., *La concettualità dell'azienda per la consapevole creazione di valore*, Torino, 2001

Brugger G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing ed alla tecnologia*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1989

Bruner R., *Applied mergers & acquisitions*, New York, 2004

Bruni G., *Fusioni e scissioni*, Torino, 1997; Campobasso G. F. *Manuale di diritto commerciale*, Milano, 2006

Bruzzo G., *L'individuazione del mercato rilevante nella tutela della concorrenza*, in *Temi e Problemi*, a cura dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Roma, 1995

Burnely F., *An appropriate jurisdictional trigger for the EC Merger Regulation and the question of decentralization*, in *World Competition Law Review*, 2002 ID., *The EC Merger Regulation and the meaning of Community Dimension*, in *European Business Law Review*, 2003

Busetti G., *Le concentrazioni industriali e la disciplina della concorrenza e del mercato*, in *Dir. Economia*, 1993

Buttignon F., *Le risorse immateriali: ruolo strategico e problematiche di rilevazione*, in *Sinergie*, n. 30, 1993

Cabras G., *Arbitrato e conciliazione nella riforma del diritto societario*, in *Vita not.*, 2003

Cabras G., *La forma d'impresa*, Torino, 1995

Cacchi Pessani S. *Le azioni proprie nei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, in *Riv. Soc.*, 2004

Cacchi Pessani S., *Sub art. 2501 quater, c.c.*, in *Trasformazione - Fusione - Scissione*, a cura di Bianchi L. A., *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006

Caffarella C., Kuhn K. U., *Joint Dominance: the CFI Judgement on Gencor/Lonrho*, in *European Competition Law Review*, 1999

Cagnasso O., Irrera M., *Fusione e trasformazione delle società*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sez. commerciale*, Torino, 1991

Cagnasso O., *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Tratt. Colombo-Portale*, IV, Torino, 1991

Cagnasso O., *Prime prese di posizione giurisprudenziali in tema di finanziamenti dei soci di società a responsabilità limitata*, in *Giur. it.*, 2007

Caianello V., *Il difficile equilibrio delle autorità indipendenti*, in *Il diritto dell'economia*, 1998

Calamia A., *Il diritto comunitario delle imprese della concorrenza*, Pisa, 1999

Callegari, *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, in *Commentario* diretto da Cottino G., in *Giur. It.*, 1998

Caloia A., *Economia e diritto della concorrenza e del mercato*, Milano, 2008

Calvosa L., *Clausole di riscatto di azioni e divieto dei patti successori*, Milano 1995

Camardi C., *Integrazione giuridica europea e regolazione del mercato. La disciplina dei contratti di consumo nel sistema del diritto della concorrenza*, in *Europa e dir. priv.*, 2001

Cambini C., Giannaccari A., *Il matrimonio tra Telecom-Telefonica, tra reti alternative e scenari di separazione*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2007

Campobasso G. F., *Diritto commerciale, II, Diritto delle società*, Torino, 2006

Campobasso G. F., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2008

Cannella C., *Art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza (d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario* a cura di Marchetti Bianchi, I, Milano, 1999

Cannizzaro G., *Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *Commentario al Testo Unico*, II, Padova, 1998

Capelli I., *I crediti dei soci nei confronti della società e il rimborso dei finanziamenti dei soci dopo la riforma*, in *Riv. dir. priv.*, 2005

Capizzi V., *Gli intermediari finanziari e i servizi a supporto delle acquisizioni aziendali*, in Forestieri G., (a cura di), *Corporate & Investment Banking*, Milano, 2005

Capparella G., *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Riv. Not.*, 2008

Capparella G., *Riflessioni sulla natura dell'opposizione alla fusione ex art. 2503 c.c.*, in *Riv. not.*, 2006, I

Capparelli F., *Economia del mercato mobiliare*, Mc Graw-Hill, (Publishing Group Italia), Milano, 2004

Cappellotto L., *La fusione inversa tra riforma fiscale e societaria*, in *Corr. Trib. n.* 44/2004

Cappiello S., *Commento agli artt. 2437 ss. e 2497-quater*, Milano, 2004 I

Carabba M., *Spesa pubblica e iniziativa imprenditoriale*, Torino, s.d., 1968

Caratozzolo M., *I bilanci straordinari*, Milano, 2009

Caratozzolo M., *I criteri di formazione del primo bilancio successivo alle fusioni e scissioni*, in *Le società*, 2004

Carbone S. M., *Brevi note in tema di privatizzazioni e diritto comunitario*, in *Dir. comm. internaz.*, 1999

Carbone S., *Lettere di intenti, legge regolatrice e scelta del giudice nei trasferimenti di pacchetto azionario*, in *Dir. comm. internaz.*, 2006

Carbonetti F. *La nuova disciplina delle opa*, in *Riv. Soc.*, 1998

Cardascia D. G., *Crisi d'impresa e interventi di turnaround*, in *Amministrazione & Finanza*, 2005, 23

Carinci A., *Il trasferimento d'azienda ai fini ufficio Iva e registro: il problema della nozione di azienda ai fini fiscali*, in *Riv. Dir. trib.*, I, 2007

Carpentieri L., *Le prospettive evolutive dell'IRES: la "Participation Exemption"*, in *Riv. dir. trib.*, 4, 2007

- Carriere P., *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006
- Casaburi G., *La tutela civilistica del consumatore avverso la pubblicità ingannevole dal d.lg. n. 74 del 1992 al Codice del consumo*, in *Giur. Merito*, 2006
- Cassottana M., *Azione risarcitoria per errata determinazione del rapporto di cambio*, in *Riv. soc.*, 2001
- Castronovo C., *La nuova responsabilità civile*, 2^a ed., Milano, 1995; *ID.*, *L'obbligazione senza prestazione, ai confini tra contratto e torto*, in *Studi Mengoni*, Milano, 1995
- Catturi G. (a cura di), *L'armonia della complessità della crescita allo sviluppo aziendale*, Padova 2010
- Cecchi P., *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1999
- Cena D., *Legge comunitaria per il 1994 e ruolo dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nell'applicazione delle norme antitrust comunitarie*, in *Contratto e impresa/europa*, 1997
- Cera C., *Termini per l'attuazione della fusione e per l'opposizione alla stessa*, in *Società*, 2006
- Cheli E., *Libertà e limiti all'iniziativa economica privata nella giurisprudenza della Corte costituzionale e nella dottrina*, in *Rass. dir. pubbl.*, 1960
- Chenhall R., *The role of management control systems in planned organization a change: an analysis of two organizations* in *Accounting Organizations and Society*, Oct, Vol. 32, n. 7/8, 2007
- Chiappetta F., *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, Padova, 2007

- Chinè G., *Il consumatore*, in *Diritto privato europeo*, a cura di Lipari N., vol. I, Padova, 1997
- Cian M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova s.p.a.*, in Abbadessa P., Portale G. B., (a cura di), *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 1, Torino, 2007
- Cian M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, 2006, Milano
- Cintioli F., Donati F., (a cura di), *Recenti innovazioni in materia di sanzioni antitrust*, Torino, 2008
- Cipollina S., *La legge civile e la legge fiscale*, Padova, 1992
- Cisnetto V., *Il Gioco dell'OPA*, Milano, 2000
- Civerra E., *La fusione come fenomeno successorio*, in *Soc.*, 2006
- Civerra E., *Le operazioni di fusione e scissione, L'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy-out*, in *Riforma del Diritto Societario*, Ipsoa, 7, 2003
- Clarich M., *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005; *ID Per uno studio sui poteri dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Diritto amministrativo*, 1/1993
- Clarich M., Pisaneschi M., *Privatizzazioni*, in *Dig. Pubbl.*, 2000
- Coase R. H., *The Nature of the Firm*, in *Economica*, IV (trad. it. *La natura dell'impresa*, in *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, 1995); *ID The Institutional Structure of Production*, in *The American Economic Review*, Vol. 82, No. 4. 1992
- Coda V., *Il problema della valutazione della strategia*, in *Economia e Management*, 1990
- Colapolve A., *In tema di invalidità dell'atto di fusione*, in *Soc.*, 2008
- Colombini F., *Efficienza degli intermediari finanziari. Aspetti teorici e riflessi*

gestionali, in *Bancaria*, 12, 2002

Colombo M. G., *Accordi di cooperazione, complessità relazionale ed organizzazione degli oligopoli internazionali*, in *Economia e politica industriale*, n. 64, 2006

Colonna F., *Le banche d'affari ed i finanziatori*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, Milano, 2007

Coltorti F., *Le medie imprese industriali italiane: nuovi aspetti economici e finanziari*, in *Economia e politica industriale*, n. 121, 2004

Comba A., *Neoliberismo internazionale e global economic governance-Sviluppi istituzionali e nuovi strumenti*, Torino, 2008

Conca V., *Le acquisizioni*, Milano, 2008; *Le acquisizioni. Il processo. Il mercato. I prezzi*, Milano, 2005

Confalonieri M., *Lo sviluppo e la dimensione dell'impresa*, Torino, 1998

Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione, delle società. Aspetti civilistici, contabili e fiscali delle operazioni straordinarie*, in *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2004

Corapi D., *In tema di interpretazione delle nozioni di concentrazione e di controllo nella legge 10 ottobre 1990 n. 287*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1992

Corapi D., *Le società per azioni*, in: AA.VV., *Diritto privato comparato – Istituti e problemi*, Bari, 2006

Corapi D., *Note sull'art. 37 del decreto legislativo di attuazione dell'art. 12 della legge n. 366/2001*, in *Conciliazione e arbitrato*, cura dell'Associazione italiana per l'arbitrato, Roma, 2003

Corapi D., Torino R., *Evoluzione dei sistemi economici e nuovi modelli contrattuali*,

in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, a cura di Cendon P., I, *Questioni generali*, Torino, 2005

Corrado D., *La valutazione dell'impresa target e gli aspetti fiscali delle acquisizioni*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, a cura di Draetta U., Monesi C., Milano, 2007

Corsi F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I

Corsi F., voce *Società in accomandita per azioni*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, XIV, 1997

Corsini M., *Sub art. 37*, in S. Chiarloni (diretto da), *Il nuovo processo societario*, Bologna, 2004

Cortesi A., *La gestione del processo di integrazione nella fusione e acquisizione*, Pearson Business, 2008

Cortesi C., *La crescita delle piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Torino, 2004

Corti C. L., *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo F., Milano, 1993

Costi R., Enriques L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino G., Padova, 2004.

Cottino G., *Diritto commerciale*, Padova, 1987

Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Il manuale delle operazioni straordinarie*, Ipsoa, 2004

D'Alberti M., *Diritto amministrativo comparato*, Bologna, 1992

D'Alberti M., *La cooperazione fra la Commissione e le autorità antitrust nazionali nel regolamento n. 1/2003*, in Buccirosi P., (a cura di), *Le nuove regole della*

concorrenza, Roma, 2004

D'Alessandro C., *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003

D'Alessandro F., *Sulla fusione e sulla scissione, dialogo con d'Alessandro F. e Pedersoli A.*, a cura di Pescatore S., Di Sabato F., in *Riv. dir. impr.*, 1992

D'Aliberti M., *Autorità indipendenti e l'economia*, Bologna, 2010

D'Aluro G., *Differenze di fusione e riforma del diritto societario*, in *Le società*, 2004

D'Errico N., *Le imprese comuni nell'esperienza annuale dell'Autorità garante della concorrenza alla luce della recente evoluzione del diritto comunitario antitrust: sviluppi e prospettive*, in *Concorrenza e mercato*, 1997

Daino G., *Tecniche di soluzione del "deadlock" : la disciplina contrattuale del disaccordo tra i soci nella joint venture paritaria*, in *Riv. comm. int.*, 1988

Dalle Vedove G., *Concentrazioni e gruppi nel diritto antitrust*. Padova, 1999

Damaradan A., *Il lato oscuro della valutazione: aziende in perdita senza passato e senza comparables*, in *Analisi Finanziaria*, n. 39/40, 2000

Danovi A., Indizio G., *La letteratura in materia di crisi*, in *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento. Prevenzione e diagnosi, terapie, casi aziendali*, (a cura di Danovi, Quaglia A.), Ipsoa 2008

Davila A., Foster G., *Management accounting systems adoption decisions: evidence and performance implications from early-stage/startup*, in *Accounting Review*, Oct, Vol. 80, n. 4, 2005

De Acutis M., *La terza direttiva C.E.E. in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, II

De Angeli L., *Le clausole di prelazione al "giusto prezzo"*, in P. G. Jaeger, F.

- Bonelli, (a cura di), *in Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993
- De Cristofaro G., *Le “pratiche commerciali sleali” tra imprese e consumatori – La Direttiva 2005/29/Ce e il diritto italiano*, Torino, 2007
- De Feo N., *Sub art. 2380 bis*, in Bonfante, Corapi, Marziale, Rordorf, Salafia (a cura di), *Codice commentato delle nuove società*, Milano, 2004
- De Luca Tamajo R., *Le esternalizzazioni tra cessione di ramo d’azienda e rapporti di fornitura*, in Aa. Vv., *I processi di esternalizzazione. Opportunità e vincoli giuridici*, a cura di De Luca Tamajo R, Napoli, 2002
- De Marchi G., *In tema di organo amministrativo composto di due membri*, in *Riv. Soc.*, 1963
- De Mita E., *Diritto tributario e diritto civile. Profili costituzionali*, in *Le ragioni del diritto, Scritti in onore di L. Mengoni*, III, Milano, 1995
- De Nova G., *Contratto: per una voce*, in *Riv. dir. priv.*, 2000; *Id.*, *I contratti atipici e i contratti disciplinati da leggi speciali: verso una riforma?*, in *Riv. dir. civ.*, 2006; *Id.*, *The law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy: il contratto alieno*, in *Riv. dir. Priv.*, 2007; *Id.*, *I contratti di oggi e la necessità di un elenco condiviso di divieti e di clausole vietate*, in *Riv. dir. Priv.*, 2007; *Id.*, *Parent Company Guarantee*, in *Il contratto alieno*, Torino, 2007; *Id.*, *Accordi delle parti e decisione*, *ibidem*; *Id.*, *Merger clause e contratto alieno*, *ibidem*
- De Pamphilis D.M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities Fourth Edition*, Burlington Academic Press, 2008
- De Petra G., *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lg. 22/91 e adeguamento alla III direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1992

- De Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società*, in *Studi e materiali*, 2004
- Decastri M., *Visione strategica e innovazione organizzativa*, in *Sviluppo & Organizzazione*, n. 168, Luglio-Agosto, 1998
- Del Monte A., *Initial Public offerings (IPO), distanza dai centri finanziari e sviluppo regionale*", Napoli, 2008
- Della Bella C., *Investimenti in attività immateriali e strutture finanziarie aziendali*, in *Sinergie*, n. 30/1992
- Della Cananea G., *Regolazione del mercato e tutela della concorrenza nella risoluzione delle controversie in tema di comunicazioni elettroniche*, in *Diritto pubblico*, 2005
- Demattè C., *Teoria del valore: serve davvero per guidare meglio le imprese?*, in *Economia & management*, febbraio, 1997
- Deneckere R., Davidson C., *Incentives to form coalitions with Bertrand competition*, in *Rand Journal of Economics*, 1985
- Denoza F., *Chicago, l'efficienza e il diritto antitrust*, in *Giur. Comm.*, 1988
- Denoza F., *Un nuovo modello per i rapporti tra diritto comunitario e diritto antitrust nazionale: la barriera unica omogenea*, in *Quadrimestre*, 1992
- Dentamaro A., *Clausola di prelazione tra interesse della società e diritti individuali dei soci*, in *Giur. It.*, 2002
- Desana E., *Art. 106: Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, diretto da Cottino G., Torino, 1999
- Desana E., *OPA obbligatoria "da concerto occulto": alcune considerazioni a margine della vicenda SAI-Fondiaria*, in *Giur. it.*, 2004

- Dezalay Y., *I mercanti del diritto. Le multinazionali del diritto e la ristrutturazione dell'ordine giuridico internazionale*, a cura di Raiteri M., Milano, 1997
- Di Bernardo B., Gandolfi V., Tunisini A., *Economia & Management delle imprese*, Milano, 2009
- Di Maio F., *Cessione di partecipazioni: participation exemption. Vantaggi e rischi in Il Fisco*, 5, 2005
- Di Majo A., *Il problema del danno al patrimonio*, in *Riv. Crit. dir. privato*, 1984
- Di Marzio F., *Verso il nuovo diritto dei contratti (note sulla contrattazione diseguale)*, in *Riv. dir. priv.*, 2002
- Di Rosa G., *La prelazione legale e volontaria in AA. VV., I contratti in generale, III, Conclusione, Opzione-Prelazione, Contratto Preliminare*, Torino, 2000
- Di Sabato F., *Cessione di azienda e cessione di pacchetti di riferimento: appunti per una riflessione sulla prassi contrattuale*, in *Sillogi in onore di Giorgio Oppo*, Padova, 1992
- Di Sabato F., *Sulla fusione e sulla scissione, dialogo con Floriano d'Alessandro e Alessandro Pedersoli*, a cura di Pescatore S., Di Sabato F., in *Riv. dir. impr.*, 1992
- Di Sarli M., *Primi orientamenti del Tribunale di Milano sull'applicazione della disciplina dei finanziamenti ai soci di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2008
- Di Sarli M., *Sub art. 2504 bis, commi 2 e 3*, in *Trasformazione - Fusione - Scissione*, a cura di Bianchi L. A., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P., Bianchi L. A., Ghezzi F., Notari M., Milano, 2006
- Di Via L., *Alcune riflessioni sulla rule of reason ed il concetto di consistenza di una restrizione della concorrenza*, Milano, 2004
- Di Via L., *L'applicazione del principio di sussidiarietà nel diritto della concorrenza*

- italiano e comunitario*, in *Contratto e impresa/europa*, 1996
- Di Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società*, in *Studi e materiali*, 2004, 1 – supplemento
- Dimundo F *Sub art. 2504-bis c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2006
- Dominici R., *La valutazione delle partecipazioni nelle società non quotate. Nota a circolare*, in *Corriere tributario*, 2004, n. 8
- Donati F., *Le autorità indipendenti tra diritto comunitario e diritto interno*, in *Il diritto dell'Unione europea*, 2006
- Donativi V., *Comunicazione delle concentrazioni*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993
- Donativi V., *Conclusione dell'istruttoria sulle concentrazioni*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993
- Donativi V., *Concorrenza e mercato nel prisma dell'ordinamento giuridico: appunti per una ricostruzione storica*, in *Riv. dir. ind.*, 1992, nn. 3-4
- Donativi V., *Introduzione della disciplina antitrust nel sistema legislativo italiano*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1990
- Donativi V., *Sospensione temporanea dell'operazione di concentrazione*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993
- Donna G., *L'impresa multibusiness. La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, 2003
- Draetta U., *Documenti pre-contrattuali nei negoziati relativi a mergers e acquisitions. Rassegna della prassi internazionale*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli F., De Andrè M., Milano, 1990

- Draetta U., *Il rischio antitrust negli accordi di compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Diritto del comm. int.*, 2005
- Draetta U., *La fase negoziale nei contratti internazionali di Mergers e Acquisitions: rassegna della prassi internazionale*, in Scognamiglio G., *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Milano, 2001
- Draetta U., Monesi C. (cura di), *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, Milano, 2007
- Dragoni G., *La golden share resta ma sarà più leggera*, Il Sole 24 Ore, 16 aprile 2003
- Drauz G., *The assessment of conglomeral mergers under EC competition law*, in *Fordham Corporate Law Institute*, 2001
- Dyck A., Zingales L., *Private Benefit of Control: an International Comparisons*, in *The Journal of Finance*, Vol. 59, n. 2, 2004
- Easterbrook F. H., Fischel D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass.-London, 1991 (trad. it. *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996)
- Enriques L., *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000
- Enriques L., *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Giur. comm.*, 2010, I
- Enriques L.; *Quale disciplina per le acquisizioni ostili ?*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 1999
- Erede S., *Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi ed effetti* in AA. VV.: *Sindacati di voto e di sindacati di blocco*, Milano, 1993

- Facchinetti I., *Contabilità analitica, calcolo dei costi e decisioni aziendali: metodologie, soluzioni operative e casi*, Il Sole 24 ore, Milano, 2001
- Facci G., *Il danno da informazione inesatta nell'attività di revisione contabile*, in *Resp. civ.e prev.*, 2007
- Faella G., *Il potere cautelare dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, in *Giur. comm.*, 2008
- Falsitta G., *Manuale di diritto tributario, Parte speciale. Il sistema delle imposte in Italia*, Padova, 2008
- Farrell J., Shapiro C., *Horizontal mergers: an equilibrium analysis*, in *American economic review*, 80 (1), 1990
- Fattori P., Todino M., *La disciplina delle concorrenza in Italia*, Bologna, 2004
- Ferrari G., *Trasferimento di partecipazioni sociali e divieto di concorrenza*, in *Riv. dir. ind.* 1967, I
- Ferrarini G., *Implementing the European Takeover Directive in Italy: Requirements and Options*, dattiloscritto
- Ferraris Franceschi R., *Modello di crescita esterna e fattori di sviluppo della piccola azienda*, in Aa.Vv., *Validità del capitale di rischio e fattori di sviluppo delle piccole e medie aziende*, Bologna, 1997
- Ferraro F., *L'avvocato comunitario. Contributo allo studio delle libertà di circolazione e di concorrenza dei professionisti*, Napoli, 2005
- Ferrata R., *La valutazione dei cespiti immateriali*, in *La valutazione delle aziende*, n. 17/2001
- Ferri G. Jr., *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, collana diretta da Abbadessa P.,

Portale G. B., 4, 2005

Ferri G. jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in C. Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004

Fezza F., *La vendita di partecipazioni sociali*, in *Codice della vendita*, a cura di Buonocore V., Luminoso A., Milano, 2001

Ficari V., *Conferimento d'azienda e continuità dell'impresa nel presupposto oggettivo Iva*, in *Dir. prat. trib.*, 2004, II

Ficari V., *Spunti in materia di avviamento negativo e base imponibile ai fini dell'imposta di registro*, in *Bollettino tributario d'informazioni*, 2006, n. 19

Fico D., *Aspetti civilistici e fiscali del disavanzo da annullamento imputato ad avviamento*, in *Le società*, 1998

Fimmanò F., *Presupposti della procedura "semplificata" di fusione*, in *Tratt. teorico-pratico delle società*, Milano, 1999

Fingleton J., Nolan D., *Mind the gap. La riforma del regolamento comunitario sulle concentrazioni*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2003

Fiorio P., *Art. 2341-bis-2341-ter*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario. D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, in *Commentario diretto da Cottino G., Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P.*, Bologna, 2004

Fiorio P., *La responsabilità della società di revisione nei confronti degli azionisti e degli obbligazionisti: note a margine del caso «Parmalat»*, in *Giur. it.*, 2009

Fonderico G., *Le segnalazioni dell'Autorità antitrust e la politica della concorrenza*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2009, n. 1

Fox E. M., *Antitrust, competitiveness, and the world arena: efficiencies and failing*

- firms in perspective*, in *Antitrust L.J.*, vol. 64, 1996
- Franchini C., *Le Autorità amministrative indipendenti*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1988
- Franzoni L. A., *Gli amministratori e i sindaci*, Torino, 2002
- Franzoni L. A., *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.*, 2002
- Franzoni M., *L'illecito*, Milano, 2004
- Franzosi M., *Monopolio – Oligopolio – Concentrazioni*, Milano, 1989
- Frignani A., *I poteri di ispezione ed il diritto di difesa nella normativa antitrust dell'Unione Europea*, in *Contratto Impresa Europa*, n. 2, 2004
- Frignani A., *Il divieto di abuso di posizione dominante*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1995
- Frignani A., *Notificazioni ai sensi delle norme sulle concentrazioni e problematiche relative*, in Draetta U., Monesi C., (a cura di), *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, Milano, 2006
- Frignani A., Pardolesi R., *La concorrenza*, Torino, 2006
- Fusa E., Guatri G., *La valutazione del capitale economico dell'impresa. Metodi tradizionali, innovativi ed empirici*, in *Casi pratici*, Il Sole 24ore, 1999, Milano
- Gabrielli M., De Bruno S., *Capire la finanza, Guida pratica agli strumenti finanziari*, Milano, 1999
- Gagliardi G., (Pricewaterhouse Coopers), *Valutare il processo di M&A*, articolo pubblicato su *Amministrazione & Finanza*, n. 12, 2003
- Gagliardi G., *Analisi critica del piano di investimento: i flussi di cassa prospettici*, articolo pubblicato su *Amministrazione & Finanza* n. 3, 2001
- Galgano F., *Della qualificazione come internazionale del contratto di acquisizione*,

in *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Milano, 1990

Galgano F., *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2003

Galgano F., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003

Galgano F., Marrella F., *Diritto del commercio internazionale*, Padova, 2007, 2 ed.

Galgano F., *Pubblico e privato nella regolazione dei rapporti economici*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano F., vol. I: *La Costituzione economica*, Padova, 1977

Galletti D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000

Gambardella F., *Autorità indipendenti, semi-indipendenti e garanzie del contraddittorio*, in *Foro amm. CDS* 2006

Gambaro F. L., *Brevi considerazioni in tema di così detta Due Diligence - Diligentia maximum etiam mediocris ingenii subsidium. Seneca, Controversiae*, in *Riv. dir. priv.*, 2006

Gambino A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni (abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, 1987

Gamble J. E., *Strategia aziendale. Formulazione ed esecuzione*, McGraw-Hill, 2009

Garegnani G. M., *La rappresentazione delle operazioni di fusione nel bilancio d'impresa. Le tendenze in atto*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2002

Garegnani G. M., *Le rivalutazioni nelle operazioni di fusione: una nuova opportunità*, in *Economia & Management* n. 4/2000; ID., *Note in tema di rappresentazione in bilancio dei valori originati nelle operazioni di fusione inversa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti* 5/2008

Garegnani G. M., *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e mlbo*, Milano, 2006

- Garofoli R., *Golden share e authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 1998
- Garzella S., *Il governo delle sinergie*, 2001, Torino
- Gastaldo A., *La cessione d'azienda ed il trasferimento del marchio tra Iva ed imposta di registro*, in *Dir. prat. Trib.*, 2003
- Gatti M., *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l'oggetto dell' o.p.a. successiva alla luce della riforma del t.u.f.*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005
- Gatti M., *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'Opa e "l'autorizzazione di conferma"*, in *Giur. Comm.*, 2004
- Gatti M., *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II
- Gavelli G., *La qualificazione dell'azienda oggetto di cessione tra Iva e imposta di registro*, in *Forum fiscale*, n. 2/2002
- Gelosa G., Insalaco M., *Fusioni e scissioni di società*, Milano, 2002
- Gemma A., *Abuse of economic dependence between competition and contract law*, in *Europa dir. priv.*, 2000
- Genovese A., *L'invalidità dell'atto di fusione*, Torino, 1997
- Genovese A., *La decorrenza dell'effetto e la retroattività contabile della fusione*, in *Riv. soc.*, 2000
- Genovese A., *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. soc.*, 2007
- Gherardi S., *La pratica quale concetto fondante di un rinnovamento nello studio dell'apprendimento organizzativo*, in *Studi Organizzativi*, n. 1, 2000

- Ghezzi F, in *Commentario breve al diritto della concorrenza*, a cura di Marchetti P., Ubertazzi L. C., *Sub art. 6*, Padova, 2005
- Ghezzi F., *La valutazione delle concentrazioni verticali nei “mercati della convergenza” tra i settori delle telecomunicazioni e dell'emittenza televisiva*, in *Riv. soc.*, 2001
- Giannelli G., in Aa. Vv., *Diritto delle società*, Milano, 2004, p. 170; Galgano F., *Le nuove società di capitali e cooperative*, Padova, 2004
- Giannetti R., Vasta M., (a cura di), *L'impresa italiana nel novecento*, Bologna, 2003
- Giocoli Nacci P., *I limiti sociali dell'iniziativa economica privata*, in *Rassegna di diritto pubblico*, 1958
- Girolami D., *La normativa italiana in materia di fusione di società e la terza direttiva del Consiglio CEE (78-855-CEE): problemi ed ipotesi di adeguamento*, in *Dir. comun. scambi internaz.*, 1987
- Giudici P., *L'acquisto di concerto*, in *Riv. Soc.*, 2001
- Giulianelli S., *Alienazione di partecipazioni societarie, autonomia patrimoniale della società e principi di correttezza e buona fede*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, I
- Granlund M., *Management accounting systems integration in corporate mergers. A case study*, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 16, n. 2, 2003
- Grant R. M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Bologna, 2006
- Grassetti C., *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, in *Giur. comm.*, I, 1979
- Grillo M., Magnani L., *Valutazione antitrust delle concentrazioni in mercati oligopolistici*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2004

- Grillo M., Polo M., *Le ragioni teoriche della politica di concorrenza*, in AA. VV., *La politica industriale*, Bari, 1997
- Guarino A., *Sul rapporto tra la nuova legge antitrust e la disciplina comunitaria della concorrenza*, in *Contr. e Impr.*, 1991
- Guatri L., *Valutazioni “assolute” e “relative” a confronto*, in “*La valutazione delle aziende*”, n. 24/2002
- Guatri L., *La valutazione delle aziende*, Milano, 2007
- Guerrera F., *Trasformazione, fusione e scissione*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003
- Guglielmetti G., *Limiti negoziali della concorrenza*, Padova, 1961
- Guglielmo R., *L’allocazione in bilancio dei «finanziamenti» e dei «versamenti»: una questione in via di risoluzione?*, in *Riv. Not.*, 2009
- Guidotti R., *L’arbitraggio gestionale nelle società di persone e nella società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2005
- Hamel G., Doz Y., Prahalad C.K., *Collaborate with your Competitors and Win*, in *Harvard Business Review*, January-February, 1999
- Hawk B., *Recent antitrust developments in the United States*, in *Antitrust tra diritto nazionale e comunitario*, Milano, 1996
- Heimler A., Baker S., Ridyard D., *Portfolio power: a run deal?*, in *European Competition Law Review*, 20, 1999, n. 4
- Hess E.D., *Smart Growth: Building an Enduring Business by Managing the Risks of Growth*, Columbia Business School Publishing, 2010
- Hildebrand D., *The Role of Economic Analysis in the EC Competition Rules: The European School*, Second Edition, in *The Hague: Kluwer Law International*, 2002

- Hitt A. M., Harrison J. S., Ireland R. D., *Mergers and acquisitions*, New York, Oxford University Press, 2001
- Hull J., *Le opzioni, i futures e gli altri strumenti derivati*, Il Sole 24 Ore, 1997
- Iermano G. *Invalidità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, IV, Torino, 2007
- Invernizzi G., *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, Milano, 1999
- Iorio G., *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006
- Iotti M., *La valutazione degli investimenti industriali*, Milano, 2009
- Irti N., *Economia di mercato e interesse pubblico*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2000
- Irti N., *Iniziativa privata e concorrenza (verso la nuova Costituzione economica)*, in *Giur. it.*, 1997
- Jaeger P., *Appunti sull'arbitrato e le società commerciali*, in *Giur. comm.*, 1990
- James C. A., *Overview of the 1992 Horizontal Merger Guidelines*, in *Antitrust L.J.*, vol. 61, 1993
- Jenni F., *EEC merger control: Economies as an antitrust defence or an antitrust attack?*, in *Fordham Corporate Law Institute*, 1992
- Kodama F., Yusuf S., Nabeshima K., *Introduction to special section on university-industry linkages: The significance of tacit knowledge and the role of intermediaries*, in *Research Policy*, 37, 2008
- Kokkoris I., *The Reform of European Control Merger Regulation in the Aftermath of the Airtur Case – The Eagerly Expected Debate: SLC v. Dominance Test*, in *E. C. L. R.*, 2005

- Kolasky W. J., *Coordinated effects in merger review: from Dead French Men to Beautiful Minds and Mavericks*, ABA Spring Meeting, Washington DC, 2002
- La Porta G., *Un "caso particolare" di fusione semplificata*, in *Società*, 2004
- La Rosa S., *Cessione di azienda e cessione di beni tra imposta di registro ed Iva*, in *Rass. Trib.*, 1990, II
- Lamandini M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I
- Lamandini M., *Le concentrazioni bancarie: concorrenza e stabilità nell'ordinamento bancario*, Bologna, 1998
- Lamandini M., *Legiferare "per illusione ottica"? OPA e reciprocità "italiana"*, in *Giur. comm.*, 2008, I
- Lambertini L., *Merchant banking*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale. Finanziamento alle imprese*, a cura di Liace G., Razzante R., in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di Cendon P., Torino, 2005
- Landolfi S., *Fusione tra società cooperativa e lucrativa*, in *Le Società*, 1990, p. 506;
ID. Il capitale post-fusione, in *Le società*, 1992
- Lantino S. *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, Milano, 2007, 2 ed
- Lanza A., *Partnership interaziendali e creazione di conoscenza*, in *Sviluppo e Organizzazione*, n. 175, 1999
- Lazzeppi L., Pasqualetti L., *I processi di diversificazione delle imprese tra sviluppo e rifocalizzazione* in *Workin Progress*, n. 1, 1996
- Leibenstein H., *Allocative Efficiency versus "X-inefficiency"*, in *American Economic*

Review, vol. 56, 1966

Lener R., *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. Dir. Civ.* 1999, II

Lener R., Tucci A., *La nuova disciplina dell'opa e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004

Leone L., *Recenti sviluppi della commissione in materia di controllo sulle concentrazioni*, in *Contratto e Impresa/Europa*, Padova, 1996

Levy N., *Competition Law of the European Communities*, 2003

Liberatore G., *Le risorse immateriali nella comunicazione economica integrata*, Padova, 1996

Libertini M., *Diritto comunitario e diritto nazionale nella disciplina antitrust*, in *Economia dell'azienda e diritto dell'impresa*, 2000

Libertini M., *Le misure cautelari amministrative nella disciplina antitrust*, in *Riv. dir. ind.*, 2008

Libertini M., *Riflessioni generali*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004

Libonati B., *Intese orizzontali e aperture in tema di concorrenza e di mercato nella giurisprudenza della Cassazione (annotazioni in margine al caso Mafin)*, in *Giurisprudenza italiana* 1999

Libonati B., *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società di persone. La società per azioni*, Milano, 2000

Libonati B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999

Lipari N., *Diritto privato e diritto europeo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2000

Lisanti M., *La nuova disciplina sui patti parasociali di società quotate dopo il*

- regolamento CONSOB*, in *Le Società*, 1999
- Lo Cane P., *Le concentrazioni nel diritto antitrust italiano*, in *Diritto & Diritti*, ottobre 2001
- Lo Cascio G., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003
- Longobardi N., *Le autorità amministrative indipendenti nel diritto globale*, in *Dir. e proc. amm.*, 2009
- Lowe P., *The design of competition policy institutions for the 21st century – the experience of the European Commission and DG Competition*, in *Competition Policy Newsletter*, 2008, 3
- Lucani M., *La Costituzione italiana e gli ostacoli all'integrazione europea*, in *Pol. dir.*, 1992
- Lucarelli P., *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. soc.*, 2004, 6
- Luchena S., *Note in tema di irregolarità del progetto di fusione e relative conseguenze sul procedimento di fusione (con particolare riguardo alla deliberazione di fusione)*, in *Giur. comm.*, 2000, II
- Luenberger D. G., *Investment Science*, Oxford University Press, 1998; Banfi A., (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, Isedi, Torino, 2004
- Lupi R., *Profili tributari della fusione di società*, Padova, 1989
- Lupi R., Stevanato D., *La fiscalità nelle operazioni straordinarie di impresa*, in *Il Sole 24 ore*, 2000
- M. Pegoraro A., *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, in *Rivista*, 3, 2009
- Macchia M., *L'attività ispettiva dell'amministrazione europea in materia di*

concorrenza, in *Riv. Trimestrale di diritto pubblico*, 2006

Magliano R., *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva società: dall'armonizzazione alla concorrenza tra sistemi normativi*, in *Dir. comm. int.*, 2005, II

Magliulo F., *La fusione delle società*, in *Notariato e Nuovo Diritto Societario*, Collana diretta da Laurini G., II Edizione, 2009

Magliulo F., *La fusione delle società*, Milano, 2005

Magnani L., *L'applicazione della L. 287/90 alle intese restrittive della concorrenza*, in *Concorrenza e Mercato*, Milano, 2001, n. 9

Magnani M., Scarpelli F., *Trasferimento d'azienda ed esternalizzazioni*, in *DLRI*, 1999

Maimeri F., *La Consob come autorità indipendente*, in *Riv. dir. comm.*, 2003

Maksimovic V., Phillips, G., *The market for corporate assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?* in *Journal of Finance*, 56, 2001

Malinconico C., *Le funzioni amministrative delle autorità indipendenti*, in Cassese S., Franchini C., *I garanti delle regole*, Bologna, 1996

Mangini V., *Diritto antitrust*, Torino, 2000

Mangini V., *Le vicende dell'antitrust: dallo Sherman Act alla legge italiana n.287/90*, in *Riv. Dir. Ind.*, I, 1995

Manzini A., *L'opa totalitaria e le sue esenzioni*, in Aa.Vv. (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto. La nuova disciplina delle opa nel Testo Unico della Finanza*, Milano, 2000

Manzini A., *Strumenti giuridici e metodologie nell'acquisizione di società*, in Motta A. (a cura di), *Manuale delle acquisizioni d'impresa*, Il Sole 24 Ore, 2003

Manzini P., *I parafernali del giudizio antitrust: regola della ragionevolezza, restrizioni accessorie, divieto “per sé”*, in *Giur. comm.*, 2003, II

Marcello R., Ivone M., Loia A. M., *I gruppi e il consolidamento dei bilanci*, Napoli, 2007

Marchetti P. *Opa obbligatoria e circolazione del controllo all’interno del gruppo*, in *Riv. società*, 1992

Marchetti P., *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991

Marenghi E. M., *Procedimenti e processualprocedimento*, Padova, 2009

Mariotti S., Piscitello L., *Multinazionali, innovazione e strategie per la competitività*, 2006, Bologna

Marson P., *Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994

Martocchia M., Panicia I., *Economia dei mercati imperfetti*, Luiss University Press, 2006

Marziale F., *Sub art. 2501-bis*, in *Cod. Ipsa*, Milano, 2004

Mascardi F., *La fusione di società nel diritto comunitario*, in *Riv. soc.*, 1991

Massari M., *La valutazione d’azienda: l’evoluzione della dottrina*, in *La valutazione delle aziende*, n. 15/1999

Massari M., *Valore dei pacchetti di controllo e premio di maggioranza*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 1, 1989

Massera A., *“Autonomie” e “indipendenza” nell’amministrazione dello Stato*, in *Scritti in onore di M.S. Giannini*, Milano, 1988, III

Maugeri M., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I

- Maynard T., *Mergers and acquisitions: cases, materials and problems*, 2008
- Mazzamuto S., *Costituzione economica, libertà di impresa e ausili finanziari*, in AA. VV., *L'influenza dei valori costituzionali sui sistemi giuridici contemporanei*, Milano, 1985
- Mazzilli A., *La valutazione dei comportamenti antitrust ai fini della determinazione della sanzione: il caso International Mail Express Italy/Poste Italiane*, in *Foro amm. TAR*, 2003
- Mazzola P., *Produttività e crescita delle imprese. creare valore nel lungo periodo*, Milano, 2002
- McCann L., Colby B., Easter K. W. Kasterine A., Kuperan K. V., *Transaction cost measurement for evaluating environmental policies*, in *Ecological Economics*, Vol. 52, 2005
- Megliani M., *La riforma della disciplina comunitaria sulle concentrazioni tra imprese*, in *Diritto del commercio internazionale*, vol. 18, n. 3, 2004
- Meli V., *I rimedi per la violazione del divieto di pubblicità ingannevole*, in *Riv. dir. ind.*, 2000, I
- Melis A., *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Milano, 2002
- Merla M., Armati L., *La riforma del controllo comunitario delle concentrazioni: gli aspetti di procedura*, in *Diritto dell'Unione europea*, n. 1, 2004
- Merna A., Merna T., *Development of a Model for Risk Management at Corporate, Strategic Business and Corporate Level*, in *the Journal of Structured and Project finance*, 2004
- Merola M., Armati L., *La riforma del controllo comunitario delle concentrazioni: gli aspetti di procedura*, in *Dir. Un. Eur.*, 2004

- Merola M., *La cooperazione tra giudici nazionali e Commissione nell'applicazione delle norme comunitarie antitrust*, in *Foro it.*, 1993
- Messina S. B., *Gli adempimenti formali richiesti dalla disciplina in materia di fusioni societarie*, in *Soc.*, 1995
- Messineo F., *Impugnativa di delibera di fusione e interesse di singoli soci*, in *Riv. soc.*, 1957
- Miccinesi M., *Le plusvalenze d'impresa*, Milano, 1993
- Miccoli R., *Commento art. 2505*, in *La Riforma delle società*, a cura di Sandulli M., Santoro M., Torino, 2003
- Michelutti R., *Problematiche tributarie della fusione inversa*, in *Riv. Dir. Trib.*, 2001
- Miele L., *Il trattamento fiscale della riserva da conferimento*, in *Corriere Tributario* n. 10/2001
- Minervini G., *La concorrenza ed i consorzi*, in *Trattato dir. civ.*, a cura di Grosso G., e Santoro-Passarelli F., vol. V, Milano, 1965
- Minervini G., *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche privatizzate*, in P. G. Marchetti (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia*, Milano 1995
- Minervini G., *Tre pareri in materia di Opa*, in *Contratto e Impresa*, 1995
- Minervini G., *Gli amministratori di società per azioni*, Torino, 1956
- Miola M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I
- Miserocchi L. A., in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2004
- Miserocchi L. A., *La fusione*, in *Consiglio Notarile di Milano*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003
- Moavero Milanese E., *Concorrenza e concentrazioni fra imprese*, in *Riv. società*,

1988

Monateri P. G., *La responsabilità civile*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da Sacco R., Torino, 1998

Montagnani C., *Sub art. 2373 c.c.*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini G., Stagno d'Alcontres A., Napoli, 2004

Montalenti P., *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buyout*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, di ID., Padova, 1999

Montalenti P., *La compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Scritti in onore di Rodolfo Sacco*, Milano, 1994

Montalenti P., *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995

Monti A., Rousseva F., *Failing firms in the framework of the EC merger regulation*, in *European Law Review*, 1999

Morbidelli G., *Iniziativa economica privata*, in *Enc. giur.*, Vol. XVII, Roma, 1989

Morbidelli G., *Sul regime amministrativo delle autorità indipendenti*, in *Scritti di diritto pubblico dell'economia*, Torino, 2001

Morello U., *Contratti atipici e ruolo della prassi: un esame del diritto in azione, con particolare riferimento ai contratti associativi atipici e alle vendite di partecipazioni di controllo*, in *Accordi tra imprese e acquisizioni, Prassi, codificazione, normativa speciale*, a cura di Collegio notarile di Trento e Rovereto, Milano, 1994

Morera U., *I principi comunitari per le fusioni di società: analisi e riflessioni nella prospettiva di adeguamento. Le società nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1989

Morera U., *Riflessioni intorno al procedimento di fusione tra società*, in *Giur.*

comm., 1985, I

Moro B., *Fondamenti di macroeconomia*, Vol 1, *i postulati e i modelli di base*, Torino, 2003

Mosca C., *Riorganizzazione della struttura proprietaria e opa obbligatoria*, in *Riv. soc.*, 2009

Mosca M. C., *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso Sai-Fondiaria*, in *Riv. società*, 2007

Moscarini L. V., *Astrattezza della proposta unilaterale irrevocabile e onerosità del patto di opzione*, in *Rassegna di diritto civile*, 2, 2007

Motta M., *Competition policy. Theory and practice*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004

Motta M., *Fusioni orizzontali: analisi economica e disciplina comunitaria*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2000

Motta M., Polo M., *Antitrust. Economia e politica della concorrenza*, Bologna, 2005

Motta M., Polo M., Vasconcelos H., *Merger remedies in the EU: an Overview*, in *Merger Remedies in the American and European Competition Law*, Aldershot, 2003

Mucciarelli F. M., *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur. comm.*, 2005, I; *ID.*, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I

Mucciarelli F. M., *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.* 2008, I, p. 448

Munari F., in *Concorrenza e mercato. Commento alla Legge 10 ottobre 1990 n. 287 ed al decreto legislativo 74/1992*, a cura di Afferni V., Padova 1994

- Munari F., *La legge 10 ottobre 1990, n. 287, e il diritto comunitario della concorrenza*, in *Contr. e impr.*, 1992
- Munari F., *Le regole di concorrenza nel sistema del Trattato, Il diritto privato dell'Unione europea*, Torino, 2000
- Musso E., *Il controllo societario mediante "particolari vincoli contrattuali"*, in *Contratto e impr.*, 1995
- Nalebuff B., *Bundling as an entry barrier*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, 2004
- Nazzicone L., *Il sindacato giudiziale sul rapporto di cambio nella fusione*, in *Foro it.*, 2001, I
- Nazzini R., *Procedure comunitarie e nazionali in materia antitrust. Sui profili processuali del rapporto tra diritto comunitario e diritti interni*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2006
- Nencioni G., Perfumo S., *Gestire le risorse immateriali per governare il rischio e l'incertezza*, in *La valutazione delle aziende*, n. 30/2003
- Niccolini G., *Offerta pubblica di acquisto*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1979
- Nigro B., *Finanziamenti dei soci «postergati» e loro compensazione*, in *Notariato*, 2008
- Ninatti S., *Privatizzazioni: la Comunità Europea e le golden share nazionali*, in *Quad. cost.*, 2000
- Niro R., *Profili costituzionali della disciplina antitrust*, Padova, 1994
- Niutta A., *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Rivista delle Società*, n. 6, 2003
- Nonaka I., *The concept of Ba: Building a foundation for knowledge creation*, in

- Californian Management review*, vol. 40, n. 3, 1998
- Nordsjo A., *Regulation 1/2003: power of the Commission to adopt interim measures*, in *Eur. comp. law Rev.*, 2006
- Notari M., *Appunti sull'iscrizione dei beni dell'incorporata nel bilancio dell'incorporante successivo alla fusione*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, Padova, 1997
- Notari M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2003
- Notari M., *Disposizioni generali della società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali Manuale breve*. Milano, 2003
- Notari M., *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Milano, 1996
- Olivieri G., *Commento al regolamento CEE n. 4064/89 del Consiglio del 21 dicembre 1989: controllo delle operazioni di concentrazione fra imprese*, in A.A. V.V.
- Olivieri G., Pezzoli A., *L'antitrust e le sirene della crisi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, Bologna, 2009
- Onesti T., *Alcune considerazioni sul trattamento contabile delle differenze di annullamento nella fusione per incorporazione*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2003
- Onesti T., *La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 5-6, 1988
- Onesti T., Oricchio G., *La valutazione delle aziende con i metodi finanziari: alcune considerazioni critiche*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 2, 1996
- Onida M., *I rapporti fra disciplina nazionale e disciplina comunitaria in tema di*

concorrenza, in *Concorrenza e mercato*, 1993

Oppo G., *Diritto dell'impresa e morale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1992

Oppo G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II

Oppo G., *Sui principi generali del Diritto Privato*, in *Riv. Dir. Civ.*, 5, 1991

Osti C., *Controllo, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993

Osti C., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993

Osti C., *Un giudice a Berlino: equità ed efficienza nelle decisioni dell'Autorità garante della concorrenza*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008

Pace A., *Libertà "del" mercato e "nel" mercato*, Intervento al VI Convegno dell'Associazione italiana dei costituzionalisti, "La Costituzione economica negli anni Novanta", Ferrara, 11-12 ottobre 1991, in *Pol. dir.*, 1993

Pace L. F., *Il sistema italiano di tutela della concorrenza e il "vincolo comunitario" imposto al legislatore nazionale: l'art. 1 della L. 287/90*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2001

Pagano M., Panunzi F., Zingales L., *Osservazioni sulla disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. società*, 1988

Pansieri S., *Il riporto delle perdite nelle fusioni di società*, in *Rass. Trib.*, 1987, n. 6

Panzarini E., *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da Galgano F., 1, Torino, 1995

Paolini E., *Nozione, natura giuridica e ambito applicativo della scissione*, in

- Trasformazione, fusione, scissione, opa, società quotate*, in *Trattato teorico-pratico delle società*, a cura di Schiano Di Pepe G., Milano, 1999
- Pappalardo A., *Concorrenza, intese, concentrazioni, posizioni dominanti nel diritto della concorrenza*, in *Enciclopedia del Diritto*, Aa. Vv, Torino, 1987
- Pardolesi R., *C'era una volta in Europa: di antitrust comunitario, importazioni parallele ed idoli infranti*, in *Foro It.*, 2001
- Pardolesi R., *Leveraged Buyout: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. comm.*, 1989
- Pardolesi R., Perna R., *Fra il dire e il fare: la legislazione italiana sulle privatizzazioni delle imprese pubbliche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1994
- Pardolesi R., Portolano A., *All'ombra delle piramidi. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato concorrenza regole*, 2001, 1
- Passaponti B., *I gruppi e le altre aggregazioni aziendali*, Milano, 1994
- Pavarani E., *Analisi finanziaria*, Milano, 2002
- Pavone La Rosa A., *Divagazioni in tema di «controllo» e «gruppo» nelle aggregazioni societarie*, in *Contratto e impr.*, 1997
- Pedersoli A., *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in AA. VV.: *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993
- Penrose E., *The theory of the growth of the firm*, London, 1959
- Pera A., Cassinis P., *Applicazione decentrata del diritto comunitario della concorrenza: la recente esperienza italiana e le prospettive della modernizzazione*, in *Dir. commercio internaz.*, 1999
- Pera A., *Concorrenza e antitrust*, Bologna, 2001
- Pera A., Falce V., *The modernisation of EC Competition Law and the role of*

national competition authorities – Revolution or Evolution?, in *Il Dir. dell'UE*, 2003

Perini A., *Autorità amministrative indipendenti e tutela giurisdizionale*, in *Dir. Amm.*, 1994

Perna R., *L'eccesso di tutela nella privatizzazione delle public utilities*, in *Foro it.*, 1996

Perrino M., *Sub art. 2501 c.c.*, in *Società di capitali*, Niccolini G., Stagno S'Alcontres A., (a cura di), Napoli, 2004

Perrotta R., Garegnani G. M., *Le operazioni di gestione straordinaria d'impresa*, Milano, 2001

Perulli A., *Esternalizzazione del processo produttivo e nuove forme di lavoro*, in *DL*, 2000

Pescatore S., *Impresa societaria a base capitalistica. Caratteri*, in *Istituzioni di Diritto commerciale* (a cura di) V. Buonocore, Torino, 2006

Pescatore S., in V. Buonocore (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003

Petrone L. M., *Il «giusto equilibrio» del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al merger leveraged buy out (MLBO)*, in *Obbl. contr.*, 2009

Petteruti G., *Imposte fisse e pluralità di oggetti o negozi*, in *Studio CNN*, n. 144/2008

Pevearo S., *Inserito PE*, in *Mercato & Finanza*, settembre 2003

Philips L., *Competition policy: a game-theoretic prospective*, CUP, Cambridge, 1995

Picchione A., *Sulla natura giuridica delle operazioni a fondo perduto e dei finanziamenti a favore della società*, in *Riv. Not.*, 2007

Picciau A., *Durata dei patti e diritto di recesso. Commento all'art. 123 del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria - La disciplina delle società quotate nel Testo*

Unico della finanza, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 5, in Commentario a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, 1999

Picciau A., *La scissione semplificata*, in AA.VV., *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, Milano, 2007

Piccioli C., *Contributo all'individuazione del fondamento costituzionale della normativa a tutela della concorrenza*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1996

Picone L. G., Quatraro B., *Manuale Teorico-Pratico Delle Offerte Pubbliche Di Acquisto E Scambio. Dottrina*, Milano, 2006

Picone L. G., *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy-out*, Milano, 2001; *ID.*, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contratto e impr.*, 2003

Picone L., *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004

Pignataro L., *La riforma del diritto comunitario della concorrenza: il regolamento n. 1/2003 sull'applicazione degli articoli 81 e 82 del Trattato CE*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 2003

Pinto V., *Le garanzie «patrimoniali» nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. società*, 2003

Piola M., *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo G. E., Portale G. B., Torino, 2004

Pisani Massamormile A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003

Pistorelli L., *Le garanzie “analitiche” sulle voci della situazione patrimoniale di riferimento*, in *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, a cura di

- Bonelli F., De Andrè M., Milano, 1990
- Piva S., *La retribuzione del management direttamente correlata alle performance di valore aziendale*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 6, 1998
- Poliani F., *Risarcimento del danno da mancata promozione di opa obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2009, I
- Police A., *I “nuovi” poteri dell’Autorità garante della concorrenza e le prospettive in termini di tutela giurisdizionale*, in Aa.Vv., *Recenti innovazioni in materia di sanzioni antitrust*, Milano, 2008
- Police A., *Tutela della concorrenza e pubblici poteri. Profili di diritto amministrativo nella disciplina antitrust*, Torino, 2007
- Polo M., *Le Autorità indipendenti: un’analisi economica e una proposta di riordino*, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2/2002
- Ponti L., Masetti M., *La vendita garantita delle partecipazioni sociali*, Padova, 1997
- Ponti L., Panella R., *La “preferenza” nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003
- Porchia O., *L’applicazione degli artt. 85-86 del Trattato CE da parte dell’Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Dir. commercio internaz.*, 1995
- Porro G., *La disciplina della concorrenza nel diritto italiano e nel diritto comunitario, con particolare riferimento all’ambito di applicazione della legge 10 ottobre 1990, n. 287, in materia di concentrazioni*, nei *Quaderni del CSM* (Frascati, 14/18 marzo 1994, Settimana di formazione dedicata al diritto commerciale)
- Portale G. B., *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa e dir. privato*, 2004
- Posner R. A., *Some uses and abuses of economics in law*, in *Univ. of Chicago Law*

Rev., 1979

Postiglione G., *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci di s.r.l.: dubbi interpretativi e limiti applicativi*, in *Riv. soc.*, 2007

Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, 2006

Pozza L., *Le risorse immateriali. Profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, Milano, 1999

Preite D., *L'“abuso” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992

Presti G., Rescigno M., *Corso di diritto commerciale*, II, 2005, Bologna

Prosperetti L. et al., *Economia e diritto Antitrust*, Napoli, 2006

Provasoli A., *Valori di mercato e valori contabili. La sfida dell'impairment test*, in *Riv. dott. comm.*, 2003

Proverbio D., *Brevi note in tema di OPA a cascata*, in *Società*, 1999

Quatraro B., *La fusione delle società*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, fiscali e penali*, a cura di Ambrosini S., Torino, 2005

Ramajoli M., *Attività amministrativa e disciplina antitrust*, Milano, 1998

Ramajoli M., *La tutela degli utenti nei servizi pubblici a carattere imprenditoriale*, in *Dir. amm.*, 2000

Ramondelli G., *In tema di nullità della società: l'art. 2505 c.c. ed i requisiti di validità dell'atto costitutivo (In particolare: la forma dell'atto costitutivo e deposito dei tre decimi)*, in *Temì Romana*, 1982

Ravaccia M., *Definizione di azienda e utilizzabilità del valore venale definito per l'imposta di registro anche ai fini dell'IRPEF* (nota a Comm. Prov. Milano, sent. 2

marzo 1999, n. 86), in *Riv. giur. trib.*, 2000

Riccio A., *Nella fusione di società si ha, dunque, continuità dei rapporti giuridici anche processuali*, in *Contr. Impr.*, 2005

Ricolfi M., *Antitrust*, in *Tratt. dir. comm.*, a cura di Cottino G., vol. II, Padova, 2001

Rinaldi R., *Il nuovo regolamento della Commissione Europea sugli accordi verticali*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, Milano, 1999

Riordan M., *Competitive Effects of Vertical Integration*, paper presentato alla conferenza “*Advances of the Economics of Competition Law*”, Lear, Roma, 2005

Rivolta M., *La disciplina della cessione dei crediti d’impresa*. in *Riv. dir. civ.*, 1991, II

Rizza Bajardo G. C., *La normativa comunitaria sul controllo delle concentrazioni tra imprese alla luce delle disposizioni di attuazione del regolamento n. 4064/89 e dei recenti documenti interpretativi della commissione*, in *Riv. Dir. Impresa*, 1991

Roberti M., *La disciplina delle concentrazioni tra imprese, Il diritto privato dell’Unione europea*, Torino, 2000

Rodorf R., *Sollecitazione all’investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001

Romagnoli G., *Diritti dell’investitore e dell’obbligazionista nell’opa obbligatoria*, Padova, 2005

Romagnoli G., *Le norme su Opa e Ops nel regolamento CONSOB sugli emittenti*, in *Società*, 1998

Romano M., *L’impairment test dell’avviamento nella prospettiva del “full good will method”*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 6, 2007

Romano M., *La valutazione di aziende o di rami d’azienda nell’amministrazione*

straordinaria delle grandi imprese insolventi, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 2001

Ross S., *Post-Chicago analysis after Kodak*, in *ABA (Antitrust)*, fall/winter, 1992

Rossi F., *Control of concentrations: the wake of the EEC regulation and the debate in Italy*, *Fordham Corporation, L. Inst.*, 1988

Ruotolo A., *Studio CNN, I termini della fusione semplificata ex artt. 2505 e 2505-bis c.c. deliberata dall'organo amministrativo*, n. 174-2006

Ruta D., Turati C., *Organizzare il Knowledge Management*, Milano, 2002

Sacchi A., *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore: le relazioni ai sensi dell'art. 2501-bis, commi 4 e 5, c.c.*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2006

Saggese P., *Le novità relative alla participation exemption*”, in *Il fisco*, n. 4 del 28 gennaio 2008

Saja F., *L'autorità garante della concorrenza e del mercato: prime esperienze e prospettive di applicazione della legge*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1991, I

Salafia V., *Criterio di iscrizione del c.d. disavanzo di fusione nel bilancio di esercizio successivo alla fusione*, in *Le società*, 2001

Salafia V., *Il procedimento per il lancio di una opa*, ne *Le Società*, 1999, 4

Salafia V., *La fusione per incorporazione di società interamente o al 90% possedute*, in *Società*, 2006

Salafia V., *Revisione obbligatoria e responsabilità*, in *Soc.*, 2009

Salerno F., *Commento all'art. 2504 bis c.c.*, in *Aa.Vv., La riforma delle società*, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, 2003

Salinger M. A., *A Graphical Analysis of Bundling*, in *The Journal of Business*, 1995

Salmoni F., *Quando la concorrenza diventa il limite della libertà d'impresa. Riflessioni a partire da una sentenza della Corte costituzionale*, in *Foro it.*, 2000, I

Salvadeo S., Tedeschi G., *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*, Milano, 2010

Salvato L., *Le operazioni di fusione e di scissione*, Milano, 2005

Salvioli G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 2005

Sangiovanni V., *Finanziamenti dei soci di s.r.l. e fallimento della società*, in *Fall.*, 2007

Sangiovanni V., *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *Giur. mer.*, 2008

Sangiovanni V., *La responsabilità extracontrattuale della società di revisione nel caso Parmalat*, in *Corriere giur.*, 2009

Santagata R., *La fusione (semplificata) di società non azionarie*, in *Il Nuovo Diritto delle Società* collana diretta da Abbadessa P., Portale G. B., 2004

Santagata R., *Lineamenti generali dell'istituto della fusione: natura giuridica e procedimento*, in *Fusioni e scissioni di società. Profili civili e fiscali*, Milano, 1993

Santi A., *La valutazione delle partecipazioni in società non quotate nelle imposte sui trasferimenti, tra capacità contributiva e certezza del diritto-Nota a sentenza*, in *Rivista di diritto tributario*, 2004, n. 6

Santosuosso D. U., *La Riforma del diritto societario*, Milano, 2003

Sartori V., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004

Scardulla F., *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Tratt. dir. civ. e comm.* fondato da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni, vol. XXX, Milano, 1989

Schiavano M. L., *Commentario breve al diritto della concorrenza*, in Ubertazzi L.

- C., (a cura di), Padova, 2004
- Schinaia M. E., *Il controllo giurisdizionale sulle autorità amministrative indipendenti*, in *Foro amm. CDS*, 2003
- Schinaia M. E., *Le sanzioni amministrative: la giurisprudenza del TAR del Lazio*, in Aa. V.V., *Antitrust: le sanzioni*, Milano, 1996
- Schmalensee, R., *Gaussian Demand and Commodity Bundling*, in *The Journal of Business*, 1984
- Schmidt J., *The New ECMR: “Significant impediment” or “significant improvement”?*, in *Common Market Law Review*, 2004
- Sciandone F., *Il regolamento comunitario sulle concentrazioni: le recenti modifiche e le comunicazioni interpretative della Commissione* in *Contratto e Impresa Europa*, 1998
- Sciarelli S., *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Padova 1995
- Sciaudone F., *Il regolamento comunitario sulle concentrazioni: le recenti modifiche e le comunicazioni interpretative della Commissione*, in *Contratto e impresa europea*, 1998
- Scipione L., *La nuova disciplina delle operazioni straordinarie*, Torino, 2006
- Scipione L., *La nuova disciplina dell'o.p.a. Europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005
- Scoca F. G., *Giudice amministrativo ed esigenze del mercato*, in *Dir. Amm.*, 2008
- Scoca F. G., Degni F., *Autorità amministrative indipendenti e sindacato giurisdizionale: il complesso rapporto tra esercizio del potere ed effettività della tutela*, in *Authorities*, a cura di Paganetto L., Roma, 2007

Scognamiglio G., *Responsabilità dell'organo di vigilanza bancaria e danno meramente patrimoniale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II

Scognamiglio G., *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003

Sepio G., *Imputazione del prezzo di acquisto dell'azienda e accollo di debiti aziendali tra fisiologia e patologia*, in *La fiscalità delle operazioni straordinarie d'impresa* a cura di Lupi R., Stevanato D., Milano, 2002

Serafini S., *La qualificazione dei rapporti di controllo ai fini dell'accertamento dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato*, in *Rivista Diritto Commerciale*, 2004

Serra A., *L'assemblea: procedimento*, in (diretto da G. E. Colombo, G. B. Portale) *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1994

Serra A., Spolidoro M. S., *Fusioni e scissioni di società*, Torino, 1994

Sfameni P., *La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2002, *ID.*, *La disciplina europea sull'opa: il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea approva all'unanimità il testo di compromesso*, in *Riv. soc.*, 2003; *ID.*, *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2004

Sharma D. S., HO J., *The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (1) & (2), 2002

Sherman A. J., Hart M., *Mergers & acquisitions from a to z*, New York, 2006

Sicca L., *Crisi aziendali e piani di risanamento. Aspetti pratici e prime idee per una sistemazione della materia*, in *Aa.Vv., Saggi di ragioneria e di economia aziendale. Scritti in onore di Domenico Amodeo*, Padova, 1986

Sicca L., *La gestione strategica dell'impresa*, Padova, 2001; Tesauro F., *Istituzioni di diritto tributario*, Torino, Vol. I e II, 2008

Simeon M., *La postergazione dei finanziamenti dei soci nella s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2007

Sinclair R., *Reflections on the European Commission's proposals to amend the jurisdictional test in the merger regulation: A ball of mirrors*, in *European Competition Law Review*, 2002

Siniscalco D., Bortolotti B., Vitalini S., *Le privatizzazioni difficili*, Bologna 1999

Soames T., Maudhuit S., *Changes in EU Merger Control: Part 1*, in *E. C. L. R.*, 2005

Sodi J., *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.* 1996

Spaventa L., *La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999

Speranzin M., *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006

Spolidoro M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in Rescigno M., Sciarrone Alibrandi A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004

Spolidoro M. S., *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione*, in *Società*, 2000

Spolidoro M. S., *Fusioni e Scissioni di società: commento al D. Lgs. 16 gennaio 1991, n. 22*, in *Quaderni di dir. comm.*, Milano, 1994; *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, in *Le Società*, 2000

Spolidoro M. S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Le Società*, 1995

- Spolidoro M. S., *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2008
- Stagno D'Alcontres F., in Niccolini G., Stagno d'Alcontres F. (a cura di), *Società di capitali. Commentario sub artt. 2346 e 2351 c.c.*, Napoli, 2004
- Stella F., *Il regolamento CE n. 1310/97 del Consiglio che modifica il Regolamento (CEE) n. 4064/89 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese: un primo commento*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1998
- Stella Richter M. Jr., *La collegialità del consiglio di amministrazione*, in Libonati (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995
- Stesuri A., *Le verifiche nel corso dei processi di acquisizione e l'interferenza sulla due diligence della riforma societaria fiscale*, in *Rev. Cont.*, 2004
- Stevanato D., *Scissioni: prime riflessioni sull'attribuzione alle società beneficiarie delle "posizioni" fiscali della società stessa*, in *il Fisco*, 1993, n. 10
- Stunton W. J., Varaldo Varaldo R., *Marketing*, Bologna, 2000
- Subiotto R., Snelders R., *Mergers and acquisitions*, in *Antitrust developments in Europe*, 2003, Kluwer Law International, 2005
- Szyszczak E., *Golden Shares and Market Governance*, in *Leg. Issues of Econ. Integr.* 29(3), 2002
- Talenti A., *Comunicazione delle concentrazioni*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994
- Talenti A., *Conclusione dell'istruttoria sulle concentrazioni*, *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994
- Talenti A., *Sanzioni amministrative pecuniarie per inottemperanza al divieto di concentrazione o all'obbligo di notifica*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994

- Taliento M., *Il valore dell'impresa nella prospettiva dell'acquirente. Profili strategici, economici e contabili delle aggregazioni aziendali*, Torino, 2005
- Taliento M., *La stima del valore delle "sinergie" nelle acquisizioni di aziende in esercizio*, in *Note metodologiche e rilievi economico-contabili*, Quaderni Monografici Ricerca n. 23, Roma, 2004
- Tamburini M., *Art. 2504 bis*, in *Commentario Maffei Alberti*, vol. IV, Padova, 2005
- Tamburini M., *Commento all'art. 2503*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2007
- Tantini G., *Operazioni sul capitale e operazioni sulle azioni nella fusione per incorporazione*, in *Giur. comm.*, 1984, II
- Tantini G., *Problemi in tema di fusione*, in AA.VV., *Fusione, trasformazione e scioglimento di società*, Milano, 1987
- Tardella E., Maggiore M., *State action defence e poteri di intervento dell'AGCM nei mercati a regolamentazione diffusa: ordinamento comunitario e nazionale a confronto dopo la sentenza Cif*, in *Concorrenza e mercato*, 2004, n. 12
- Tavassi M., *Il regolamento CE n. 1/2003: verso una devoluzione di competenze in materia di concorrenza dalla Commissione Europea alle autorità garanti ed ai giudici nazionali* in *Rivista del commercio e degli scambi internazionali*, 2004
- Tavassi M., Scuffi M., *Diritto processuale antitrust italiano*, 1998
- Teitgen Colly C., *Le instances de regulation et la Constitution*, in *Revue de droit public*, 1990, 1
- Temple Lang J., *Oligopolies and joint Dominance in Community Atitrust Law*, in *(Fordham Corporate Law Conference, New York, 2001)*, in *Corp. L. Inst.*, 2002
- Tersillia S., *La due diligence per l'acquisizione di un pacchetto azionario di*

- controllo di una società non quotata in borsa: obblighi di informazione e responsabilità dei soggetti coinvolti*, in *Dir. comm. internaz.*, 2002
- Tesaurò G., *Aspetti fiscali della trasformazione eterogenea*, in *Trib. Impresa*, 2005, n. 2
- Tesaurò G., *Esiste un ruolo paragiurisdizionale dell'Antitrust nella promozione della concorrenza?*, in Kostoris Padoa Schioppa F., (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, Milano, 2002
- Thompson A., Strickland A. J., *Il problema della valutazione della strategia*, in *Economia e Management*, 12, 1990
- Thompson J. D., *Organizzazione aziendale*, Milano, 1988
- Tiburzi P., *Le nuove trasformazioni, fusioni, scissioni*, Milano, 2005
- Tino E. A., *Fusione: evento modificativo o estintivo? Brevi riflessioni a seguito della riforma*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006
- Tirritò L., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Cassottana M., Nuzzo A., *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, Torino, 2006
- Tjong J. S., *Dragon Capital Group Corp Mergers and Acquisitions*, in *Building 2*, Shanghai, 2009
- Todino M., *La riforma del controllo delle concentrazioni*, in *Contratto e impresa europa*, n. 2, 2004
- Toffoletto A., *Controllo*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994
- Toffoletto A., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994
- Tombari U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni, (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002

- Tonetti A., *La dimensione autoritativa del diritto amministrativo europeo: i poteri ispettivi in materia di tutela della concorrenza*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2005
- Tosato G. L., Bellodi L., *Il nuovo diritto europeo della concorrenza*, Milano, 2004
- Travi A., *Giudice amministrativo e Autorità indipendenti: il caso del sindacato sugli atti dell'Autorità antitrust*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2002
- Triola R., *La prelazione legale*, Milano, 2003
- Tucci A., *Condizioni dell'opa obbligatoria e acquisizione del controllo mediante patto di sindacato*, in *Società*, 1999
- Tuenbull S., Holmes S., *Remedies in merger cases recent developments*, in *European Competition Law Review*, 2002
- Ubertazzi B., *La capacità delle persone fisiche nel diritto internazionale privato*, Padova, 2007
- Ubertazzi T. U., *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Padova, 2008
- Vecchio G., *La società di revisione è negligente? Risponde dei danni subiti dagli investitori*, in *Corr. mer.*, 2009
- Venit J. S., *Brave new world: the modernization and decentralization of enforcement under articles 81 and 82 of the EC treaty*, in *Common Market Law Review* 40, 2003
- Ventoruzzo M., *La Tredicesima direttiva dell'Unione Europea in materia di offerte pubbliche d'acquisto verso l'approvazione*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 678 ss; *ID.*, *Respinta dal Parlamento Europeo la Tredicesima direttiva sull'opa*, in *Riv. soc.*, 2001
- Verde G., *Autorità amministrative indipendenti e tutela giurisdizionale*, in *Dir. proc. amm.*, 1998
- Vesperini G., *Le funzioni delle autorità amministrative indipendenti*, in *Dir. banc.*

- merc. fin.*, 1990
- Vicari A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004
- Vicari A., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto di società di capitali*, Milano, 2007
- Villanacci G., *L'opzione*, in AA. VV., *I contratti in generale*, III, *Conclusioni, Opzione-Prelazione, Contratto Preliminare*, Torino, 2000
- Villata R., *Autorizzazioni amministrative e iniziativa economica privata*, Milano, 1974
- Visentini B., *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, in *Dir.e prat. comm.*, 1942
- Vitale M., *Sviluppo e spirito d'impresa*, Roma, 2001
- Vittone L., *Introduzione e soppressione di clausole di prelazione negli statuti di società di capitali: rassegna critica di giurisprudenza* in *Giur. comm.*, 2000, I
- Völcker S., *Mind the Gap: Unilateral Effects Analysis Arrives in EC Merger Control*, in *ECLR*, 2004
- Wang N., *Measuring Transaction Costs: An Incomplete Survey*, *Ronald Coase Institute*, in *Working Paper*, n. 2, 2003
- Weigmann R., *Art. 106. Opa totalitaria*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario* diretto da Campobasso G., II, Torino, 2002
- Williamson O. E., *The economic institutions of capitalism :firms, markets, relational contracting*, Free Press, New York, 1987
- Zabban F., *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, in *Fondazione italiana per il notariato*, Milano 2007
- Zambon S., *La comunicazione degli intangibles e dell'intellectual capital: un*

modello di analisi, in *Quaderni AIAF*, n. 106/2002

Zampaglione L., *Sulla forma delle decisioni dei soci di società di persone aventi ad oggetto la fusione/scissione tra società di persone e società di capitali*, in *Studi e Materiali*, 2007

Zanda G., *Il valore dell'impresa nella prospettiva dell'acquirente. Profili strategici, economici e contabili delle aggregazioni aziendali*, Torino, 2005

Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, Milano, 2000

Zeno Zencovich V., *Diritto europeo dei contratti (verso la distinzione tra "contratti commerciali" e "contratti dei consumatori")*, in *Giur. it.*, 1993

GIURISPRUDENZA

Trib. Milano, *Massime in tema di omologazione*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 195

Orientamento Trib. Milano, in *Società*, 2000, p. 387

Corte Cost., n. 439/91, in *Giur. cost.*, 1991, p. 3679 ss

Commissione, *Warner lambert/Gillette*, in *G.U.C.E.*, n. L 116/21 del 1983

Corte di giustizia, 17 novembre 1987, C-142/84, *BAT e Reynolds v. Commissione*, in *Racc.*, 1987, p. 4487

Cass., 10 ottobre 1955, n. 2959, in *Dir. fall.*, 1956, II, p. 106

Trib. Busto Arsizio 24 gennaio 1968, in *Dir. Fall.*, 1968, II, p. 617 ss

Trib. Milano, 13. aprile 1970, in *Riv. notar.*, 1970

Trib. Milano, 24 settembre 1970, in *Giur. it.*, 1971, I, 2, p. 431

Trib. Milano 24 settembre 1970, in *Giur. it.*, 1971, I, 2, p. 431 ss

Trib. Milano, 18 ottobre 1970, in *Giur. di merito*, 1972

Corte di giustizia, 21 febbraio 1973, C-6/72, *Continental Can v. Commissione*, in *Racc.*, 1973, p. 215

App. Milano, 2 aprile 1973, in *Riv. notar.*, 1973, p. 963

App. Milano, 29 maggio 1973, in *Giur. it.*, 1973, I, 2, p. 1198

Cass., 26 giugno 1973, n. 1829, in *Foro it.*, 1973, I, 1, p. 1412

Cass., 26 marzo 1977, n. 2692, in *Giust. civ. mass.*, 1997

Trib. Roma, 13 settembre 1977, in *Giur. comm.*, 1978, II, p. 100; Trib. Cassino, 27 settembre 1990, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1991, II, p. 235

Cass., 25 ottobre 1977, n. 4565, in *Giur. comm.*, 1978, II, p. 352

Corte di Giustizia, sentenza 14 febbraio 1978, *United Brands*, in *Racc.*, 1978, p. 207 ss

Cass. 12 marzo 1981, n. 1407, in *Rivista del notariato* 1981, p. 706

Cass., 25 maggio 1983, n. 3625, in *Riv. it. dir. lav.*, 1984, II, p. 471 ss, con nota di Fabris P., *Patto di opzione, patto di non concorrenza, contratto di lavoro*

Cass. 19 agosto 1983 n. 5410, in *Giur. comm.*, 1985, II, p. 336-344, commento di Gattai B., *Conflitto d'interessi e azione di responsabilità*

Cass., 21 novembre 1983, n. 6937, in *Giur. Comm.*, 1985, II, p. 27

Trib. Milano, 18 luglio 1984, in *Giur. comm.*, 1985, I, p. 653, con nota di Calandra B., *Amministrazione bipersonale, metodo collegiale e clausola di prevalenza del voto del presidente*

Cass., 14 febbraio 1986, n. 873, in *Giust. civ.*, 1986, I, p. 1672 e ss., con nota di Lipari M., *L'oggetto dell'opzione di vendita e la determinazione del prezzo rinviata*

ad un successivo accordo tra le parti

Trib. Milano, 21 aprile 1986, in *Soc.*, 1986, p. 869

Cass. 20 giugno 1986., n. 4106, in *Giur. comm.*, 1987, II, p. 225

Cass. 11 ottobre 1986, n. 5950, in *Giust. civ. mass.*, 1986

Cass., 11 ottobre 1986, n. 5950, in *Giur. it.*, 1987, I, 1, c. 1626 ss

Cass. marzo 1987, n. 2381, in *Mass. Foro it.*, 1987

Trib. Milano, 6 giugno 1988, in *Giur. it.*, 1989, I, 2, c. 22 ss.

Trib. Genova, 3 novembre 1988, in *Soc.*, 1989, p. 481

Trib. Cassino, 23 dicembre 1988, in *Foro it.*, 1989, I, c. 2960

Trib. Napoli, 20 febbraio 1989, in *Foro it.*, *Rep.* 1992, voce *Società*, n. 598

Trib. Napoli, 17 luglio 1989, *ivi*, 1990, p. 356 ss

Trib. Napoli 17 luglio 1989, in *Le Società*, 1990, p. 356 ss

Trib. Napoli, 5 dicembre 1989, in *Soc.*, 1990, p. 939

Trib. Napoli 5 dicembre 1989, in *Le Società*, 1990, p. 939 ss. con commento di Santagata R.

Cass. 24 gennaio 1990, n. 420, in *Società*, 1990, p. 750-754, commento di Carnevali U., *Limiti alla impugnazione delle delibere consiliari; ID.*, in *Foro It.*, 1990, I, 2, c. 1551-1554

App. Venezia, 20 luglio 1990, in *Soc.*, 1990, p. 1641

App. Venezia, 20 luglio 1990, in *Soc.*, 1990, p. 1641

Trib. Milano 3 settembre 1990, in *Giur. it.*, 1991, IV, p. 517

Trib. Cassino, 21 novembre 1990, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1991, II, p. 235

Trib. Cassino, 21 giugno 1991, in *Società*, 1992, p. 82

Trib. Napoli 22 ottobre 1992, in *Riv. Not.* 1993, p. 464

Cass., 14 dicembre 1992, n. 1823, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1993, I, p. 13 ss

Trib. Roma 29 gennaio 1993, in *Riv. notar.*, 1993, II, 678

Trib. Udine 26 marzo 1993, *Obbligatorietà del deposito del progetto di fusione*, in *Vita Not.* 1992, 5-6, p. 1265

App. Milano 4 maggio 1993, in *Le Società* n. 9, 1993, p. 1229, con commento di Salafia V., *Incompatibilità tra stato di scioglimento e operazioni di fusione*

Cass., 15 luglio 1993, n. 7859, in *Foro it.*, 1994, I, p. 406

Trib. Napoli, 14 ottobre 1993, in *Soc.*, 1994, p. 251

Cass., 27 gennaio 1994, n. 833, in *Riv. notariato*, 1994, p. 861

Trib. Alba, 9 maggio 1994, in *Riv. notariato*, 1995, II, 1561

Trib. Alba, 9 maggio 1994, in *Società*, 1995, p. 398

Trib. Napoli 3 giugno 1994, in *Foro nap.* 1995, p. 154 ss

Trib. Milano, 17 giugno 1994, in *Riv. dir. ind.*, 1995, II, p. 190

Trib. Udine, 1 luglio 1994, in *Dir. fall.*, 1995, II, p. 703

Cass., 22 luglio 1994, n. 6828, in *Giur. it.*, 1995, p. 1034

Trib. Milano 30 settembre 1994, in *Riv. not.*, 1995, p. 1115

Cass., 13 dicembre 1994, n. 10649, in *Mass. Giur. it.*, p. 1994

Trib. Asti, 4 gennaio 1995, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, p. 921

Trib. Trieste 3 febbraio 1995, *Coincidenza dei soci dell'incorporata e della incorporante, ed applicabilità della procedura semplificata ex art. 2504-quinquies c.c.*, in *Riv. Not.*, 1996, 1-2, p. 292, con nota di Fimmanò F., *Fusione, rapporto di cambio ed art. 2504-quinquies*, in *Foro it.*, 1996, I, c. 2927

Trib. Bologna, 14 febbraio 1995, in *Soc.*, 1995, p. 1230

Trib. Trieste 14 febbraio 1995, *Coincidenza dei soci dell'incorporante e della*

incorporata, e applicabilità dell'art. 2504-quinquies c.c., in *Società*, 1995, p. 1190, con nota di Ianniello C., *Procedimento di fusione e applicazione analogica dell'art. 2504-quinquies*

Trib. Bologna 14 febbraio 1995, in *Le Società*, 1995, p. 1230

Trib. Udine, 21 marzo 1995, in *Soc.*, 1995, p. 1088

Cass., 21 marzo 1995, n. 3241, in *Mass. Giust. civ.*, 1995, p. 650

Trib. Verona, 24 marzo 1995, in *Soc* 1995, p. 968

App. Torino, 18 maggio 1995, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, p. 922; Trib. Napoli, 25 ottobre 1995, in *Dir. e giur.*, 1996, p. 686

Trib. Napoli, 5 dicembre 1995, in *Soc.*, 1996, p. 578

Trib. Napoli, 20 dicembre 1995, in *Riv. notariato*, 1997, p. 210

Tar Sicilia, Sez. Catania, 7 febbraio 1996, n. 122, in *Foro amm.*, 1996, p. 3062

Trib. Napoli 14 febbraio 1996, in *Le Società*, 1996 p. 823 e Trib. Napoli 23 ottobre 1996, in *Le Società*, 1997 p. 86

Cass., 10 aprile 1996, n. 3313, in *Rivista del notariato*, 1996, p. 1447

App. Napoli, 18 aprile 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, p. 318

Trib. Napoli, 21 giugno 1996, in *Società*, 1997, p. 71

Cass. Civ., Sez. I, 3 luglio 1996, n. 6079, in *Giur. it.*, 1997, I, 1, p. 451; *Id.*, 1 febbraio 1999, n. 827, in *Foro it.*, 1999, I, p. 831

Trib. Alessandria, 14 agosto 1996, in *Giur. di merito*, 1996, I, p. 856

Cass., 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 520

Trib. Roma, 1 ottobre 1996, in *Foro padano*, 1997, I, c. 127

Cass. 9 gennaio 1997, n. 99, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1998, I, p. 17 ss., con nota di Avolio E., *Inadempimento al patto di prelazione e responsabilità del terzo*

acquirente

Cass., 23 gennaio 1997, n. 697, in *Soc.*, 1997, p. 647

Cass., Sez. Unite., 1 luglio 1997, n. 5895, in *Vita not.*, 1998, p. 908 ss.

Trib. Udine 18 agosto 1997-Trib. Udine 20 agosto 1997, *Applicabilità analogica del procedimento semplificato di fusione*, in *Società*, 1998, p. 82, con note di Montesano A., Inanniello C.

App. Bologna 11 novembre 1997, in *Giur. It.* 1998, p. 961

Trib. Roma 18 marzo 1998, in *Società*, 1998, p. 1185

Trib. Reggio Emilia, 18 agosto 1998, in *Soc.*, 1999, p. 204

Cass., 10 novembre 1998, n. 11296, in *Giust. civ.*, 1999, p. 1717

Cass., 26 novembre 1998, n. 12012, in *Rivista del notariato*, 1999, p. 755

Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Soc.*, 2000, p. 75

Cass. 22 luglio 1999 n. 500 in *Foro it.*, 1999, I, p. 2487

Cass., 4 febbraio 2000, n. 5503, in *Soc.*, 2000, p. 713

Tar Lombardia, Milano, Sez. III, 22 febbraio 2000, n. 2126, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2000, p. 203

Trib. Monza 14 marzo 2000, in *Giur. Milanese*, 2000, p. 336

Cass., 14 aprile 2000 n. 4858, in *Giustizia Civile Massimario*, 2000

Trib. Udine, 6 ottobre 2000, in *Soc.*, 2001, p. 200

Cass., 22 novembre 2000, n. 15093, in *Rep. Foro it.*, 2000, voce *Redditi (imposte)*, n. 858

Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Foro it.*, 2001, I, p. 1932 ss

Trib. Genova 21 dicembre 2000, in *Foro it.*, 2001, I, p. 1933 ss

Cass., 12 giugno 2001, n. 7879, in *Rivista del notariato*, 2002, p. 232

Cass. 25 febbraio 2002, n. 2716, in *Impresa*, 2002, p. 682

Cass. 25 febbraio 2002, n. 2716, in *Impresa*, 2002, p. 682 ed in dottrina si veda Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 72, *Imputazione del disavanzo "da concambio" nella fusione e nella scissione (art. 2504-bis, comma 4, c.c.)*, reperibile sul sito internet www.scuolanotariatodellalombardia.org

Cons. Stato 18 giugno 2002, n. 5156, in *Foro it.*, 2003, III, p. 3 ss

Trib. Catania 20 novembre 2002 in *Vita Notar.*, 2003, p. 926

Cass., 4 marzo 2003, n. 3166, in *Mass. Giust. civ.*, 2003, f. 3

Trib. Catania 5 maggio 2003, in *Società*, 2004, p. 69

Cons. Stato, 13 maggio 2003, n. 4142 in *Giur. It.*, 2004, p. 2112; Trib. Milano, 21 maggio 2007 n. 6212, in *Società*, 2, 2008

Cass., 11 giugno 2003, n. 9355, in *Impresa*, 2003

Trib. Milano, 8 settembre 2003, in *Giur. comm.*, 2005, II, 198 ss

Cass. 1 dicembre 2003, n. 18321 in *Foro it.*, 2004, I, c. 1464 ss

Consiglio di Stato, sez. VI, 2 marzo 2004, n. 926 in *Foro it.*, 2005, III, 6

Cass., 9 settembre 2004, n. 18176, in *Giur. it.*, 2005, p. 318

Cass., 25 novembre 2004, n. 22236, in *Giur. it.*, 2005, p. 1183

Cass. 22 marzo 2005, n. 6193, in *Società*, 2006, p. 473-476, commento di Spaltro G., *Legittimazione del socio ad intervenire nel giudizio di impugnazione di delibera assembleare*

Cass., 6 maggio 2005, n. 9432, in *Rep. Foro it.*, 2005, voce *Società*, n. 1156

Trib. Mantova, 9 giugno 2005, in *Giur. it.*, 2005, p. 2308

Cass., 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Soc.*, 2006, p. 459

Cass., 23 giugno 2006, n. 14526, in *Mass. Foro it.*, 2006, p. 1844

Cass., 23 giugno 2006, n. 14526, in *Mass.*, 2006, p. 1844

Cass., 25 giugno 2006, n. 14143, in *Mass. Foro it.*, 2006, p. 128

Trib. Torino, 20 luglio 2006, in www.giurisprudenza.piemonte.it

Corte d'Appello di Trento Sez. II, 6 dicembre 2006, n. 422 in *I contratti*, 2006, 8-9, p. 758

Cass., 23 gennaio 2007, n. 1476, in *Mass.*, 2007, p. 103

Consiglio di Stato, Sez. VI, 8 febbraio 2007, n. 515, in *Giur. amm.*, 2007, I, p. 186

Cass., 16 febbraio 2007, n. 3695, in *Mass. Giur. it.*, 2007, 708

Tar Lazio-Roma, Sez. III *ter*, 17 luglio 2007, n. 6500, sul sito *internet* www.leggiditalia.it

Cass. 18 luglio 2007 n. 15963, in *Foro Italiano*, 2009, I, p. 2197

Cass., 28 settembre 2007, n. 20423, in *Mass. Foro it.*, 2007, p. 1854

Cass., 19 ottobre 2007, in *Mass. Giur. it.*, 2007, p. 228

Cass., 29 ottobre 2007, n. 22658, in *Mass Foro*, 2007, p. 1665

Cass., 28 dicembre 2007, n. 27183, in *Mass. Foro it.*, 2007, p. 2044

Trib. Milano, ord., 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 11, p. 1375

Cass. 16 aprile 2008 n. 9950 in <http://www.quagliarella.com/tef29.html>

Tribunale di Milano 27 novembre 2008, in *Foro it.*, 2009, I, p. 2545 ss

T-Mobile / Orange:

CASE STUDY



Merger



Il Caso T-Mobile Orange

Premessa

A seguito dell'annuncio del settembre 2009, l'11 Gennaio 2010 la Commissione Europea ha ricevuto la notifica del progetto di concentrazione da parte delle imprese France Telecom e Deutsche Telekom. Operanti nel settore delle telecomunicazioni, la Venture avrebbe portato alla nascita della più grande compagnia telefonica della Gran Bretagna: un colosso da 30 milioni di abbonati con una quota del mercato pari al 38% e capace, con i suoi prospettati 9,4 miliardi di ricavi, di offuscare il ruolo di player indiscusso di O2 (la controllata della compagnia iberica Telefonica). Nei mesi antecedenti l'annuncio, si vociferava di una presunta offerta della compagnia spagnola per rilevare il marchio tedesco ritenuta eccessivamente esigua dal CEO Rene Obermann nonostante i 3,5 Miliardi di Sterline offerti.

Lo scopo principe della Joint Venture è un complessivo abbassamento dei costi, 4 Miliardi di Euro secondo le stime delle proponenti, ripartiti tra manutenzione della rete, corporazioni di funzioni, marketing e ulteriori spese amministrative. Inoltre l'accordo consentirebbe a T-Mobile di accrescere la quota di mercato settoriale che la vede al momento bloccata alla penultima posizione con un 15% e seguita solo da 3UK che detiene l'8%.

Benefici per i clienti, dunque, ma anche una serie di fondamentali promesse: estensione della copertura di rete, migliore qualità e servizi aggiuntivi che vadano a rafforzare la "customer satisfaction".

Anche il Financial Times è stato incuriosito da queste "nozze britanniche". In un interessante articolo pubblicato nella rubrica Lex, vengono elencati i pro (possibili sinergie) e i contro (possibile conflittualità tra soci, anche considerando il fatto che il Governo tedesco detiene una partecipazione del 32% in Deutsche Telekom, e il conseguente pericolo di "stallo" di una JV paritetica dell'operazione (definita dal FT "ad alto rischio") provando a ipotizzare l'impatto regolamentare (riduzione dei costi di terminazione) e la strategia che verrà perseguita dal gruppo.



SWOT ANALISYS



L'operazione

France Telecom è il maggior operatore francese di telecomunicazioni capace di offrire una vasta gamma di servizi rivolti ai più variegati segmenti della clientela: rete fissa per le Pubbliche Amministrazioni, servizi di trasmissione dati e apparecchiature per il settore Tlc, televisivo e di informazione.

Attraverso il marchio "Orange" della controllata Orange S.A. integra una molteplicità di servizi di comunicazione mobile in diversi paesi (Francia, Austria, Gran Bretagna, Lussemburgo, Polonia, Spagna, Romania e Slovacchia) tra cui il Regno Unito in cui opera seppur in maniera ridotta anche con servizi di banda larga su rete fissa. Orange è il terzo più grande operatore di rete mobile ('MNO') nel Regno Unito fornendo servizi a 16 milioni di abbonati.

Deutsche Telekom è l'operatore storico delle telecomunicazioni tedesco e il principale player del settore in Europa integrando attività di telecomunicazioni ai servizi di information technology cinquanta paesi in tutto il mondo. Telekom AG ha sede a Bonn in Germania ed ha azioni quotate sia a Francoforte che a Tokyo oltre che a New York e con una "golden share" statale che consente alla Repubblica Federale tedesca di continuare a detenere una quota di minoranza di DT del 14,8 per cento. Un ulteriore 16,9 per cento è detenuto tramite la banca di proprietà statale "KfW" (Reconstruction Credit Institute). DT si articola in tre brand a seconda della natura dei servizi offerti: T-Home per tutti i prodotti e servizi di casa, T-Mobile per prodotti e servizi mobili e T-Systems con soluzioni tecnologiche di comunicazione in tutto il mondo.

L'operazione proposta dalle parti consiste nella formazione di una joint venture tra T-Mobile e A seguito della "merger", FT e DT deterranno ciascuna il 50% del capitale sociale della New-Co trasferendo in essa l'attività di telefonia mobile e il know how in materia di Banda Larga. Di conseguenza, l'accordo a tutti gli effetti rientra nei canoni di una **full-function joint Venture**; ovvero la circostanza in cui due società fondono le attività "core" detenute in uno specifico settore e formano una company destinata a cavalcare la redditività di una particolare tecnologia o mercato al servizio delle azioniste ma costituiscono, di contro, una concentrazione meritevole di attenzione ai sensi del regolamento comunitario.

La dimensione comunitaria è confermata dal fatturato totale delle imprese interessate per il periodo in questione ^A; infatti, a livello mondiale per l'anno 2008, le imprese interessate hanno un fatturato totale superiore ai 5 Miliardi di Euro (FT 53. 480 milioni, DT 61. 700 milioni) e un fatturato totale realizzato singolarmente nella UE superiore ai 250 milioni di euro senza che ciascuna di tali imprese realizzi più di due terzi del proprio fatturato totale nell'UE all'interno di un unico o medesimo Stato membro.

^A La dimensione comunitaria di un'operazione di concentrazione è determinata in base a criteri legati alle soglie di fatturato delle imprese che partecipano all'operazione (c.d. imprese interessate). Una concentrazione acquisisce quindi "dimensione comunitaria": a) quando il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall'insieme delle imprese interessate è superiore a 5 miliardi di euro; b) quando il fatturato totale realizzato singolarmente nella UE da almeno due delle imprese interessate è superiore a 250 milioni di euro, a meno che ciascuna di tali imprese realizzi più di due terzi del proprio fatturato totale nell'UE all'interno di un unico e medesimo Stato membro. Tuttavia, anche nel caso in cui le soglie di cui ai punti a) e b) non siano raggiunte, un'operazione di concentrazione può assumere dimensione comunitaria se

- il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall'insieme delle imprese interessate è superiore a 2,5 miliardi di euro;
- in ciascuno di almeno tre Stati membri, il fatturato totale realizzato da tutte le imprese interessate è superiore a 100 milioni di euro;
- in ciascuno di almeno tre Stati membri, il fatturato totale realizzato singolarmente da almeno due delle imprese interessate è superiore a 25 milioni di euro;
- il fatturato totale realizzato singolarmente nella UE da almeno due delle imprese interessate è superiore a 100 milioni di euro, a meno che ciascuna delle imprese di cui sopra realizzi più di due terzi del proprio fatturato totale nella UE all'interno di un unico e medesimo Stato membro.

Il criterio del fatturato, sebbene rappresenti uno strumento empiricamente plausibile, al fine di poter classificare la portata di un'operazione, non è l'unico criterio applicabile. Un suo omologo è rappresentato dal "3+", ossia un criterio che prevede l'insorgere di una competenza esclusiva della Commissione qualora una richiesta di rinvio venga effettuata da tutti gli Stati membri o da almeno tre di questi.

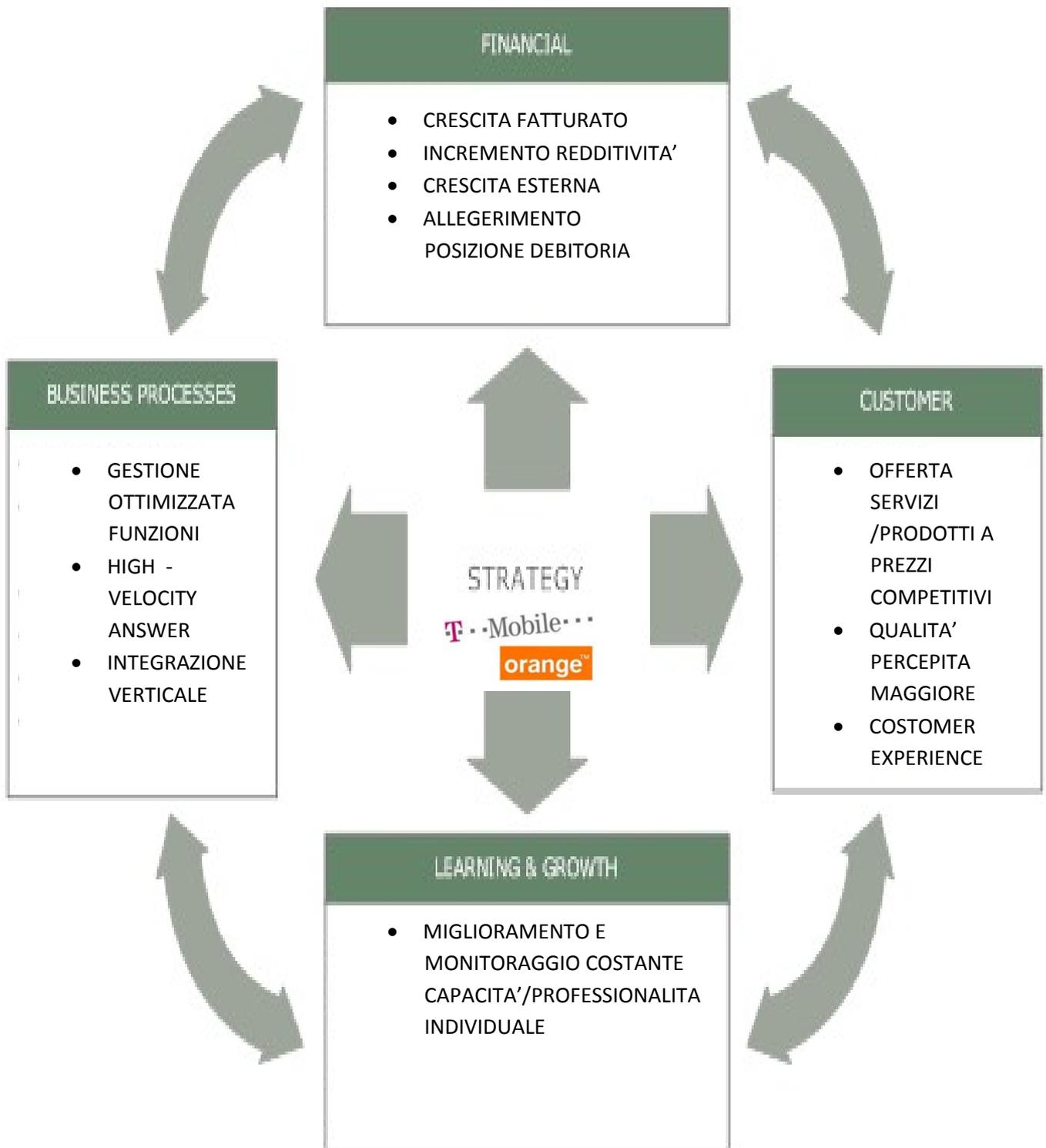
Case study; T-Mobile /Orange merger

In termini di Governance la costituenda si avvarrà di un consiglio di amministrazione equamente suddiviso tra le società madri (3 membri per FT e altrettanti per DT), un presidente in carica per due anni scelto a rotazione tra gli amministratori delle stesse società e i principi della maggioranza semplice per le decisioni ordinarie del consiglio e dell'unanimità in seno all'alta amministrazione e l'approvazione dei piani strategici.

Le due società hanno l'intenzione di tenere separati i rispettivi marchi per i primi 18 mesi di attività della JV.

THE MERGER BALANCED SCORE CARD

B



^B La Balanced scorecard venne sviluppato da Robert Kaplan e David Norton in un articolo del 1992 ("The Balanced Scorecard - Measures that Drive Performance", Harvard Business Review), in cui gli autori proposero un approccio olistico alla misurazione delle performance aziendali che permettesse il superamento dei limiti della contabilità economico-finanziaria tradizionale.

Negli anni successivi (Kaplan e Norton, "The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action", Harvard Business Review, 1996) l'enfasi si spostò dalla misurazione alla gestione strategica, mentre la metodologia si arricchì con l'integrazione nei processi manageriali, l'allineamento strategico e la comunicazione. È possibile denominare questa fase come il passaggio dal Balanced Scorecard inteso come scheda di misurazione al Balanced Scorecard inteso come processo di management strategico.

Uno sguardo al mercato pre-fusione

L'annuncio della concentrazione venne proclamato nel settembre 2009 a cavallo di un biennio (2008/2009) profondamente significativo per il settore delle TLC Europeo, attraversato dall'uragano della crisi congiunturale nel pieno della sua continua evoluzione.

L'Europa è il leader mondiale dei servizi di telefonia mobile, con un numero di abbonamenti pari al 119% della popolazione dell'UE nel 2008 (7 punti percentuali in più rispetto al 2007), ben al di sopra degli Stati Uniti (87%) e del Giappone (84%). I principali beneficiari della competitività del settore sono gli utenti, che pagano meno per un servizio di migliore qualità.

Nel 2008 la bolletta di telefonia mobile è scesa in media da 21,48 EUR a 19,49 EUR, il 75% degli utenti europei dispone di un collegamento Internet da 2 megabit o più al secondo (velocità che consente, ad esempio, di ricevere la TV su Internet).

“L'Europa è il continente delle comunicazioni mobili, con una diffusione crescente dei telefoni cellulari e dei servizi mobili a banda larga. Nonostante la crisi economica mondiale, gli europei comunicano più che mai tramite cellulare e Internet.

È una buona notizia per un settore che può aiutare l'Europa a sfidare la recessione”, ha dichiarato la commissaria UE alle telecomunicazioni Viviane Reding.

“Ma non possiamo dormire sugli allori. Dobbiamo consolidare l'indipendenza delle autorità di regolamentazione. Occorre anche una concorrenza più leale tra operatori fissi e mobili, per realizzare una maggiore convergenza tra telefonia fissa e mobile. Infine, dobbiamo evitare che venga aggirata la normativa UE, con conseguenze deleterie per il mercato unico. Sono particolarmente preoccupata dal fatto che molte autorità di regolamentazione nazionali procedono ognuna per conto proprio nel campo delle reti Internet ad alta velocità. La strada della concorrenza leale e degli investimenti in queste reti non passa per 27 soluzioni diverse, che giovano per lo più ai giganti nazionali, ma si costruisce con mercati aperti, certezza giuridica e pari opportunità per tutti gli investitori e gli operatori”.

La crescita del settore Telecom dell'UE nel 2008 è stimata all'1,3%, superiore quindi alla crescita del PIL reale nell'insieme dell'economia, che è stata solo dell'1%. Questa crescita continua ad attenuare l'inflazione, grazie ai prezzi tuttora in ribasso per la maggior parte delle comunicazioni standard (come chiamate telefoniche e navigazione in rete).

Nel 2008 il mercato della telefonia mobile è rimasto il segmento più dinamico delle telecomunicazioni nell'UE. L'uso del cellulare è aumentato dal 112% della popolazione nel 2007 al 119% nel 2008, con percentuali superiori al 140% in Italia, Lituania e Lussemburgo. La quota media di mercato dei principali operatori è scesa del 3% circa nello scorso anno, il che denota un mercato più competitivo. Di conseguenza, oggi si passa più tempo a parlare e a mandare sms spendendo all'incirca il 34,5% in meno rispetto al 2004.

Il numero di collegamenti Internet fissi a banda larga nell'UE continua ad aumentare: 14 milioni in più nel 2008, oltre 114 milioni in totale. Danimarca e Paesi Bassi detengono il primato mondiale della banda larga, con un tasso di penetrazione superiore al 35% della popolazione. Questi paesi, al pari di Svezia, Finlandia, Regno Unito, Lussemburgo, Belgio, Germania e Francia, superano gli Stati Uniti, che nel luglio 2008 raggiungevano solo il 25%.

Anche la banda larga mobile è in pieno decollo, con un numero di collegamenti attualmente pari al 13% della popolazione dell'UE. La banda larga mobile accessibile mediante scheda con memoria o chiave sta diventando una valida alternativa alla banda larga fissa in paesi come l'Austria (numero di collegamenti pari all'11,4% della popolazione), la Finlandia (9,1%) e il Portogallo (8,3%).

Nel 2009, in un contesto di forte deterioramento del quadro macroeconomico, il settore delle telecomunicazioni ha registrato, su scala mondiale, un moderato tasso di crescita (+1,7% sul 2008), mentre, a livello europeo, per la prima volta nel decennio, i ricavi complessivi sono diminuiti, seppure in misura contenuta (-0,8%).

I consumi di servizi voce e internet su rete fissa e i servizi di comunicazione mobile e personale mostrano, pertanto, un comportamento in una certa misura anti-ciclico rispetto all'andamento del reddito.

Cionondimeno, il settore è attraversato da profonde trasformazioni nella composizione dei consumi e nelle modalità di fornitura dei servizi agli utenti finali. Il processo di sostituzione fisso-mobile e la diffusione dei servizi dati continuano ad incidere sull'andamento delle entrate dell'industria delle telecomunicazioni.

Nell'ambito della telefonia fissa, il 2009 è il primo anno in cui la riduzione del fatturato registrata dai servizi tradizionali (-13,3 miliardi di euro) non ha trovato piena compensazione nella crescita dei ricavi derivanti dai servizi dati e internet (+9,6 miliardi di euro); questi ultimi sono destinati, nei prossimi anni, a superare quelli generati dal comparto voce: infatti, negli ultimi anni, i tassi di crescita dei servizi internet sono stati sostenuti (e superiori anche al comparto mobile nel 2008 e 2009) seppure in progressiva riduzione, a fronte della continua contrazione degli introiti complessivi dei servizi tradizionali.

Sul versante del settore mobile, rilevante è il rallentamento della crescita: dopo avere registrato tassi di crescita a due cifre fino al 2007 e l'8% nel 2008, l'ultimo anno ha segnato un tasso del 3,9%, sostenuto dall'impulso ricevuto dalla diffusione dei servizi dati in mobilità.

Il settore delle telecomunicazioni in Europa, dunque, è caratterizzato, da un lato, da una continua e progressiva contrazione dei mercati della telefonia fissa e da un deciso rallentamento del segmento mobile e, dall'altro lato, dalla crescita del settore dati, fruiti sia da rete fissa che da rete mobile.

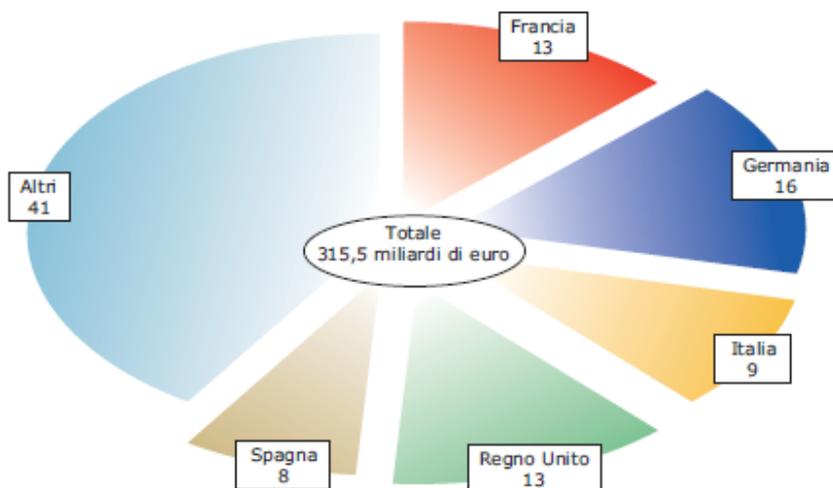
I fenomeni descritti contraddistinguono, seppure in diversa misura, sia i Paesi dell'Unione europea che il resto del continente.

Disaggregando, invece, i dati per Paese, si osserva una distribuzione disomogenea dei ricavi. In particolare, circa i 2/3 del fatturato continentale nel 2009) viene ricavato dall'unione di 5 paesi, ossia Germania (16%), Francia (13%), Regno Unito (13%), Italia (9%) e Spagna (8%). I Paesi in esame hanno un peso significativo anche in termini di customer base, concentrando circa il 44% dell'utenza.

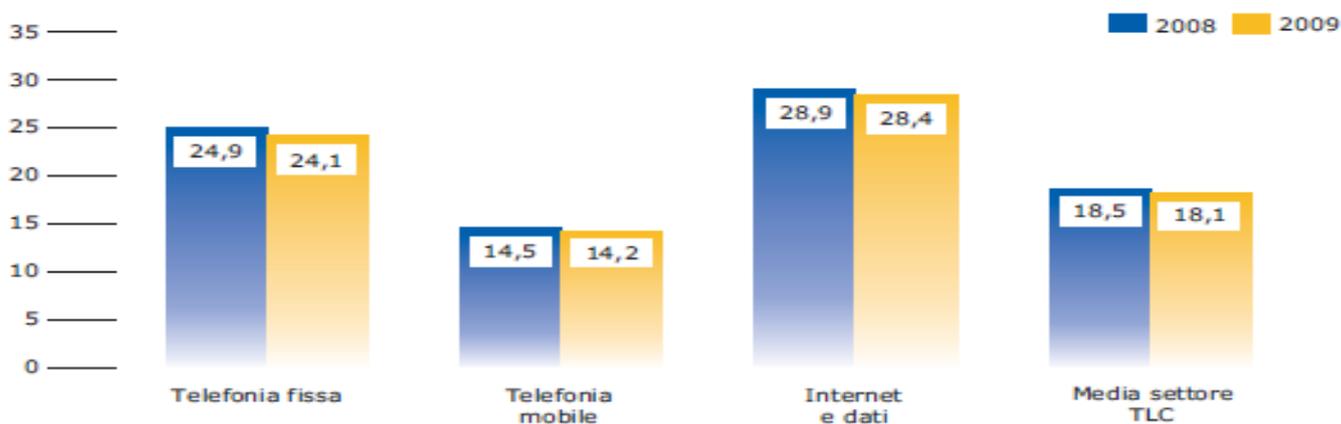
Più in generale, i 27 Paesi dell'Unione europea producono oltre l'80% del fatturato continentale e raccolgono circa il 65% degli utenti.

Nel periodo pre-concentrazione il mercato britannico, con 5 operatori attivi, è sicuramente uno dei più concorrenziali d'Europa e molti player, alla ricerca di metodologie per l'abbattimento dei costi, hanno focalizzato l'attenzione su strumenti per condividere infrastrutture tecniche(T Mobile-3UK e Vodafone/02).

• Servizi Tlc in Europa- ricavi per paese (2009 in % dati Idate)



• I servizi Tlc in Europa (ARPU^C mensile 2008-2009)



Deutsche Telekom, primo gruppo TLC europeo, ha investito parecchio sul mercato mobile d'oltremarica e con l'opportunità di una venture con T-Mobile (anche se in un primo tempo si erano rincorsi i rumors circa una possibile vendita della divisione) potrà approfittare dei frutti di una progettata ristrutturazione.

^C L'acronimo **ARPU** sta per "Average Revenue Per Unit" (ricavi medi per unità). Viene usato generalmente tra gli operatori della telefonia, e per estensione, nell'intero ambito delle ICT - per indicare i ricavi medi ottenuti mensilmente per ciascun utente. L'ARPU è ritenuto un valore molto importante, in particolare, nel campo della telefonia mobile. Questo mercato è stato caratterizzato, nei primi anni, da una forte espansione, basata sull'acquisizione di nuovi clienti. Ma, una volta arrivato a saturazione, gli operatori hanno cominciato a cercare sempre nuove strade per sostenere la crescita, ed in particolare quella della massimizzazione dei ricavi sulla base esistente di clienti. La quota maggioritaria dell'ARPU è stata finora costituita dal traffico voce, l'applicazione per eccellenza della telefonia. Ma tale quota è diminuita costantemente, a causa della concorrenza, e pertanto gli operatori del settore vedono nei dati, la cui importanza rispetto al traffico voce cresce costantemente, la prospettiva per tornare a vedere l'ARPU nuovamente in crescita.

La divisione britannica rappresenta tra l'altro una vera e propria "cash cow" per Deutsche Telekom, che ha segnato un miglioramento dei conti, con un utile netto di 959 milioni di euro, in crescita del 7% sullo stesso periodo 2008, un fatturato in aumento del 5,2% a 16,26 miliardi e un risultato operativo in crescita a 5,4 miliardi.

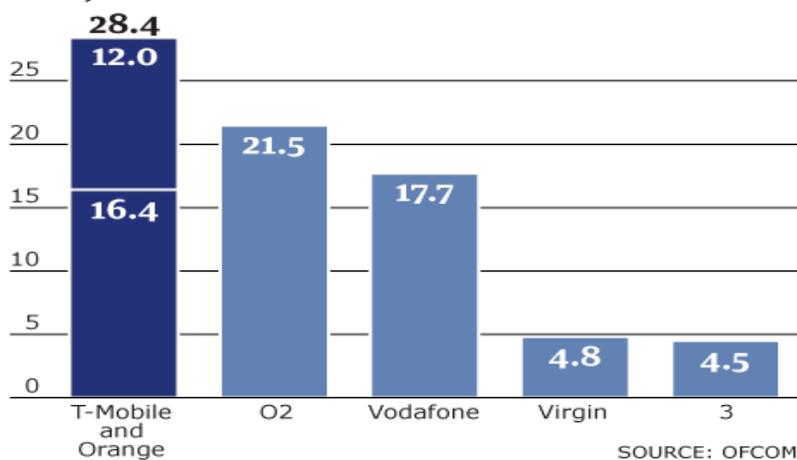
Crisi congiunturale e fluttuazioni eccessive dei cambi hanno indotto la casa madre di T/mobile a svalutare le attività britanniche per 1,8 miliardi di euro. L'ultimo trimestre si è chiuso con un calo dei profitti del 30% rispetto allo scorso anno, a 447 milioni di euro e nell'ultimo anno ha perso l'1,2% dei clienti che ora sono circa 16,5 milioni.

Dall'accordo si trarranno vantaggi sostanziali per entrambi i gruppi: France Telecom non appesantirà la propria esposizione debitoria (34,7 miliardi di euro il debito al 30 giugno) e potrà ottenere nuovi introiti per perseguire lo sviluppo delle attività nei Paesi emergenti, priorità dell'Ad Didier Lombard.

France Telecom ha chiuso il trimestre da luglio a settembre con un Ebit di 4,56 miliardi di euro, in calo dell'8% rispetto allo scorso anno, e un fatturato di 12,69 miliardi, il 6,4% in meno rispetto allo stesso periodo del 2008. Dalla fusione e dall'integrazione delle attività di T-Mobile e Orange, i due giganti europei contano di ottenere sinergie per circa 4 miliardi di euro. Il direttore finanziario di Deutsche Telekom, Timotheus Hottges ha sottolineato che l'accordo con Orange darà a T-Mobile "un avvenire chiaro e solido nel secondo mercato mobile europeo per dimensione, e senza dubbio uno dei più ostici e competitivi", mentre Gervais Pellissier, responsabile di Group Finance & Information Systems di France Telecom ha definito l'accordo una "intesa perfetta" che "ci aiuterà a conseguire sinergie operative e a offrire servizi innovativi e di alta qualità".

Total UK mobile subscribers

2008, million





La richiesta dell'OFT

L'Office of Fair Trading (OFT) è un dipartimento governativo no-profit nato con la legge Fair Trading del 1973 a tutela dei consumatori e della concorrenza, in qualità di regolatore economico del Regno Unito. Obiettivo è quello di rendere funzionanti i mercati a favore dei consumatori assicurando concorrenza tra le imprese ed evitare pratiche collusive.^D

Il 3 febbraio 2010, l'OFT ha richiesto, sulla base dell'articolo 9.1 del regolamento comunitario sulle concentrazioni, un rinvio parziale del caso alla Commissione Europea in relazione alle parti attinenti alla comunicazione mobile^E affermando che l'operazione proposta minacciasse in maniera significativa la concorrenza britannica del settore;” **Our initial view, following consultation, is that the Joint venture threatens to affect competition in mobile Tlc in the UK”.**

La legittimazione ad analizzare il caso, quindi, passa attraverso la dimostrazione che l'operazione notificata rischia di incidere in modo significativo sullo status concorrenziale inglese, che presenta tutte le caratteristiche di un mercato distinto (art.9- 2 del regolamento).

Le parti, di contro, hanno sollevato seri dubbi sulle condizioni che autorizzano il potere discrezionale della Commissione di rinvio del caso; negando un coinvolgimento eccessivamente dinamico nella stabilità concorrenziale dei mercati del Regno Unito e adducendo sia ai potenziali danni cagionati da un possibile ritardo dell'operazione sia alle competenze esaustive dell'organo europeo in tema di telecomunicazioni.

L'OFT ottenuto il benestare dell'Oftcom, ha ritenuto in conclusione insufficienti i motivi di per dubitare della legittimità sottolineando il suo impegno costante nella fase precedente la notifica e ribadendo le possibili implicazioni sul mercato nazionale.

^D Con l'Enterprise act del 2002 si è cercato di unificare le varie proposte di riforma della disciplina concorrenziale britannica attribuendo, in tema di concentrazioni, competenze a due autorità principali; L'OFT e la Competition Commission. La prima è coinvolta nella prima fase della valutazione mentre la seconda è impegnata in un esame successivo approfondito. Fondamentali risultano le definizioni di “concentrazione rilevante” e “sostanziale diminuzione della concorrenza”. La prima situazione si verifica allorché due o più imprese cessano di essere entità distinte e viene soddisfatto il parametro del fatturato o delle quote di mercato possedute. Le imprese non hanno l'obbligo di segnalare l'operazione all'OFT; anche se vi è una forma di “moral suasion” di fatto vincolante per avere indicazioni sulla probabilità di successo della stessa. Con riguardo alle concentrazioni già completate, in seguito alla propria inchiesta, l'OFT ha l'obbligo di rinviare alla Commissione qualora ritenga che una situazione di concentrazione rilevante attia o potenzialmente idonea ad una sostanziale riduzione della concorrenza in uno o più mercati per beni o servizi nel Regno Unito. L'office of Fair trading non può operare il rinvio fin quando è in essere una valutazione di consentire la concentrazione in seguito ad impegni formali concordati con le imprese coinvolte, oppure nel caso di inchieste effettuate prima del completamento dell'operazione, motivando con l'insufficiente stato di avanzamento o con la scarsa probabilità di una positiva conclusione delle trattative.

^E Art.9.1 regolamento 139/2004 La Commissione può, mediante decisione che essa notifica senza indugio alle imprese interessate e che porta a conoscenza delle autorità competenti degli altri Stati membri, rinviare alle autorità competenti dello Stato membro interessato un caso di concentrazione notificata, alle seguenti condizioni.

Entro 15 giorni lavorativi a decorrere dalla data di ricezione della copia della notifica uno Stato membro, di sua iniziativa o su invito della Commissione, può comunicare alla Commissione, che a sua volta ne informa le imprese interessate, che una concentrazione.

a) rischia di incidere in misura significativa sulla concorrenza in un mercato all'interno del suddetto Stato membro che presenta tutte le caratteristiche di un mercato distinto;

b) incide sulla concorrenza in un mercato all'interno del suddetto Stato membro che presenta tutte le caratteristiche di un mercato distinto e non costituisce una parte sostanziale del mercato comune.

L'autorità garante ha sostenuto il criterio della sussidiarietà richiesto dalla Commissione quale principio base per la richiesta di rinvio, impegnandosi nei criteri guida per una corretta valutazione e sottolineando come la propria legittimità derivi dalla territorialità degli effetti del progetto di concentrazione potenzialmente attinenti i consumatori del Regno Unito.

In un'analisi preliminare l'OFT ha rilevato due profili di pericolo; la prima preoccupazione era inerente la capacità del player minore Hutchison 3G (3UK) di continuare a competere nel mercato UK delle comunicazioni mobili. L'operatore 3UK aveva tra l'altro già concluso un accordo di condivisione delle infrastrutture della rete di accesso radio(RAN^F) con T-Mobile.

L'accordo ha una notevole rilevanza strategica per entrambe le società volta alla costruzione di una rete completa 3G con copertura nazionale e significativi risparmi di costi.

L'autorità era quindi preoccupata che una fusione potesse compromettere la capacità di sopravvivenza di 3UK e congiuntamente creare una nuova realtà che avrebbe detenuto un monopolio assoluto sulle frequenze 1800 MHz (84%) e sarebbe stata l'unica in grado di lanciare una rete LTE (Long Term Evolution) ostacolando in maniera significativa l'effettiva concorrenza nella banda larga mobile con l'applicazione di prezzi più elevati per i consumatori.

L'organismo britannico ha quindi concluso che oltre alle ripercussioni sul competitor 3UK, che perderebbe a seguito della merger gli effetti derivanti dall'accordo di condivisione stipulato nel 2007 con T-Mobile sull'accesso alla rete radio RAN; la costituenda franco-tedesca deterrà l'84% dello spettro 1800 MHz a disposizione, una piattaforma particolarmente adatta allo sviluppo della prossima generazione di telefonia mobile (4G) attraverso la tecnologia di rete Long Term Evolution^G.

A completamento dell'analisi, l'OFT ha sottolineato come la possibilità di una Jv porterebbe altresì alla nascita di un operatore con la capacità di detenere la più ampia base di clienti (più del 40% rispetto ai competitor) e il timore che le sinergie derivanti dall'operazione potrebbero essere utilizzate per cospicui investimenti in infrastrutture piuttosto che per ridurre il peso del costo dei servizi per i clienti.

La difesa delle parti si è invece incentrata nel sostenere che il mercato della telefonia mobile del Regno Unito rimane uno dei più competitivi anche a seguito della Joint Venture; che ridurrebbe il numero di MNO^H a quattro (T-MOBILE/ORANGE, VODAFONE, O2 H3G) ma comunque restando in linea con gli altri mercati occidentali; oltre che dimostrare la non diretta concorrenza tra i due operatori attraverso una serie di dati sulle percentuali di "switch customer" (ovvero clienti che cambiano da un operatore all'altro) ed escludendo possibili comportamenti aggressivi o devianti

^F La "Ran" è la parte di rete che consente ai dispositivi mobili di operare; i quali agendo da ricetrasmittenti convertono i segnali vocali e i dati in onde radio attraverso una serie di stazioni, siti di supporto (SSC), combinatori e collegamenti di trasmissione.

^G Nelle telecomunicazioni l'**LTE**, acronimo di **Long Term Evolution**, o anche **4G**, è la più recente evoluzione degli standard di telefonia mobile cellulare GSM/UMTS, CDMA2000 e TD-SCDMA, pronta ad essere lanciata sul mercato. In realtà nasce come nuova generazione per i sistemi di accesso mobile a banda larga (Broadband Wireless Access) e, dal punto di vista teorico, si colloca in una posizione intermedia fra gli attuali standard 3G come l'UMTS e quelli di quarta generazione pura (4G) ancora in fase di sviluppo. La standardizzazione dell'LTE è stata completata dal 3GPP all'inizio del 2008. L'obiettivo dell'LTE è quello di promuovere l'uso della banda larga in mobilità, sfruttando l'esperienza e gli investimenti effettuati per le reti 3G ed anticipando i tempi rispetto alla disponibilità degli standard di quarta generazione 4G il cui obiettivo è quello di raggiungere velocità di connessione wireless anche superiori ad 1 Gb/s.

^H MNO è l'acronimo di "mobile network operator" mentre per MVNO si intende "mobile virtual network operator" ovvero un **operatore virtuale di rete mobile**. Una società che fornisce servizi di telefonia mobile senza possedere alcuna licenza per lo spettro radio né necessariamente avere tutte le infrastrutture necessarie per fornire tali servizi e che utilizza una parte dell'infrastruttura di un operatore mobile (in inglese *Mobile Network Operator*, in sigla MNO). È un Operatore mobile senza "frequenze" che affitta la capacità di rete dal MNO (*Mobile Network Operator*). Essenzialmente acquistano la capacità all'ingrosso e la rivendono al dettaglio, nasce per utilizzare la capacità di rete sia voce che dati (GPRS / UMTS) inutilizzata da parte di gestori tradizionali, agli occhi degli utilizzatori finali è un'azienda che, sembra essere un operatore mobile, ma senza averne l'infrastruttura fisica, e rete di accesso radio. Può invece possedere alcune parti come le Centrali di commutazione (MSC), sistemi di tariffazione (Billing), i registri degli utenti (HLR)

(cd. Impresa maverick) e supportando la tesi con un reale decremento delle quote di mercato e le non perfette condizioni finanziarie dei due gruppi .

In conclusione si può dunque affermare che con l'indagine dell'OFT seguita alla richiesta di rinvio si è posto particolarmente l'accento sulle possibili conseguenze nel mercato inglese ed in particolare sull'incertezza della futura sopravvivenza dell'operatore 3UK. L'ingresso del gruppo asiatico avvenuto nel 2003 è coinciso, ad autorevole parere del garante, con una contrazione dei margini dell'Ebitda di settore e di conseguenza un aumento della competitività del mercato attribuendo un ruolo di primo ordine al gruppo cinese Hutchison Whampoa.

La Commissione Europea in un incontro con le parti avvenuto il 29 gennaio 2010, sulla base delle conclusioni formulate dall'OFT, aveva ampiamente manifestato le sue preoccupazioni sugli effetti plausibili dalla concentrazione; destinata all'acquisizione, ai sensi dell'articolo 3 (1) (b) del regolamento comunitario sulle concentrazioni, del controllo congiunto di una società di nuova costituzione che si configura come una "attraverso la fusione delle loro filiali Orange UK . In data 18 Febbraio, a seguito di un'attenta analisi del mercato, la Commissione ha presentato dei rimedi strutturali alle parti, la cui accettazione favorirebbe il placet sulla concentrazione proposta.

Nella definizione del mercato rilevante del prodotto, la Commissione Europea ha deciso per la sussistenza di un unico mercato per la fornitura di servizi di telefonia mobile, dove gli operatori utilizzano due binari di rete (2G o 3G) e la pre-embrionale LTE.

Questo tipo di approccio passa per il riconoscimento di una possibile segmentazione tra privati e aziende considerate “heavy user”, ma anche per la consapevolezza che in fondo il servizio è lo stesso. In termini di evoluzione tecnologica si riconosce l'importanza che riveste il progetto LTE soprattutto grazie al correlato fenomeno degli “smartphone”, oltre che i progressi registrati con il passaggio al 3G.

La Commissione ha ritenuto ai fini della decisione, la sussistenza di un mercato unico per i servizi di comunicazione mobile indifferentemente distribuite su rete 2G o 3G.

La procedura per l'identificazione del mercato geografico in base alle tecnologie e i servizi offerti ha posto un'importante riflessione sul ruolo dei cosiddetti MNO ovvero Mobile Network Operator e i MVNO meglio conosciuti come operatori mobili “ senza frequenze”, sprovvisti cioè di licenze d'uso per lo spettro o delle infrastrutture necessarie per l'erogazione dei servizi. Si avvalgono quindi delle piattaforme dei MNO rappresentando il lato della domanda soddisfatta proprio dalla domanda degli MNO.

La Commissione arriva ad identificare un ambito geografico nazionale per il mercato “all'ingrosso” di servizi di accesso alla rete e di raccolta chiamate. L'elemento ostativo è da rilevare nelle limitazioni territoriali incorporate alle licenze nel Regno Unito.

Altro spunto di valutazione è stato il servizio del roaming internazionale là dove la domanda è rappresentata da un operatore mobile estero e a “valle” da parte degli abbonati che desiderano utilizzare il proprio cellulare anche in altri paesi. Anche in questo caso l'analisi ha concluso una nazionalità nell'identificazione del mercato adducendo alla territorialità delle licenze anche degli operatori esteri; criterio utilizzato come analogo motivazione in seno al servizio di terminazione di chiamate che permette agli utenti di differenti reti di comunicare l'uno con l'altro.

La Commissione ha rilevato la sussistenza di problematiche attinenti il mercato dei servizi di comunicazione mobile; il futuro incerto del contratto di condivisione della rete e la concentrazione dello spettro a 1800MHz in relazione alla sviluppo futuro delle reti LTE nel Regno Unito.

Dall'analisi di questo settore si riscontra l'esistenza di cinque operatori tra cui, oltre le protagoniste franco tedesche, Vodafone, O2 e 3UK che fornisce i servizi 2G attraverso Orange. A completare il quadro vi è una presenza di ulteriori 25 MVNO.

Nel Regno Unito la copertura di rete 2G copre il 99% della popolazione contro il 92% della 3G.

Sulla base dei dati forniti dall'OFTCOM e dalle imprese interessate si evidenzia un aumento sia in termini di abbonamenti che di ricavi in una forbice variabile dal 20 al 30 punti percentuali come effetto diretto post fusione. Il consolidamento e il ritorno a 4 operatori (come in Italia, Spagna e Germania) potrebbero contribuire a ridurre la pressione competitiva portando la newco ad avere una quota di mercato del 37% davanti a O2 (25%) e Vodafone (27%). La disamina prosegue con un'analisi degli effetti derivanti dall'introduzione di nuove tecnologie e il sempre crescente numero di MVNO nel quadriennio 2004/2008 per poi soffermarsi sull'effettivo grado di concorrenza diretta tra le parti attraverso lo strumento dell'indice di commutazione e dei relativi dati che dimostrano come ci sia la giustificazione della quota di mercato a motivare il crescente numero di passaggi da T-Mobile ad Orange; attenuante non rivendicabile nel caso opposto.

Vengono smontate anche tutte le possibili conseguenze per gli operatori MVNO: su tutte il timore di un eccessivo innalzamento del potere contrattuale della nascente società e la fisiologica emarginazione di questi particolari player.

La Commissione arriva ad una prima conclusione affermando che l'operazione proposta non solleva particolari preoccupazioni sull'impatto competitivo verso il mercato; ma rimangono da sciogliere i nodi della concentrazione sullo spettro delle frequenze 1800 MHz e dalla futura sopravvivenza di 3UK.

Proprio l'operatore asiatico aveva concluso nel 2007 due accordi strategici proprio con le protagoniste della concentrazione. Il primo con T-Mobile per la ripartizione della rete RAN 3G e successivamente con Orange per l'utilizzo della piattaforma 2G.

Il grande timore di una possibile risoluzione nel post concentrazione di questi accordi ha suscitato seri dubbi sulla capacità di sopravvivenza di 3UK e sulla inevitabile uscita dal mercato per l'operatore.

L'organo comunitario, riconoscendo la fondatezza delle eccezioni sollevate, ha posto l'accento in particolare sull'importanza della Venture di condivisione RAN e le possibili problematiche anticoncorrenziali derivanti dal non rispetto della stessa; ma ha ricordato il valore legale e le conseguenti responsabilità contrattuali in caso di inadempimento delle obbligazioni pattuite.

Le parti hanno riconosciuto l'impossibilità di una risoluzione unilaterale degli impegni sostenuta da una adeguata analisi dei costi /benefici della scelta, mentre proprio 3UK ha spiegato che la natura di queste previsioni non deriva da una possibilità di un volontario non rispetto delle prestazioni ma piuttosto del fisiologico disincentivo a continuare ad investire in queste reti; tesi accolta dalla Commissione che sostiene come possibile effetto della merger la volontà della casa tedesca di veicolare la propria attenzione sul processo di integrazione con Orange replicando con essa le economie di costo appresi dall'accordo con 3UK e portando inevitabilmente all'esclusione di quest'ultimo. Ancora spiega l'organo legislativo europeo che tale risultato può essere raggiunto non solo attraverso un comportamento risolutorio ma anche agendo sulla qualità del servizio stesso compromettendone il livello di funzionamento.

La possibile concentrazione sullo spettro dei 1800 MHz e le relative complicazioni di sviluppo di una rete LTE sono le cause dell'ulteriore diffidenza nell'operazione; soprattutto perché la nuova rete 4G diviene strumento imprescindibile per continuare a competere nel mercato.

Il primo Marzo 2010 la Commissione ha autorizzato la concentrazione tra le due imprese subordinandola al rispetto di rimedi imposti¹. La revisione dell'accordo prevede, infatti, un nuovo impegno con 3 UK per consentirne l'accesso al mercato e la cessione di un quarto dello spettro delle frequenze del nuovo colosso della telefonia mobile. "Sono contento che siamo riusciti a risolvere velocemente i problemi di concorrenza legati a questo caso, in stretta collaborazione con lo stato membro interessato", ha dichiarato il commissario europeo alla concorrenza Joaquin Almunia.

La Commissione vieta raramente "tout court" le fusioni. Al 31 Maggio 2011 delle 4676 notifiche presentate all'organo europeo solo 211 sono state inibite. Il regolamento sulle concentrazioni prevede infatti la possibilità di dichiarare la concentrazione compatibile con il mercato comune a seguito impegni presi dalle parti proponenti. Tali modifiche sono note con il termine di rimedi che hanno l'obiettivo di ripristinare una concorrenza effettiva altrimenti distorta dalla concentrazione.

Il 22 Ottobre del 2008, la Commissione ha reso nota una comunicazione attinente proprio la disciplina delle misure correttive (in sostituzione di quella precedente del 2001) orientata sulle recenti sentenze delle Corti Europee e dello studio del 2005 sui rimedi delle fusioni, con un'analisi dettagliata di tutti i rimedi adottati e le relative condizioni di applicazione. Fondamentale per la completezza analitica della questione il fatto che l'adottabilità di questi strumenti è prevista in due

fasi di valutazione ai sensi del combinato disposto degli articoli 6(2) e 8(2) del regolamento EUMR.

Nella fase 1 i rimedi devono essere tali da eliminare tutti i “seri dubbi” della compatibilità dell’operazione proposta con il mercato comune; con criteri di intervento immediato che prescindono da una approfondita analisi della questione^J.

La convenienza ad accettare i rimedi è situata nell’evitare un passaggio alla c.d. “fase due” caratterizzata da un interesse primario delle proponenti volto a tutelare il buon fine delle operazioni e da un’indagine maggiormente restrittiva della Commissione. Alternativamente possono essere proposti i rimedi della fase successiva allorché gli impegni indicati primariamente risultano di difficile attuazione (Nestlé / Ralston).

Generalmente si tende a preferire i rimedi strutturali alle misure correttive comportamentali che impongono condizioni sul modo di agire nel mercato, anche se i maggiori risultati si otterrebbero da una valutazione basata invece sugli effetti; destinata a selezionare in modo appropriato e proporzionale in base all’effettivo pregiudizio arrecato alla concorrenza.

La ratio sottostante l’applicazione di un rimedio strutturale è sicuramente riscontrabile nell’immediatezza degli effetti di cambiamento nel mercato e l’assenza di costi eccessivi di monitoring connaturati all’utilizzo di direttive comportamentali. Gli impegni c.d. di “cessione” consistono in una dismissione di attività, tecnologie, diritti di proprietà e infrastrutture che consentano ad una potenziale nuova entità di competere in un’ottica di medio lungo termine.

L’altra categoria di rimedi ha una natura comportamentale. Invero esiste una terza categoria che si pone come ibrido tra le due classificazioni principali; si tratta dei rimedi comportamentali con effetti strutturali (es. accordi di licenza esclusiva).

I rimedi comportamentali si associano perfettamente alla risoluzione dei problemi inerenti l’accesso o la presenza di barriere all’ingresso in mercati emergenti o di piccola dimensione.

Tuttavia occorre ricordare in questa sede come in taluni casi il risultato ottimale è stato raggiunto attraverso il connubio perfetto delle due modalità di impegni (nel caso Lufthansa / Austrian Airlines si sono integrati obblighi di cessione di slot negli aeroporti attraverso un meccanismo di allocazione efficiente a rimedi comportamentali quali programmi di frequent flyer).

Per completezza analitica appare doveroso segnalare la tendenza a non sottovalutare l’efficacia di utilizzo dei rimedi comportamentali proclamata a gran voce dai tribunali dei singoli stati membri, attraverso il richiamo all’idoneità alla duttilità in presenza di effetti verticali insito in questa metodologia (per esempio attraverso l’impegno a facilitare l’ingresso di new comers per evitare ulteriori effetti di preclusione della concentrazione verticale) o ad evitare la nascita di cartelli.

In termini procedurali regna l’onere della prova a carico della Commissione sulla dimostrazione dell’efficacia di tali impegni sulla base delle dovute informazioni necessarie fornite dalle parti (sentenza EDP.) Il Regolamento 1033/08 (in modifica del 802/2004) impone la presentazione di un formulario contenente la proposta di impegni associata ad informazioni dettagliate sul contenuto e le modalità degli stessi; con il termine di venti giorni nella fase 1 dalla data di ricevimento della notifica e di sessantacinque dalla data di apertura del procedimento in fase 2.

La Commissione ai sensi del regolamento dovrebbe avere a disposizione strumenti adeguati per garantire il rispetto degli impegni; con la possibilità, tra l’altro, di apporre una clausola di revisione e di consentire in circostanze particolari modifiche e deleghe.

^J Esempio il caso Novartis/ Alcon con l’impegno di cessione di imprese per eliminare la sovrapposizione nei mercati in cui erano stati segnalati i problemi.

everything
everywhere™

Everything Everywhere LTD

La joint venture ha portato alla nascita l'11 Maggio 2010 del più grande operatore di comunicazione mobile del Regno Unito con circa 28 Milioni di clienti.

Il 3 settembre 2010 E.E. ha concluso un accordo con 3UK per la condivisione della rete 3G volto a ripercorrere le modalità della precedente venture con T-Mobile del 2007 in ossequio al dictatum imposto nei rimedi per l'approvazione della concentrazione. Nasce quindi Mobile Broadband Network Ltd capace a fine 2010 di servire già il 98% della popolazione britannica.

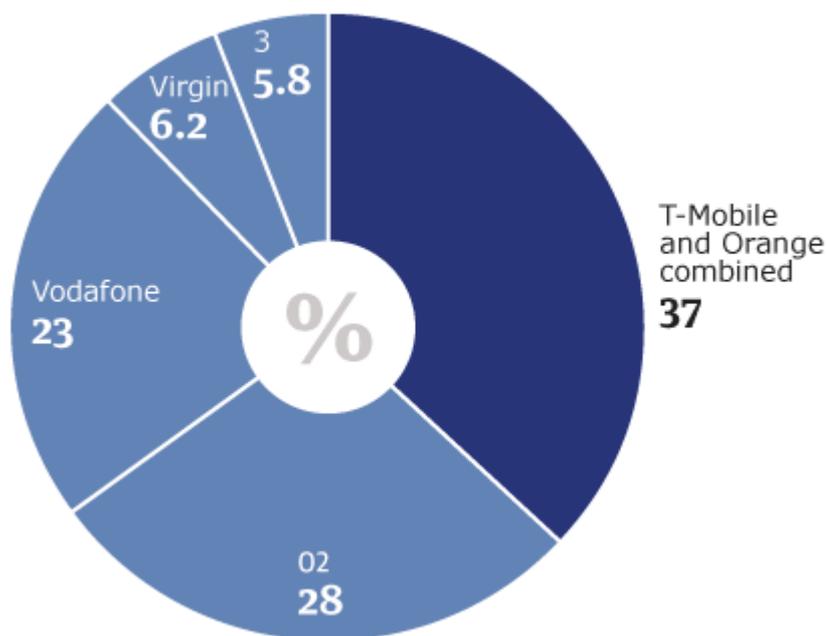
Al timone della nuova realtà societaria vi è stato un avvicendamento tra il dimissionario a.d. Tom Alexander e il subentrante Olaf Swantee (come stabilito a livello statutario all'atto della fusione).

In termini di crescita gli obiettivi da raggiungere entro l'estate 2011 sono l'implementazione di tecnologie quali la HD VOICE CALLING e i sistemi di pagamento Contactless attraverso una partnership con la Barclays Bank.

Il 30 Settembre 2010 la società franco-tedesca ha annunciato 1200 licenziamenti pari al 7.5% della sua forza lavoro.

UK mobile market shares

2008



SOURCE: OFCOM

BIBLIOGRAFIA DEGLI AUTORI

AA. VV., *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006, *La trasferibilità delle azioni*, a cura di L. Enriquez

AA.VV. Abbadessa P., Portale G. B. (diretto da) *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Milano, 2004

Aa.Vv., *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Milano, 2007

Abbamonte O., Rabassa V., *Foreclosure and vertical mergers*, in *European Competition Law Review*, vol. 22, n. 6, 2001

Abriani N., *Sub art. 2380-bis*, in Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, *Il nuovo diritto societario, Commentario*, Bologna, 2004

Accinini G. P., *Opa obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggio* *c.d. "manipolativo"*, in *Riv. Soc.*, 2006

Afferri, V. *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale*, in *Giur. comm.*, 2009, I

Aimi M. A., *Le delibere del consiglio di amministrazione*, Milano, 2000

Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Corso di Economia Aziendale*, Bologna, 2005

Alessi R., *La legge applicabile alle concentrazioni (risposta a Marino Bin)*, in *Contratto e Impr.*, 1992

Alessi R., Olivieri G., *La disciplina della concorrenza e del mercato*, Torino, 1991

Allena M., *Sull'applicabilità dei principi civilistici al diritto tributario*, in *Dir. prat.*

trib., 1999

Alpa G., *Nuovi profili della responsabilità delle società di revisione*, in *Econ. dir. terz.*, 2007

Alpa G., Saccomani A., *Procedure negoziali, due diligence e memorandum informativi*, in *I Contratti*, Milano, 2007, n. 3

Alunni Bravo A., Simone P., *United states of America vs. Microsoft corporation: le sentenze dell'antitrust e lo Sherman act*, in *Giust. civ.*, 2000, II

Amato G., *Antitrust and the Bounds of Power. The Dilemma of Liberal Democracy in the History of the Market*, Oxford, Hart Publishing, 1997

Amato G., *Il mercato nella Costituzione*, in *Quaderni costituzionali*, 1992

Amiconi C., *Enti pubblici e privatizzazione*, in *Foro amm.*, 1999

Andrade G., Stafford E., *Investigating the economic role of mergers*, in *Journal of Corporate Finance*, 10, 2004

Andrews P., *Full function joint ventures under E.C. and Irish merger rules*, in *Commercial law practitioner*, Vol. 10, 2003, n. 1

Angelici C., *La nullità della fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I

Angelici C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2 ed., Padova, 2006

Angelillis A., Mosca M. C., *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Comunità Europea*, in *Riv. soc.*, 2007

Angiola N., *Prezzo di acquisizione, effetto sinergico e valore di avviamento: rilievi economici e contabili*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 2, 1997

Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, 3 ed

Annunziata F., *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell'OPA obbligatoria*, in *Società*, 2004

Antonioli M., *Mercato e regolazione*, Milano, 2001

Antonucci A., *La disciplina comunitaria delle concentrazioni fra imprese: le recenti modifiche al regolamento n. 4064 del 1989*, in *Giur. Comm.*, 1998

Aprile F., *Tendenze recenti della giurisprudenza amministrativa in materia di antitrust*, in *Annali Genova* 2002

Ardizzone L., *Commento all'art. 2501-bis*, in *Trasformazione - Fusione - Scissione* (a cura di Bianchi), Milano, 2006

Armbruster C., *Diritto societario, in Europa regole più vicine*": pagina norme e tributi rubrica diritto e impresa, in *Il sole 24 ore*, 20 gennaio 2008

Armour J., Skeel D. A., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in *95 Georgetown L.J.* 1727, 2007

Arnaudo L., *L'efficienza nel nuovo controllo comunitario delle concentrazioni*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 1/2005

Arrow K., *Economic welfare and the allocation of resources to innovation*, in *TI Direction of Economic Activity*, Cambridge Mass, 1962

Ascarelli T., *Diritto di opzione e usufrutto di azioni*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952

Ascarelli T., *Personalità giuridica e problemi delle società*, in *Problemi Giuridici*, Milano, 1959, Tomo I

Ascarelli T., *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, 1961

Associazione Preite, *Il diritto delle società*, Bologna, 2004

Atlante N., *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, in *Fondazione italiana per il notariato*, Milano 2007

Auteri P., *I rapporti tra la normativa antitrust nazionale e quella comunitaria dopo la legge comunitaria 1994*, in *Contratto e impresa in Europa*, 1996

Avondola P., *Cessioni di quote sociali e divieto di concorrenza*, in *Contratti*, 2001

Baglieri E., *Edevelopment: sviluppare nuovi prodotti alla velocità della rete*, in *Economia & Management*, n. 3, 2000

Baldassarre A., *Iniziativa economica privata*, in *Enc. dir.*, Vol. XXI, Milano, 1971

Balp S. G., *Sulla qualificazione dei finanziamenti dei soci ex art. 2467 c.c. e sull'ambito di applicazione della norma*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II

Baralis G., *Influenze della legislazione tributaria sulla legislazione civile. Anche modifiche "indotte" alla legislazione civile*, in *Studio n. 4129*, 16 dicembre 2002 in Consiglio Nazionale del Notariato, *Studi e materiali*, 2003

Barcellona E., *Clausole di put e call a prezzo predefinito*, Milano, 2004

Barcellona E., Costi R., Grande Stevens F., *Società in accomandita per azioni*, in *Commentario al codice civile Scialoja Branca*, a cura di Galgano F., *Foro Italiano*, Bologna, Roma, 2005

Barcellona P., *Programmazione e soggetto privato, Aspetti privatistici della programmazione economica*, Milano, 1971

Bariatti S., Perfetti L., *Prime osservazioni sulle previsioni del "Libro Bianco in materia di azioni per il risarcimento del danno per violazione delle norme antitrust" della Commissione e del Codice del Consumo quanto alle relazioni tra procedimenti antitrust e giurisdizione*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2008

- Barone A., Calò E., *Poteri del Governo in materia di operazioni di concentrazione, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993
- Barretta A., *La misurazione dei risultati gestionali d'impresa, di processo e d'attività*, Padova, 1999
- Barth S., *Knowledge-Age Mergers: Finding the Perfect fit*, in *Knowledge Management Magazine*, maggio 1999
- Beccatini G., Dei Ottati G., *L'economia italiana negli anni Novanta: un confronto tra aree di grande impresa e distretti industriali*, in *Economia e politica industriale*, 33, 2006
- Becklay B. A., *Sharing Meaning Across Occupational communities: The Transformation of Understanding on a Production Floor*, in *Organization science*, vol. 14, n° 3, 2003
- Beltrami P., *Accoglimento dell'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a fusione già eseguita*, in *Giur. comm.*, 2005, II
- Beltrami P., *La responsabilità per danni da fusione*, Torino, 2008. V
- Benedettelli M., *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.* 2007, I
- Benedettelli M.V., *Sul rapporto fra diritto comunitario e diritto italiano della concorrenza (riflessioni in margine al disegno di legge n. 3755 ed al regolamento comunitario sulle concentrazioni)*, in *Foro it.*, 1990
- Bergamini E., *La concorrenza tra professionisti nel mercato interno dell'Unione Europea*, Napoli, 2005
- Berger A. N., Humphrey D. B., *The Dominance of Inefficiencies over Scale and Product Mix Economics in Banking*, in *Journal of Monetary Economics*, vol. 28,

1991

Berlanda E., *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995

Berruti G., *La nuova cooperazione attiva tra Istituzioni comunitarie, Antitrust nazionali e Giudici nel Regolamento comunitario n. 1/2003*, in *Corriere giuridico*, 2004

Bertini U., *Gestione dell'azienda nel fallimento, nell'amministrazione straordinaria e nella liquidazione coatta amministrativa: profili economici*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 1991

Bianca C. M., *Diritto Civile*, vol. 3, *Il Contratto*, Milano, 2000

Bianchi L. A., *Gli amministratori di società di capitale*, Padova, 1998

Bianchi L. A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002

Bianchi L. A., *Le «differenze» da annullamento della partecipazione nel «primo bilancio successivo alla fusione» (art. 2504 bis, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Campobasso G. F.*, diretto da Abbadessa P., Portale G. B., vol. 4, Milano, 2007

Bianchi M., *Commento ad art. 105 Testo Unico della Finanza*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza, D.Lgs. 24 febbraio 1998 n.58, Commentario a cura di Marchetti-Bianchi, I*, Milano, 1999

Bianchi M., *I contratti internazionali. Dizionario delle clausole contrattuali 3*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999

Biasco S., *La nuova riforma dell'imposizione sulle imprese a confronto con le conclusioni della Commissione sull'Ires*", in *Il Fisco*, n. 43 del 26 novembre 2007

Bigelli M., Mengoli S., *Acquisizioni di imprese e benefici privati dei gruppi di controllo: alcune evidenze empiriche per il mercato italiano*, in *Finanza marketing e*

produzione, n. 1, 1999

Bin M., *Antitrust: la normativa italiana sulle concentrazioni ha un qualche reale ambito di applicazione*, in *Contratto e Impr.*, 1996

Bin M., *La circolazione internazionale dei modelli contrattuali*, in *Contr. Impr.*, 1993

Binni M., *Introduzione e soppressione a maggioranza delle clausole relative all'alienazione di azioni e quote sociali*, in *Giur. comm.*, 1995

Binni M., *Vendita congiunta di azioni e clausole di prelazione*, in *Giurisprudenza commerc.*, 1997, II

Boeri T., Cohen R., *Analisi dei progetti di investimento: teoria e applicazioni per il project financing*, Milano, 1999

Boggio L., *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007

Bolognesi M., *L'amministrazione delle società a responsabilità limitata dopo la riforma. Le lacune normative e le incertezze della dottrina*, in *Impresa*, 2004

Bonelli F., De Andrè F., (a cura di), *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari e di riferimento*, Milano, 1990

Bonelli F., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985

Bork R., *The antitrust paradox: a policy at war with itself*, New York, 1993

Bortolotti B., *Europa a prova di golden share*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 aprile 2003

Bortolotti F., *Antitrust: la normativa italiana sulle concentrazioni ha un qualche reale ambito di applicazione*, in *Contratto e Impr.*, 1992

Braccioldieta A., *Alienazione di una quota sociale e divieto di concorrenza*, in *Riv. Società*, 1964

Brammek S., *Concurrent jurisdiction under regulation 1/2003 and the issue of case allocation*, in *Common Market Law Review*, 2005

Brealey R., Meyers S., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 1991; (trad.it. *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 1993), Milano, 2011, 6° ed.

Breccia U., *Prospettive del diritto dei contratti*, in *Riv. dir. priv.*, 2001

Brodasca M. T., *Commento all'art. 2505*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da A.a.V.v., artt. 2498-2506-ter, Milano, 2006

Brodasca M. T., *Sub art. 2505-bis*, in *Trasformazione-fusione-scissione*, in Comm. Marchetti, Milano, 2006

Brogia A. Guiggi G., *La concettualità dell'azienda per la consapevole creazione di valore*, Torino, 2001

Brugger G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing ed alla tecnologia*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1989

Bruner R., *Applied mergers & acquisitions*, New York, 2004

Bruni G., *Fusioni e scissioni*, Torino, 1997; Campobasso G. F. *Manuale di diritto commerciale*, Milano, 2006

Bruzzo G., *L'individuazione del mercato rilevante nella tutela della concorrenza*, in *Temi e Problemi*, a cura dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Roma, 1995

Burnely F., *An appropriate jurisdictional trigger for the EC Merger Regulation and the question of decentralization*, in *World Competition Law Review*, 2002 ID., *The EC Merger Regulation and the meaning of Community Dimension*, in *European Business Law Review*, 2003

Busetti G., *Le concentrazioni industriali e la disciplina della concorrenza e del*

mercato, in *Dir. Economia*, 1993

Buttignon F., *Le risorse immateriali: ruolo strategico e problematiche di rilevazione*, in *Sinergie*, n. 30, 1993

Cabras G., *Arbitrato e conciliazione nella riforma del diritto societario*, in *Vita not.*, 2003

Cabras G., *La forma d'impresa*, Torino, 1995

Cacchi Pessani S. *Le azioni proprie nei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, in *Riv. Soc.*, 2004

Cacchi Pessani S., *Sub art. 2501 quater, c.c.*, in *Trasformazione - Fusione - Scissione*, a cura di Bianchi L. A., *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006

Caffarella C., Kuhn K. U., *Joint Dominance: the CFI Judgement on Gencor/Lonrho*, in *European Competition Law Review*, 1999

Cagnasso O., Irrera M., *Fusione e trasformazione delle società*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sez. commerciale*, Torino, 1991

Cagnasso O., *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Tratt. Colombo-Portale*, IV, Torino, 1991

Cagnasso O., *Prime prese di posizione giurisprudenziali in tema di finanziamenti dei soci di società a responsabilità limitata*, in *Giur. it.*, 2007

Caianello V., *Il difficile equilibrio delle autorità indipendenti*, in *Il diritto dell'economia*, 1998

Calamia A., *Il diritto comunitario delle imprese della concorrenza*, Pisa, 1999

Callegari, *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, in *Commentario* diretto da Cottino G., in *Giur. It.*, 1998

- Caloia A., *Economia e diritto della concorrenza e del mercato*, Milano, 2008
- Calvosa L., *Clausole di riscatto di azioni e divieto dei patti successori*, Milano 1995
- Camardi C., *Integrazione giuridica europea e regolazione del mercato. La disciplina dei contratti di consumo nel sistema del diritto della concorrenza*, in *Europa e dir. priv.*, 2001
- Cambini C., Giannaccari A., *Il matrimonio tra Telecom-Telefonica, tra reti alternative e scenari di separazione*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2007
- Campobasso G. F., *Diritto commerciale, II, Diritto delle società*, Torino, 2006
- Campobasso G. F., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2008
- Cannella C., *Art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza (d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario a cura di Marchetti Bianchi, I*, Milano, 1999
- Cannizzaro G., *Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *Commentario al Testo Unico*, II, Padova, 1998
- Capelli I., *I crediti dei soci nei confronti della società e il rimborso dei finanziamenti dei soci dopo la riforma*, in *Riv. dir. priv.*, 2005
- Capizzi V., *Gli intermediari finanziari e i servizi a supporto delle acquisizioni aziendali*, in Forestieri G., (a cura di), *Corporate & Investment Banking*, Milano, 2005
- Capparella G., *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Riv. Not.*, 2008
- Capparella G., *Riflessioni sulla natura dell'opposizione alla fusione ex art. 2503 c.c.*, in *Riv. not.*, 2006, I
- Capparelli F., *Economia del mercato mobiliare*, Mc Graw-Hill, (Publishing Group

Italia), Milano, 2004

Cappellotto L., *La fusione inversa tra riforma fiscale e societaria*, in *Corr. Trib.* n. 44/2004

Cappiello S., *Commento agli artt. 2437 ss. e 2497-quater*, Milano, 2004 I

Carabba M., *Spesa pubblica e iniziativa imprenditoriale*, Torino, s.d., 1968

Caratozzolo M., *I bilanci straordinari*, Milano, 2009

Caratozzolo M., *I criteri di formazione del primo bilancio successivo alle fusioni e scissioni*, in *Le società*, 2004

Carbone S. M., *Brevi note in tema di privatizzazioni e diritto comunitario*, in *Dir. comm. internaz.*, 1999

Carbone S., *Lettere di intenti, legge regolatrice e scelta del giudice nei trasferimenti di pacchetto azionario*, in *Dir. comm. internaz.*, 2006

Carbonetti F. *La nuova disciplina delle opa*, in *Riv. Soc.*, 1998

Cardascia D. G., *Crisi d'impresa e interventi di turnaround*, in *Amministrazione & Finanza*, 2005, 23

Carinci A., *Il trasferimento d'azienda ai fini ufficio Iva e registro: il problema della nozione di azienda ai fini fiscali*, in *Riv. Dir. trib.*, I, 2007

Carpentieri L., *Le prospettive evolutive dell'IRES: la "Participation Exemption"*, in *Riv. dir. trib.*, 4, 2007

Carriere P., *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006

Casaburi G., *La tutela civilistica del consumatore avverso la pubblicità ingannevole dal d.lg. n. 74 del 1992 al Codice del consumo*, in *Giur. Merito*, 2006

Cassottana M., *Azione risarcitoria per errata determinazione del rapporto di*

cambio, in *Riv. soc.*, 2001

Castronovo C., *La nuova responsabilità civile*, 2^a ed., Milano, 1995; *ID.*, *L'obbligazione senza prestazione, ai confini tra contratto e torto*, in *Studi Mengoni*, Milano, 1995

Catturi G. (a cura di), *L'armonia della complessità della crescita allo sviluppo aziendale*, Padova 2010

Cecchi P., *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1999

Cena D., *Legge comunitaria per il 1994 e ruolo dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nell'applicazione delle norme antitrust comunitarie*, in *Contratto e impresa/europa*, 1997

Cera C., *Termini per l'attuazione della fusione e per l'opposizione alla stessa*, in *Società*, 2006

Cheli E., *Libertà e limiti all'iniziativa economica privata nella giurisprudenza della Corte costituzionale e nella dottrina*, in *Rass. dir. pubbl.*, 1960

Chenhall R., *The role of management control systems in planned organization a change: an analysis of two organizations* in *Accounting Organizations and Society*, Oct, Vol. 32, n. 7/8, 2007

Chiappetta F., *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, Padova, 2007

Chinè G., *Il consumatore*, in *Diritto privato europeo*, a cura di Lipari N., vol. I, Padova, 1997

Cian M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova s.p.a.*, in *Abbadessa P., Portale G. B., (a cura di), Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 1, Torino, 2007

Cian M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, 2006, Milano

Cintioli F., Donati F., (a cura di), *Recenti innovazioni in materia di sanzioni antitrust*, Torino, 2008

Cipollina S., *La legge civile e la legge fiscale*, Padova, 1992

Cisnetto V., *Il Gioco dell'OPA*, Milano, 2000

Civerra E., *La fusione come fenomeno successorio*, in *Soc.*, 2006

Civerra E., *Le operazioni di fusione e scissione, L'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy-out*, in *Riforma del Diritto Societario*, Ipsoa, 7, 2003

Clarich M., *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005; *ID Per uno studio sui poteri dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Diritto amministrativo*, 1/1993

Clarich M., Pisaneschi M., *Privatizzazioni*, in *Dig. Pubbl.*, 2000

Coase R. H., *The Nature of the Firm*, in *Economica*, IV (trad. it. *La natura dell'impresa*, in *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, 1995); *ID The Institutional Structure of Production*, in *The American Economic Review*, Vol. 82, No. 4. 1992

Coda V., *Il problema della valutazione della strategia*, in *Economia e Management*, 1990

Colapolve A., *In tema di invalidità dell'atto di fusione*, in *Soc.*, 2008

Colombini F., *Efficienza degli intermediari finanziari. Aspetti teorici e riflessi gestionali*, in *Bancaria*, 12, 2002

Colombo M. G., *Accordi di cooperazione, complessità relazionale ed organizzazione degli oligopoli internazionali*, in *Economia e politica industriale*, n. 64, 2006

Colonna F., *Le banche d'affari ed i finanziatori*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, Milano,

2007

Coltorti F., *Le medie imprese industriali italiane: nuovi aspetti economici e finanziari*, in *Economia e politica industriale*, n. 121, 2004

Comba A., *Neoliberismo internazionale e global economic governance-Sviluppi istituzionali e nuovi strumenti*, Torino, 2008

Conca V., *Le acquisizioni*, Milano, 2008; *Le acquisizioni. Il processo. Il mercato. I prezzi*, Milano, 2005

Confalonieri M., *Lo sviluppo e la dimensione dell'impresa*, Torino, 1998

Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione, delle società. Aspetti civilistici, contabili e fiscali delle operazioni straordinarie*, in *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2004

Corapi D., *In tema di interpretazione delle nozioni di concentrazione e di controllo nella legge 10 ottobre 1990 n. 287*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1992

Corapi D., *Le società per azioni*, in: AA.VV., *Diritto privato comparato – Istituti e problemi*, Bari, 2006

Corapi D., *Note sull'art. 37 del decreto legislativo di attuazione dell'art. 12 della legge n. 366/2001*, in *Conciliazione e arbitrato*, cura dell'Associazione italiana per l'arbitrato, Roma, 2003

Corapi D., Torino R., *Evoluzione dei sistemi economici e nuovi modelli contrattuali*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, a cura di Cendon P., I, *Questioni generali*, Torino, 2005

Corrado D., *La valutazione dell'impresa target e gli aspetti fiscali delle acquisizioni*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, a cura di Draetta U., Monesi C., Milano, 2007

Corsi F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I

Corsi F., voce *Società in accomandita per azioni*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, XIV, 1997

Corsini M., *Sub art. 37*, in S. Chiarloni (diretto da), *Il nuovo processo societario*, Bologna, 2004

Cortesi A., *La gestione del processo di integrazione nella fusione e acquisizione*, Pearson Business, 2008

Cortesi C., *La crescita della piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Torino, 2004

Corti C. L., *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo F., Milano, 1993

Costi R., Enriques L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino G., Padova, 2004.

Cottino G., *Diritto commerciale*, Padova, 1987

Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Il manuale delle operazioni straordinarie*, Ipsoa, 2004

D'Alberti M., *Diritto amministrativo comparato*, Bologna, 1992

D'Alberti M., *La cooperazione fra la Commissione e le autorità antitrust nazionali nel regolamento n. 1/2003*, in Buccirossi P., (a cura di), *Le nuove regole della concorrenza*, Roma, 2004

D'Alessandro C., *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003

D'Alessandro F., *Sulla fusione e sulla scissione, dialogo con d'Alessandro F. e Pedersoli A.*, a cura di Pescatore S., Di Sabato F., in *Riv. dir. impr.*, 1992

- D'Aliberti M., *Autorità indipendenti e l'economia*, Bologna, 2010
- D'Aluro G., *Differenze di fusione e riforma del diritto societario*, in *Le società*, 2004
- D'Errico N., *Le imprese comuni nell'esperienza annuale dell'Autorità garante della concorrenza alla luce della recente evoluzione del diritto comunitario antitrust: sviluppi e prospettive*, in *Concorrenza e mercato*, 1997
- Daino G., *Tecniche di soluzione del "deadlock" : la disciplina contrattuale del disaccordo tra i soci nella joint venture paritaria*, in *Riv. comm. int.*, 1988
- Dalle Vedove G., *Concentrazioni e gruppi nel diritto antitrust*. Padova, 1999
- Damaradan A., *Il lato oscuro della valutazione: aziende in perdita senza passato e senza comparables*, in *Analisi Finanziaria*, n. 39/40, 2000
- Danovi A., Indizio G., *La letteratura in materia di crisi*, in *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento. Prevenzione e diagnosi, terapie, casi aziendali*, (a cura di Danovi, Quaglia A.), Ipsoa 2008
- Davila A., Foster G., *Management accounting systems adoption decisions: evidence and performance implications from early-stage/startup*, in *Accounting Review*, Oct, Vol. 80, n. 4, 2005
- De Acutis M., *La terza direttiva C.E.E. in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, II
- De Angeli L., *Le clausole di prelazione al "giusto prezzo"*, in P. G. Jaeger, F. Bonelli, (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993
- De Cristofaro G., *Le "pratiche commerciali sleali" tra imprese e consumatori – La Direttiva 2005/29/Ce e il diritto italiano*, Torino, 2007
- De Feo N., *Sub art. 2380 bis*, in Bonfante, Corapi, Marziale, Rordorf, Salafia (a cura di), *Codice commentato delle nuove società*, Milano, 2004

- De Luca Tamajo R., *Le esternalizzazioni tra cessione di ramo d'azienda e rapporti di fornitura*, in Aa. Vv., *I processi di esternalizzazione. Opportunità e vincoli giuridici*, a cura di De Luca Tamajo R, Napoli, 2002
- De Marchi G., *In tema di organo amministrativo composto di due membri*, in *Riv. Soc.*, 1963
- De Mita E., *Diritto tributario e diritto civile. Profili costituzionali*, in *Le ragioni del diritto, Scritti in onore di L. Mengoni*, III, Milano, 1995
- De Nova G., *Contratto: per una voce*, in *Riv. dir. priv.*, 2000; *Id.*, *I contratti atipici e i contratti disciplinati da leggi speciali: verso una riforma?*, in *Riv. dir. civ.*, 2006; *Id.*, *The law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy: il contratto alieno*, in *Riv. dir. Priv.*, 2007; *Id.*, *I contratti di oggi e la necessità di un elenco condiviso di divieti e di clausole vietate*, in *Riv. dir. Priv.*, 2007; *Id.*, *Parent Company Guarantee*, in *Il contratto alieno*, Torino, 2007; *Id.*, *Accordi delle parti e decisione*, *ibidem*; *Id.*, *Merger clause e contratto alieno*, *ibidem*
- De Pamphilis D.M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities Fourth Edition*, Burlington Academic Press, 2008
- De Petra G., *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lg. 22/91 e adeguamento alla III direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1992
- De Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società*, in *Studi e materiali*, 2004
- Decastri M., *Visione strategica e innovazione organizzativa*, in *Sviluppo & Organizzazione*, n. 168, Luglio-Agosto, 1998
- Del Monte A., *Initial Public offerings (IPO), distanza dai centri finanziari e sviluppo*

regionale", Napoli, 2008

Della Bella C., *Investimenti in attività immateriali e strutture finanziarie aziendali*, in *Sinergie*, n. 30/1992

Della Cananea G., *Regolazione del mercato e tutela della concorrenza nella risoluzione delle controversie in tema di comunicazioni elettroniche*, in *Diritto pubblico*, 2005

Demattè C., *Teoria del valore: serve davvero per guidare meglio le imprese?*, in *Economia & management*, febbraio, 1997

Deneckere R., Davidson C., *Incentives to form coalitions with Bertrand competition*, in *Rand Journal of Economics*, 1985

Denozza F., *Chicago, l'efficienza e il diritto antitrust*, in *Giur. Comm.*, 1988

Denozza F., *Un nuovo modello per i rapporti tra diritto comunitario e diritto antitrust nazionale: la barriera unica omogenea*, in *Quadrimestre*, 1992

Dentamaro A., *Clausola di prelazione tra interesse della società e diritti individuali dei soci*, in *Giur. It.*, 2002

Desana E., *Art. 106: Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, diretto da Cottino G., Torino, 1999

Desana E., *OPA obbligatoria "da concerto occulto": alcune considerazioni a margine della vicenda SAI-Fondiaria*, in *Giur. it.*, 2004

Dezalay Y., *I mercanti del diritto. Le multinazionali del diritto e la ristrutturazione dell'ordine giuridico internazionale*, a cura di Raiteri M., Milano, 1997

Di Bernardo B., Gandolfi V., Tunisini A., *Economia & Management delle imprese*, Milano, 2009

Di Maio F., *Cessione di partecipazioni: participation exemption. Vantaggi e rischi in*

Il Fisco, 5, 2005

Di Majo A., *Il problema del danno al patrimonio*, in *Riv. Crit. dir. privato*, 1984

Di Marzio F., *Verso il nuovo diritto dei contratti (note sulla contrattazione diseguale)*, in *Riv. dir. priv.*, 2002

Di Rosa G., *La prelazione legale e volontaria* in AA. VV., *I contratti in generale*, III, *Conclusioni, Opzione-Prelazione, Contratto Preliminare*, Torino, 2000

Di Sabato F., *Cessione di azienda e cessione di pacchetti di riferimento: appunti per una riflessione sulla prassi contrattuale*, in *Sillogi in onore di Giorgio Oppo*, Padova, 1992

Di Sabato F., *Sulla fusione e sulla scissione, dialogo con Floriano d'Alessandro e Alessandro Pedersoli*, a cura di Pescatore S., Di Sabato F., in *Riv. dir. impr.*, 1992

Di Sarli M., *Primi orientamenti del Tribunale di Milano sull'applicazione della disciplina dei finanziamenti ai soci di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2008

Di Sarli M., *Sub art. 2504 bis*, commi 2 e 3, in *Trasformazione - Fusione - Scissione*, a cura di Bianchi L. A., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P., Bianchi L. A., Ghezzi F., Notari M., Milano, 2006

Di Via L., *Alcune riflessioni sulla rule of reason ed il concetto di consistenza di una restrizione della concorrenza*, Milano, 2004

Di Via L., *L'applicazione del principio di sussidiarietà nel diritto della concorrenza italiano e comunitario*, in *Contratto e impresa/europa*, 1996

Di Vita G. A., *La fusione semplificata nella Riforma del diritto delle società*, in *Studi e materiali*, 2004, 1 – supplemento

Dimundo F. *Sub art. 2504-bis c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2006

- Dominici R., *La valutazione delle partecipazioni nelle società non quotate. Nota a circolare*, in *Corriere tributario*, 2004, n. 8
- Donati F., *Le autorità indipendenti tra diritto comunitario e diritto interno*, in *Il diritto dell'Unione europea*, 2006
- Donativi V., *Comunicazione delle concentrazioni*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993
- Donativi V., *Conclusione dell'istruttoria sulle concentrazioni*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993
- Donativi V., *Concorrenza e mercato nel prisma dell'ordinamento giuridico: appunti per una ricostruzione storica*, in *Riv. dir. ind.*, 1992, nn. 3-4
- Donativi V., *Introduzione della disciplina antitrust nel sistema legislativo italiano*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1990
- Donativi V., *Sospensione temporanea dell'operazione di concentrazione*, *Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993
- Donna G., *L'impresa multibusiness. La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, 2003
- Draetta U., *Documenti pre-contrattuali nei negoziati relativi a mergers e acquisitions. Rassegna della prassi internazionale*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli F., De Andrè M., Milano, 1990
- Draetta U., *Il rischio antitrust negli accordi di compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Diritto del comm. int.*, 2005
- Draetta U., *La fase negoziale nei contratti internazionali di Mergers e Acquisitions: rassegna della prassi internazionale*, in Scognamiglio G., *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Milano, 2001

- Draetta U., Monesi C. (cura di), *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, Milano, 2007
- Dragoni G., *La golden share resta ma sarà più leggera*, Il Sole 24 Ore, 16 aprile 2003
- Drauz G., *The assessment of conglomeral mergers under EC competition law*, in *Fordham Corporate Law Institute*, 2001
- Dyck A., Zingales L., *Private Benefit of Control: an International Comparisons*, in *The Journal of Finance*, Vol. 59, n. 2, 2004
- Easterbrook F. H., Fischel D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass.-London, 1991 (trad. it. *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996)
- Enriques L., *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000
- Enriques L., *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Giur. comm.*, 2010, I
- Enriques L.; *Quale disciplina per le acquisizioni ostili ?*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 1999
- Erede S., *Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi ed effetti* in AA. VV.: *Sindacati di voto e di sindacati di blocco*, Milano, 1993
- Facchinetti I., *Contabilità analitica, calcolo dei costi e decisioni aziendali: metodologie, soluzioni operative e casi*, Il Sole 24 ore, Milano, 2001
- Facci G., *Il danno da informazione inesatta nell'attività di revisione contabile*, in *Resp. civ.e prev.*, 2007
- Faella G., *Il potere cautelare dell'Autorità Garante della Concorrenza e del*

- Mercato*, in *Giur. comm.*, 2008
- Falsitta G., *Manuale di diritto tributario, Parte speciale. Il sistema delle imposte in Italia*, Padova, 2008
- Farrell J., Shapiro C., *Horizontal mergers: an equilibrium analysis*, in *American economic review*, 80 (1), 1990
- Fattori P., Todino M., *La disciplina delle concorrenza in Italia*, Bologna, 2004
- Ferrari G., *Trasferimento di partecipazioni sociali e divieto di concorrenza*, in *Riv. dir. ind.* 1967, I
- Ferrarini G., *Implementing the European Takeover Directive in Italy: Requirements and Options*, dattiloscritto
- Ferraris Franceschi R., *Modello di crescita esterna e fattori di sviluppo della piccola azienda*, in Aa.Vv., *Validità del capitale di rischio e fattori di sviluppo delle piccole e medie aziende*, Bologna, 1997
- Ferraro F., *L'avvocato comunitario. Contributo allo studio delle libertà di circolazione e di concorrenza dei professionisti*, Napoli, 2005
- Ferrata R., *La valutazione dei cespiti immateriali*, in *La valutazione delle aziende*, n. 17/2001
- Ferri G. Jr., *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, collana diretta da Abbadessa P., Portale G. B., 4, 2005
- Ferri G. jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in C. Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004
- Fezza F., *La vendita di partecipazioni sociali*, in *Codice della vendita*, a cura di Buonocore V., Luminoso A., Milano, 2001

- Ficari V., *Conferimento d'azienda e continuità dell'impresa nel presupposto oggettivo Iva*, in *Dir. prat. trib.*, 2004, II
- Ficari V., *Spunti in materia di avviamento negativo e base imponibile ai fini dell'imposta di registro*, in *Bollettino tributario d'informazioni*, 2006, n. 19
- Fico D., *Aspetti civilistici e fiscali del disavanzo da annullamento imputato ad avviamento*, in *Le società*, 1998
- Fimmanò F., *Presupposti della procedura "semplificata" di fusione*, in *Tratt. teorico-pratico delle società*, Milano, 1999
- Fingleton J., Nolan D., *Mind the gap. La riforma del regolamento comunitario sulle concentrazioni*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2003
- Fiorio P., *Art. 2341-bis-2341-ter*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario. D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, in *Commentario diretto da Cottino G., Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P.*, Bologna, 2004
- Fiorio P., *La responsabilità della società di revisione nei confronti degli azionisti e degli obbligazionisti: note a margine del caso «Parmalat»*, in *Giur. it.*, 2009
- Fonderico G., *Le segnalazioni dell'Autorità antitrust e la politica della concorrenza*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2009, n. 1
- Fox E. M., *Antitrust, competitiveness, and the world arena: efficiencies and failing firms in perspective*, in *Antitrust L.J.*, vol. 64, 1996
- Franchini C., *Le Autorità amministrative indipendenti*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1988
- Franzoni L. A., *Gli amministratori e i sindaci*, Torino, 2002
- Franzoni L. A., *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.*, 2002

- Franzoni M., *L'illecito*, Milano, 2004
- Franzosi M., *Monopolio – Oligopolio – Concentrazioni*, Milano, 1989
- Frignani A., *I poteri di ispezione ed il diritto di difesa nella normativa antitrust dell'Unione Europea*, in *Contratto Impresa Europa*, n. 2, 2004
- Frignani A., *Il divieto di abuso di posizione dominante*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1995
- Frignani A., *Notificazioni ai sensi delle norme sulle concentrazioni e problematiche relative*, in Draetta U., Monesi C., (a cura di), *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, Milano, 2006
- Frignani A., Pardolesi R., *La concorrenza*, Torino, 2006
- Fusa E., Guatri G., *La valutazione del capitale economico dell'impresa. Metodi tradizionali, innovativi ed empirici*, in *Casi pratici*, Il Sole 24ore, 1999, Milano
- Gabrielli M., De Bruno S., *Capire la finanza, Guida pratica agli strumenti finanziari*, Milano, 1999
- Gagliardi G., (Pricewaterhouse Coopers), *Valutare il processo di M&A*, articolo pubblicato su *Amministrazione & Finanza*, n. 12, 2003
- Gagliardi G., *Analisi critica del piano di investimento: i flussi di cassa prospettici*, articolo pubblicato su *Amministrazione & Finanza* n. 3, 2001
- Galgano F., *Della qualificazione come internazionale del contratto di acquisizione*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Milano, 1990
- Galgano F., *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2003
- Galgano F., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003
- Galgano F., Marrella F., *Diritto del commercio internazionale*, Padova, 2007, 2 ed.
- Galgano F., *Pubblico e privato nella regolazione dei rapporti economici*, in *Trattato*

di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia, diretto da Galgano F., vol. I: *La Costituzione economica*, Padova, 1977

Galletti D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000

Gambardella F., *Autorità indipendenti, semi-indipendenti e garanzie del contraddittorio*, in *Foro amm. CDS* 2006

Gambaro F. L., *Brevi considerazioni in tema di così detta Due Diligence - Diligentia maximum etiam mediocris ingenii subsidium. Seneca, Controversiae*, in *Riv. dir. priv.*, 2006

Gambino A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni (abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, 1987

Gamble J. E., *Strategia aziendale. Formulazione ed esecuzione*, McGraw-Hill, 2009

Garegnani G. M., *La rappresentazione delle operazioni di fusione nel bilancio d'impresa. Le tendenze in atto*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2002

Garegnani G. M., *Le rivalutazioni nelle operazioni di fusione: una nuova opportunità*, in *Economia & Management* n. 4/2000; ID., *Note in tema di rappresentazione in bilancio dei valori originati nelle operazioni di fusione inversa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti* 5/2008

Garegnani G. M., *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e mlbo*, Milano, 2006

Garofoli R., *Golden share e authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 1998

Garzella S., *Il governo delle sinergie*, 2001, Torino

Gastaldo A., *La cessione d'azienda ed il trasferimento del marchio tra Iva ed imposta di registro*, in *Dir. prat. Trib.*, 2003

- Gatti M., *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l'oggetto dell' o.p.a. successiva alla luce della riforma del t.u.f.*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005
- Gatti M., *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'Opa e "l'autorizzazione di conferma"*, in *Giur. Comm.*, 2004
- Gatti M., *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II
- Gavelli G., *La qualificazione dell'azienda oggetto di cessione tra Iva e imposta di registro*, in *Forum fiscale*, n. 2/2002
- Gelosa G., Insalaco M., *Fusioni e scissioni di società*, Milano, 2002
- Gemma A., *Abuse of economic dependence between competition and contract law*, in *Europa dir. priv.*, 2000
- Genovese A., *L'invalidità dell'atto di fusione*, Torino, 1997
- Genovese A., *La decorrenza dell'effetto e la retroattività contabile della fusione*, in *Riv. soc.*, 2000
- Genovese A., *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. soc.*, 2007
- Gherardi S., *La pratica quale concetto fondante di un rinnovamento nello studio dell'apprendimento organizzativo*, in *Studi Organizzativi*, n. 1, 2000
- Ghezzi F., in *Commentario breve al diritto della concorrenza*, a cura di Marchetti P., Ubertazzi L. C., *Sub art. 6*, Padova, 2005
- Ghezzi F., *La valutazione delle concentrazioni verticali nei "mercati della convergenza" tra i settori delle telecomunicazioni e dell'emittenza televisiva*, in *Riv. soc.*, 2001

- Giannelli G., in Aa. Vv., *Diritto delle società*, Milano, 2004, p. 170; Galgano F., *Le nuove società di capitali e cooperative*, Padova, 2004
- Giannetti R., Vasta M., (a cura di), *L'impresa italiana nel novecento*, Bologna, 2003
- Giocoli Nacci P., *I limiti sociali dell'iniziativa economica privata*, in *Rassegna di diritto pubblico*, 1958
- Girolami D., *La normativa italiana in materia di fusione di società e la terza direttiva del Consiglio CEE (78-855-CEE): problemi ed ipotesi di adeguamento*, in *Dir. comun. scambi internaz.*, 1987
- Giudici P., *L'acquisto di concerto*, in *Riv. Soc.*, 2001
- Giulianelli S., *Alienazione di partecipazioni societarie, autonomia patrimoniale della società e principi di correttezza e buona fede*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, I
- Granlund M., *Management accounting systems integration in corporate mergers. A case study*, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 16, n. 2, 2003
- Grant R. M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Bologna, 2006
- Grassetti C., *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, in *Giur. comm.*, I, 1979
- Grillo M., Magnani L., *Valutazione antitrust delle concentrazioni in mercati oligopolistici*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2004
- Grillo M., Polo M., *Le ragioni teoriche della politica di concorrenza*, in AA. VV., *La politica industriale*, Bari, 1997
- Guarino A., *Sul rapporto tra la nuova legge antitrust e la disciplina comunitaria della concorrenza*, in *Contr. e Impr.*, 1991
- Guatri L., *Valutazioni "assolute" e "relative" a confronto*, in *"La valutazione delle*

aziende”, n. 24/2002

Guatri L., *La valutazione delle aziende*, Milano, 2007

Guerrera F., *Trasformazione, fusione e scissione*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003

Guglielmetti G., *Limiti negoziali della concorrenza*, Padova, 1961

Guglielmo R., *L’allocazione in bilancio dei «finanziamenti» e dei «versamenti»: una questione in via di risoluzione?*, in *Riv. Not.*, 2009

Guidotti R., *L’arbitraggio gestionale nelle società di persone e nella società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2005

Hamel G., Doz Y., Prahalad C.K., *Collaborate with your Competitors and Win*, in *Harvard Business Review*, January-February, 1999

Hawk B., *Recent antitrust developments in the United States*, in *Antitrust tra diritto nazionale e comunitario*, Milano, 1996

Heimler A., Baker S., Ridyard D., *Portfolio power: a run deal?*, in *European Competition Law Review*, 20, 1999, n. 4

Hess E.D., *Smart Growth: Building an Enduring Business by Managing the Risks of Growth*, Columbia Business School Publishing, 2010

Hildebrand D., *The Role of Economic Analysis in the EC Competition Rules: The European School*, Second Edition, in *The Hague: Kluwer Law International*, 2002

Hitt A. M., Harrison J. S., Ireland R. D., *Mergers and acquisitions*, New York, Oxford University Press, 2001

Hull J., *Le opzioni, i futures e gli altri strumenti derivati*, Il Sole 24 Ore, 1997

Iermano G., *Invalidità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da

- Abbadessa e Portale, IV, Torino, 2007
- Invernizzi G., *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, Milano, 1999
- Iorio G., *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006
- Iotti M., *La valutazione degli investimenti industriali*, Milano, 2009
- Irti N., *Economia di mercato e interesse pubblico*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2000
- Irti N., *Iniziativa privata e concorrenza (verso la nuova Costituzione economica)*, in *Giur. it.*, 1997
- Jaeger P., *Appunti sull'arbitrato e le società commerciali*, in *Giur. comm.*, 1990
- James C. A., *Overview of the 1992 Horizontal Merger Guidelines*, in *Antitrust L.J.*, vol. 61, 1993
- Jenni F., *EEC merger control: Economies as an antitrust defence or an antitrust attack?*, in *Fordham Corporate Law Institute*, 1992
- Kodama F., Yusuf S., Nabeshima K., *Introduction to special section on university-industry linkages: The significance of tacit knowledge and the role of intermediaries*, in *Research Policy*, 37, 2008
- Kokkoris I., *The Reform of European Control Merger Regulation in the Aftermath of the Airtur Case – The Eagerly Expected Debate: SLC v. Dominance Test*, in *E. C. L. R.*, 2005
- Kolasky W. J., *Coordinated effects in merger review: from Dead French Men to Beautiful Minds and Mavericks*, ABA Spring Meeting, Washington DC, 2002
- La Porta G., *Un "caso particolare" di fusione semplificata*, in *Società*, 2004
- La Rosa S., *Cessione di azienda e cessione di beni tra imposta di registro ed Iva*, in *Rass. Trib.*, 1990, II

- Lamandini M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I
- Lamandini M., *Le concentrazioni bancarie: concorrenza e stabilità nell'ordinamento bancario*, Bologna, 1998
- Lamandini M., *Legiferare "per illusione ottica"? OPA e reciprocità "italiana"*, in *Giur. comm.*, 2008, I
- Lambertini L., *Merchant banking*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale. Finanziamento alle imprese*, a cura di Liace G., Razzante R., in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di Cendon P., Torino, 2005
- Landolfi S., *Fusione tra società cooperativa e lucrativa*, in *Le Società*, 1990, p. 506;
ID. Il capitale post-fusione, in *Le società*, 1992
- Lantino S. *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, Milano, 2007, 2 ed
- Lanza A., *Partnership interaziendali e creazione di conoscenza*, in *Sviluppo e Organizzazione*, n. 175, 1999
- Lazzeppi L., Pasqualetti L., *I processi di diversificazione delle imprese tra sviluppo e rifocalizzazione* in *Workin Progress*, n. 1, 1996
- Leibenstein H., *Allocative Efficiency versus "X-inefficiency"*, in *American Economic Review*, vol. 56, 1966
- Lener R., *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. Dir. Civ.* 1999, II
- Lener R., Tucci A., *La nuova disciplina dell'opa e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004

Leone L., *Recenti sviluppi della commissione in materia di controllo sulle concentrazioni*, in *Contratto e Impresa/Europa*, Padova, 1996

Levy N., *Competition Law of the European Communities*, 2003

Liberatore G., *Le risorse immateriali nella comunicazione economica integrata*, Padova, 1996

Libertini M., *Diritto comunitario e diritto nazionale nella disciplina antitrust*, in *Economia dell'azienda e diritto dell'impresa*, 2000

Libertini M., *Le misure cautelari amministrative nella disciplina antitrust*, in *Riv. dir. ind.*, 2008

Libertini M., *Riflessioni generali*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004

Libonati B., *Intese orizzontali e aperture in tema di concorrenza e di mercato nella giurisprudenza della Cassazione (annotazioni in margine al caso Mafin)*, in *Giurisprudenza italiana* 1999

Libonati B., *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società di persone. La società per azioni*, Milano, 2000

Libonati B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999

Lipari N., *Diritto privato e diritto europeo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2000

Lisanti M., *La nuova disciplina sui patti parasociali di società quotate dopo il regolamento CONSOB*, in *Le Società*, 1999

Lo Cane P., *Le concentrazioni nel diritto antitrust italiano*, in *Diritto & Diritti*, ottobre 2001

Lo Cascio G., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003

Longobardi N., *Le autorità amministrative indipendenti nel diritto globale*, in *Dir. e*

proc. amm., 2009

Lowe P., *The design of competition policy institutions for the 21st century – the experience of the European Commission and DG Competition*, in *Competition Policy Newsletter*, 2008, 3

Lucani M., *La Costituzione italiana e gli ostacoli all'integrazione europea*, in *Pol. dir.*, 1992

Lucarelli P., *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. soc.*, 2004, 6

Luchena S., *Note in tema di irregolarità del progetto di fusione e relative conseguenze sul procedimento di fusione (con particolare riguardo alla deliberazione di fusione)*, in *Giur. comm.*, 2000, II

Luenberger D. G., *Investment Science*, Oxford University Press, 1998; Banfi A., (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, Isedi, Torino, 2004

Lupi R., *Profili tributari della fusione di società*, Padova, 1989

Lupi R., Stevanato D., *La fiscalità nelle operazioni straordinarie di impresa*, in *Il Sole 24 ore*, 2000

M. Pegoraro A., *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, in *Rivista*, 3, 2009

Macchia M., *L'attività ispettiva dell'amministrazione europea in materia di concorrenza*, in *Riv. Trimestrale di diritto pubblico*, 2006

Magliano R., *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva società: dall'armonizzazione alla concorrenza tra sistemi normativi*, in *Dir. comm. int.*, 2005, II

Magliulo F., *La fusione delle società*, in *Notariato e Nuovo Diritto Societario*, Collana diretta da Laurini G., II Edizione, 2009

- Magliulo F., *La fusione delle società*, Milano, 2005
- Magnani L., *L'applicazione della L. 287/90 alle intese restrittive della concorrenza*, in *Concorrenza e Mercato*, Milano, 2001, n. 9
- Magnani M., Scarpelli F., *Trasferimento d'azienda ed esternalizzazioni*, in *DLRI*, 1999
- Maimeri F., *La Consob come autorità indipendente*, in *Riv. dir. comm.*, 2003
- Maksimovic V., Phillips, G., *The market for corporate assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?* in *Journal of Finance*, 56, 2001
- Malinconico C., *Le funzioni amministrative delle autorità indipendenti*, in Cassese S., Franchini C., *I garanti delle regole*, Bologna, 1996
- Mangini V., *Diritto antitrust*, Torino, 2000
- Mangini V., *Le vicende dell'antitrust: dallo Sherman Act alla legge italiana n.287/90*, in *Riv. Dir. Ind.*, I, 1995
- Manzini A., *L'opa totalitaria e le sue esenzioni*, in Aa.Vv. (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto. La nuova disciplina delle opa nel Testo Unico della Finanza*, Milano, 2000
- Manzini A., *Strumenti giuridici e metodologie nell'acquisizione di società*, in Motta A. (a cura di), *Manuale delle acquisizioni d'impresa*, Il Sole 24 Ore, 2003
- Manzini P., *I parafernali del giudizio antitrust: regola della ragionevolezza, restrizioni accessorie, divieto "per sé"*, in *Giur. comm.*, 2003, II
- Marcello R., Ivone M., Loia A. M., *I gruppi e il consolidamento dei bilanci*, Napoli, 2007
- Marchetti P. *Opa obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo*, in

Riv. società, 1992

Marchetti P., *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991

Marengi E. M., *Procedimenti e processualprocedimento*, Padova, 2009

Mariotti S., Piscitello L., *Multinazionali, innovazione e strategie per la competitività*, 2006, Bologna

Marson P., *Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994

Martocchia M., Panicia I., *Economia dei mercati imperfetti*, Luiss University Press, 2006

Marziale F., *Sub art. 2501-bis*, in *Cod. Ipsoa*, Milano, 2004

Mascardi F., *La fusione di società nel diritto comunitario*, in *Riv. soc.*, 1991

Massari M., *La valutazione d'azienda: l'evoluzione della dottrina*, in *La valutazione delle aziende*, n. 15/1999

Massari M., *Valore dei pacchetti di controllo e premio di maggioranza*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 1, 1989

Massera A., "Autonomie" e "indipendenza" nell'amministrazione dello Stato, in *Scritti in onore di M.S. Giannini*, Milano, 1988, III

Maugeri M., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I

Maynard T., *Mergers and acquisitions: cases, materials and problems*, 2008

Mazzamuto S., *Costituzione economica, libertà di impresa e ausili finanziari*, in AA. VV., *L'influenza dei valori costituzionali sui sistemi giuridici contemporanei*, Milano, 1985

Mazzilli A., *La valutazione dei comportamenti antitrust ai fini della determinazione*

della sanzione: il caso International Mail Express Italy/Poste Italiane, in *Foro amm.*
TAR, 2003

Mazzola P., *Produttività e crescita delle imprese. creare valore nel lungo periodo*,
Milano, 2002

McCann L., Colby B., Easter K. W. Kasterine A., Kuperan K. V., *Transaction cost
measurement for evaluating environmental policies*, in *Ecological Economics*, Vol.
52, 2005

Megliani M., *La riforma della disciplina comunitaria sulle concentrazioni tra
imprese*, in *Diritto del commercio internazionale*, vol. 18, n. 3, 2004

Meli V., *I rimedi per la violazione del divieto di pubblicità ingannevole*, in *Riv. dir.
ind.*, 2000, I

Melis A., *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Milano, 2002

Merla M., Armati L., *La riforma del controllo comunitario delle concentrazioni: gli
aspetti di procedura*, in *Diritto dell'Unione europea*, n. 1, 2004

Merna A., Merna T., *Development of a Model for Risk Management at Corporate,
Strategic Business and Corporate Level*, in *the Journal of Structured and Project
finance*, 2004

Merola M., Armati L., *La riforma del controllo comunitario delle concentrazioni: gli
aspetti di procedura*, in *Dir. Un. Eur.*, 2004

Merola M., *La cooperazione tra giudici nazionali e Commissione nell'applicazione
delle norme comunitarie antitrust*, in *Foro it.*, 1993

Messina S. B., *Gli adempimenti formali richiesti dalla disciplina in materia di
fusioni societarie*, in *Soc.*, 1995

Messineo F., *Impugnativa di delibera di fusione e interesse di singoli soci*, in *Riv.*

soc., 1957

Miccinesi M., *Le plusvalenze d'impresa*, Milano, 1993

Miccoli R., *Commento art. 2505*, in *La Riforma delle società*, a cura di Sandulli M., Santoro M., Torino, 2003

Michelutti R., *Problematiche tributarie della fusione inversa*, in *Riv. Dir. Trib.*, 2001

Miele L., *Il trattamento fiscale della riserva da conferimento*, in *Corriere Tributario* n. 10/2001

Minervini G., *La concorrenza ed i consorzi*, in *Trattato dir. civ.*, a cura di Grosso G., e Santoro-Passarelli F., vol. V, Milano, 1965

Minervini G., *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche privatizzate*, in P. G. Marchetti (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia*, Milano 1995

Minervini G., *Tre pareri in materia di Opa*, in *Contratto e Impresa*, 1995

Minervini G., *Gli amministratori di società per azioni*, Torino, 1956

Miola M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I

Miserocchi L. A., in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2004

Miserocchi L. A., *La fusione*, in *Consiglio Notarile di Milano*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003

Moavero Milanese E., *Concorrenza e concentrazioni fra imprese*, in *Riv. società*, 1988

Monateri P. G., *La responsabilità civile*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da Sacco R., Torino, 1998

Montagnani C., *Sub art. 2373 c.c.*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini G., Stagno d'Alcontres A., Napoli, 2004

- Montalenti P., *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buyout*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, di ID., Padova, 1999
- Montalenti P., *La compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Scritti in onore di Rodolfo Sacco*, Milano, 1994
- Montalenti P., *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995
- Monti A., Rousseva F., *Failing firms in the framework of the EC merger regulation*, in *European Law Review*, 1999
- Morbidelli G., *Iniziativa economica privata*, in *Enc. giur.*, Vol. XVII, Roma, 1989
- Morbidelli G., *Sul regime amministrativo delle autorità indipendenti*, in *Scritti di diritto pubblico dell'economia*, Torino, 2001
- Morello U., *Contratti atipici e ruolo della prassi: un esame del diritto in azione, con particolare riferimento ai contratti associativi atipici e alle vendite di partecipazioni di controllo*, in *Accordi tra imprese e acquisizioni, Prassi, codificazione, normativa speciale*, a cura di Collegio notarile di Trento e Rovereto, Milano, 1994
- Morera U., *I principi comunitari per le fusioni di società: analisi e riflessioni nella prospettiva di adeguamento. Le società nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1989
- Morera U., *Riflessioni intorno al procedimento di fusione tra società*, in *Giur. comm.*, 1985, I
- Moro B., *Fondamenti di macroeconomia*, Vol 1, *i postulati e i modelli di base*, Torino, 2003
- Mosca C., *Riorganizzazione della struttura proprietaria e opa obbligatoria*, in *Riv. soc.*, 2009

- Mosca M. C., *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso Sai-Fondiaria*, in *Riv. società*, 2007
- Moscarini L. V., *Astrattezza della proposta unilaterale irrevocabile e onerosità del patto di opzione*, in *Rassegna di diritto civile*, 2, 2007
- Motta M., *Competition policy. Theory and practice*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004
- Motta M., *Fusioni orizzontali: analisi economica e disciplina comunitaria*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2000
- Motta M., Polo M., *Antitrust. Economia e politica della concorrenza*, Bologna, 2005
- Motta M., Polo M., Vasconcelos H., *Merger remedies in the EU: an Overview*, in *Merger Remedies in the American and European Competition Law*, Aldershot, 2003
- Mucciarelli F. M., *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur. comm.*, 2005, I; *ID.*, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I
- Mucciarelli F. M., *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.* 2008, I, p. 448
- Munari F., in *Concorrenza e mercato. Commento alla Legge 10 ottobre 1990 n. 287 ed al decreto legislativo 74/1992*, a cura di Afferni V., Padova 1994
- Munari F., *La legge 10 ottobre 1990, n. 287, e il diritto comunitario della concorrenza*, in *Contr. e impr.*, 1992
- Munari F., *Le regole di concorrenza nel sistema del Trattato, Il diritto privato dell'Unione europea*, Torino, 2000
- Musso E., *Il controllo societario mediante "particolari vincoli contrattuali"*, in

Contratto e impr., 1995

Nalebuff B., *Bundling as an entry barrier*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, 2004

Nazzicone L., *Il sindacato giudiziale sul rapporto di cambio nella fusione*, in *Foro it.*, 2001, I

Nazzini R., *Procedure comunitarie e nazionali in materia antitrust. Sui profili processuali del rapporto tra diritto comunitario e diritti interni*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2006

Nencioni G., Perfumo S., *Gestire le risorse immateriali per governare il rischio e l'incertezza*, in *La valutazione delle aziende*, n. 30/2003

Niccolini G., *Offerta pubblica di acquisto*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1979

Nigro B., *Finanziamenti dei soci «postergati» e loro compensazione*, in *Notariato*, 2008

Ninatti S., *Privatizzazioni: la Comunità Europea e le golden share nazionali*, in *Quad. cost.*, 2000

Niro R., *Profili costituzionali della disciplina antitrust*, Padova, 1994

Niutta A., *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Rivista delle Società*, n. 6, 2003

Nonaka I., *The concept of Ba: Building a foundation for knowledge creation*, in *Californian Management review*, vol. 40, n. 3, 1998

Nordsjo A., *Regulation 1/2003: power of the Commission to adopt interim measures*, in *Eur. comp. law Rev.*, 2006

Notari M., *Appunti sull'iscrizione dei beni dell'incorporata nel bilancio dell'incorporante successivo alla fusione*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*,

Padova, 1997

Notari M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2003

Notari M., *Disposizioni generali della società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali Manuale breve*. Milano, 2003

Notari M., *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Milano, 1996

Olivieri G., *Commento al regolamento CEE n. 4064/89 del Consiglio del 21 dicembre 1989: controllo delle operazioni di concentrazione fra imprese*, in A.A. V.V.

Olivieri G., Pezzoli A., *L'antitrust e le sirene della crisi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, Bologna, 2009

Onesti T., *Alcune considerazioni sul trattamento contabile delle differenze di annullamento nella fusione per incorporazione*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2003

Onesti T., *La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 5-6, 1988

Onesti T., Oricchio G., *La valutazione delle aziende con i metodi finanziari: alcune considerazioni critiche*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 2, 1996

Onida M., *I rapporti fra disciplina nazionale e disciplina comunitaria in tema di concorrenza*, in *Concorrenza e mercato*, 1993

Oppo G., *Diritto dell'impresa e morale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1992

Oppo G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II

Oppo G., *Sui principi generali del Diritto Privato*, in *Riv. Dir. Civ.*, 5, 1991

- Osti C., *Controllo, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993
- Osti C., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza, Diritto antitrust italiano*, Bologna, 1993
- Osti C., *Un giudice a Berlino: equità ed efficienza nelle decisioni dell'Autorità garante della concorrenza*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008
- Pace A., *Libertà “del” mercato e “nel” mercato*, Intervento al VI Convegno dell'Associazione italiana dei costituzionalisti, “*La Costituzione economica negli anni Novanta*”, Ferrara, 11-12 ottobre 1991, in *Pol. dir.*, 1993
- Pace L. F., *Il sistema italiano di tutela della concorrenza e il “vincolo comunitario” imposto al legislatore nazionale: l'art. 1 della L. 287/90*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2001
- Pagano M., Panunzi F., Zingales L., *Osservazioni sulla disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. società*, 1988
- Pansieri S., *Il riporto delle perdite nelle fusioni di società*, in *Rass. Trib.*, 1987, n. 6
- Panzarini E., *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da Galgano F., 1, Torino, 1995
- Paolini E., *Nozione, natura giuridica e ambito applicativo della scissione*, in *Trasformazione, fusione, scissione, opa, società quotate*, in *Trattato teorico-pratico delle società*, a cura di Schiano Di Pepe G., Milano, 1999
- Pappalardo A., *Concorrenza, intese, concentrazioni, posizioni dominanti nel diritto della concorrenza*, in *Enciclopedia del Diritto*, Aa. Vv, Torino, 1987
- Pardolesi R., *C'era una volta in Europa: di antitrust comunitario, importazioni*

parallele ed idoli infranti, in *Foro It.*, 2001

Pardolesi R., *Leveraged Buyout: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. comm.*, 1989

Pardolesi R., Perna R., *Fra il dire e il fare: la legislazione italiana sulle privatizzazioni delle imprese pubbliche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1994

Pardolesi R., Portolano A., *All'ombra delle piramidi. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato concorrenza regole*, 2001, 1

Passaponti B., *I gruppi e le altre aggregazioni aziendali*, Milano, 1994

Pavarani E., *Analisi finanziaria*, Milano, 2002

Pavone La Rosa A., *Divagazioni in tema di «controllo» e «gruppo» nelle aggregazioni societarie*, in *Contratto e impr.*, 1997

Pedersoli A., *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in AA. VV.: *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993

Penrose E., *The theory of the growth of the firm*, London, 1959

Pera A., Cassinis P., *Applicazione decentrata del diritto comunitario della concorrenza: la recente esperienza italiana e le prospettive della modernizzazione*, in *Dir. commercio internaz.*, 1999

Pera A., *Concorrenza e antitrust*, Bologna, 2001

Pera A., Falce V., *The modernisation of EC Competition Law and the role of national competition authorities – Revolution or Evolution?*, in *Il Dir. dell'UE*, 2003

Perini A., *Autorità amministrative indipendenti e tutela giurisdizionale*, in *Dir. Amm.*, 1994

Perna R., *L'eccesso di tutela nella privatizzazione delle public utilities*, in *Foro it.*, 1996

- Perrino M., *Sub art. 2501 c.c.*, in *Società di capitali*, Niccolini G., Stagno S'Alcontres A., (a cura di), Napoli, 2004
- Perrotta R., Garegnani G. M., *Le operazioni di gestione straordinaria d'impresa*, Milano, 2001
- Perulli A., *Esternalizzazione del processo produttivo e nuove forme di lavoro*, in *DL*, 2000
- Pescatore S., *Impresa societaria a base capitalistica. Caratteri*, in *Istituzioni di Diritto commerciale* (a cura di) V. Buonocore, Torino, 2006
- Pescatore S., in V. Buonocore (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003
- Petrone L. M., *Il «giusto equilibrio» del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al merger leveraged buy out (MLBO)*, in *Obbl. contr.*, 2009
- Petteruti G., *Imposte fisse e pluralità di oggetti o negozi*, in *Studio CNN*, n. 144/2008
- Peveraro S., *Inserito PE*, in *Mercato & Finanza*, settembre 2003
- Philips L., *Competition policy: a game-theoretic prospective*, CUP, Cambridge, 1995
- Picchione A., *Sulla natura giuridica delle operazioni a fondo perduto e dei finanziamenti a favore della società*, in *Riv. Not.*, 2007
- Picciau A., *Durata dei patti e diritto di recesso. Commento all'art. 123 del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria - La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 5*, in *Commentario a cura di Marchetti e Bianchi*, Milano, 1999
- Picciau A., *La scissione semplificata*, in AA.VV., *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, Milano, 2007
- Piccioli C., *Contributo all'individuazione del fondamento costituzionale della*

normativa a tutela della concorrenza, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1996

Picone L. G., Quatraro B., *Manuale Teorico-Pratico Delle Offerte Pubbliche Di Acquisto E Scambio. Dottrina*, Milano, 2006

Picone L. G., *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy-out*, Milano, 2001; *ID.*, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contratto e impr.*, 2003

Picone L., *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004

Pignataro L., *La riforma del diritto comunitario della concorrenza: il regolamento n. 1/2003 sull'applicazione degli articoli 81 e 82 del Trattato CE*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 2003

Pinto V., *Le garanzie «patrimoniali» nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. società*, 2003

Piola M., *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo G. E., Portale G. B., Torino, 2004

Pisani Massamormile A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003

Pistorelli L., *Le garanzie “analitiche” sulle voci della situazione patrimoniale di riferimento*, in *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli F., De Andrè M., Milano, 1990

Piva S., *La retribuzione del management direttamente correlata alle performance di valore aziendale*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 6, 1998

Poliani F., *Risarcimento del danno da mancata promozione di opa obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2009, I

- Police A., *I “nuovi” poteri dell’Autorità garante della concorrenza e le prospettive in termini di tutela giurisdizionale*, in Aa.Vv., *Recenti innovazioni in materia di sanzioni antitrust*, Milano, 2008
- Police A., *Tutela della concorrenza e pubblici poteri. Profili di diritto amministrativo nella disciplina antitrust*, Torino, 2007
- Polo M., *Le Autorità indipendenti: un’analisi economica e una proposta di riordino*, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2/2002
- Ponti L., Masetti M., *La vendita garantita delle partecipazioni sociali*, Padova, 1997
- Ponti L., Panella R., *La “preferenza” nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003
- Porchia O., *L’applicazione degli artt. 85-86 del Trattato CE da parte dell’Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Dir. commercio internaz.*, 1995
- Porro G., *La disciplina della concorrenza nel diritto italiano e nel diritto comunitario, con particolare riferimento all’ambito di applicazione della legge 10 ottobre 1990, n. 287, in materia di concentrazioni*, nei *Quaderni del CSM* (Frascati, 14/18 marzo 1994, Settimana di formazione dedicata al diritto commerciale)
- Portale G. B., *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa e dir. privato*, 2004
- Posner R. A., *Some uses and abuses of economics in law*, in *Univ. of Chicago Law Rev.*, 1979
- Postiglione G., *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci di s.r.l.: dubbi interpretativi e limiti applicativi*, in *Riv. soc.*, 2007
- Potito L., *Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*, Torino, 2006
- Pozza L., *Le risorse immateriali. Profili di rilievo nelle determinazioni quantitative*

d'azienda, Milano, 1999

Preite D., *L'“abuso” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992

Presti G., Rescigno M., *Corso di diritto commerciale*, II, 2005, Bologna

Prosperetti L. et al., *Economia e diritto Antitrust*, Napoli, 2006

Provasoli A., *Valori di mercato e valori contabili. La sfida dell'impairment test*, in *Riv. dott. comm.*, 2003

Proverbio D., *Brevi note in tema di OPA a cascata*, in *Società*, 1999

Quatraro B., *La fusione delle società*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, fiscali e penali*, a cura di Ambrosini S., Torino, 2005

Ramajoli M., *Attività amministrativa e disciplina antitrust*, Milano, 1998

Ramajoli M., *La tutela degli utenti nei servizi pubblici a carattere imprenditoriale*, in *Dir. amm.*, 2000

Ramondelli G., *In tema di nullità della società: l'art. 2505 c.c. ed i requisiti di validità dell'atto costitutivo (In particolare: la forma dell'atto costitutivo e deposito dei tre decimi)*, in *Temi Romana*, 1982

Ravaccia M., *Definizione di azienda e utilizzabilità del valore venale definito per l'imposta di registro anche ai fini dell'IRPEF* (nota a Comm. Prov. Milano, sent. 2 marzo 1999, n. 86), in *Riv. giur. trib.*, 2000

Riccio A., *Nella fusione di società si ha, dunque, continuità dei rapporti giuridici anche processuali*, in *Contr. Impr.*, 2005

Ricolfi M., *Antitrust*, in *Tratt. dir. comm.*, a cura di Cottino G., vol. II, Padova, 2001

Rinaldi R., *Il nuovo regolamento della Commissione Europea sugli accordi verticali*,

- in *Diritto del Commercio Internazionale*, Milano, 1999
- Riordan M., *Competitive Effects of Vertical Integration*, paper presentato alla conferenza “*Advances of the Economics of Competition Law*”, Lear, Roma, 2005
- Rivolta M., *La disciplina della cessione dei crediti d’impresa*. in *Riv. dir. civ.*, 1991, II
- Rizza Bajardo G. C., *La normativa comunitaria sul controllo delle concentrazioni tra imprese alla luce delle disposizioni di attuazione del regolamento n. 4064/89 e dei recenti documenti interpretativi della commissione*, in *Riv. Dir. Impresa*, 1991
- Roberti M., *La disciplina delle concentrazioni tra imprese, Il diritto privato dell’Unione europea*, Torino, 2000
- Rodorf R., *Sollecitazione all’investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001
- Romagnoli G., *Diritti dell’investitore e dell’obbligazionista nell’opa obbligatoria*, Padova, 2005
- Romagnoli G., *Le norme su Opa e Ops nel regolamento CONSOB sugli emittenti*, in *Società*, 1998
- Romano M., *L’impairment test dell’avviamento nella prospettiva del “full good will method”*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 6, 2007
- Romano M., *La valutazione di aziende o di rami d’azienda nell’amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 2001
- Ross S., *Post-Chicago analysis after Kodak*, in *ABA (Antitrust)*, fall/winter, 1992
- Rossi F., *Control of concentrations: the wake of the EEC regulation and the debate in Italy*, *Fordham Corporation, L. Inst.*, 1988

Ruotolo A., *Studio CNN, I termini della fusione semplificata ex artt. 2505 e 2505-bis c.c. deliberata dall'organo amministrativo*, n. 174-2006

Ruta D., Turati C., *Organizzare il Knowledge Management*, Milano, 2002

Sacchi A., *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore: le relazioni ai sensi dell'art. 2501-bis, commi 4 e 5, c.c.*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2006

Saggese P., *Le novità relative alla participation exemption*”, in *Il fisco*, n. 4 del 28 gennaio 2008

Saja F., *L'autorità garante della concorrenza e del mercato: prime esperienze e prospettive di applicazione della legge*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1991, I

Salafia V., *Criterio di iscrizione del c.d. disavanzo di fusione nel bilancio di esercizio successivo alla fusione*, in *Le società*, 2001

Salafia V., *Il procedimento per il lancio di una opa*, ne *Le Società*, 1999, 4

Salafia V., *La fusione per incorporazione di società interamente o al 90% possedute*, in *Società*, 2006

Salafia V., *Revisione obbligatoria e responsabilità*, in *Soc.*, 2009

Salerno F., *Commento all'art. 2504 bis c.c.*, in Aa.Vv., *La riforma delle società*, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, 2003

Salinger M. A., *A Graphical Analysis of Bundling*, in *The Journal of Business*, 1995

Salmoni F., *Quando la concorrenza diventa il limite della libertà d'impresa. Riflessioni a partire da una sentenza della Corte costituzionale*, in *Foro it.*, 2000, I

Salvadeo S., Tedeschi G., *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*, Milano, 2010

Salvato L., *Le operazioni di fusione e di scissione*, Milano, 2005

- Salvioli G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 2005
- Sangiovanni V., *Finanziamenti dei soci di s.r.l. e fallimento della società*, in *Fall.*, 2007
- Sangiovanni V., *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *Giur. mer.*, 2008
- Sangiovanni V., *La responsabilità extracontrattuale della società di revisione nel caso Parmalat*, in *Corriere giur.*, 2009
- Santagata R., *La fusione (semplificata) di società non azionarie*, in *Il Nuovo Diritto delle Società* collana diretta da Abbadessa P., Portale G. B., 2004
- Santagata R., *Lineamenti generali dell'istituto della fusione: natura giuridica e procedimento*, in *Fusioni e scissioni di società. Profili civili e fiscali*, Milano, 1993
- Santi A., *La valutazione delle partecipazioni in società non quotate nelle imposte sui trasferimenti, tra capacità contributiva e certezza del diritto-Nota a sentenza*, in *Rivista di diritto tributario*, 2004, n. 6
- Santosuosso D. U., *La Riforma del diritto societario*, Milano, 2003
- Sartori V., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004
- Scardulla F., *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Tratt. dir. civ. e comm.* fondato da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni, vol. XXX, Milano, 1989
- Schiavano M. L., *Commentario breve al diritto della concorrenza*, in Ubertazzi L. C., (a cura di), Padova, 2004
- Schinaia M. E., *Il controllo giurisdizionale sulle autorità amministrative indipendenti*, in *Foro amm. CDS*, 2003
- Schinaia M. E., *Le sanzioni amministrative: la giurisprudenza del TAR del Lazio*, in Aa. V.V., *Antitrust: le sanzioni*, Milano, 1996

- Schmalensee, R., *Gaussian Demand and Commodity Bundling*, in *The Journal of Business*, 1984
- Schmidt J., *The New ECMR: “Significant impediment” or “significant improvement”?*, in *Common Market Law Review*, 2004
- Sciandone F., *Il regolamento comunitario sulle concentrazioni: le recenti modifiche e le comunicazioni interpretative della Commissione* in *Contratto e Impresa Europa*, 1998
- Sciarelli S., *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Padova 1995
- Sciaudone F., *Il regolamento comunitario sulle concentrazioni: le recenti modifiche e le comunicazioni interpretative della Commissione*, in *Contratto e impresa europea*, 1998
- Scipione L., *La nuova disciplina delle operazioni straordinarie*, Torino, 2006
- Scipione L., *La nuova disciplina dell'o.p.a. Europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005
- Scoca F. G., *Giudice amministrativo ed esigenze del mercato*, in *Dir. Amm.*, 2008
- Scoca F. G., Degni F., *Autorità amministrative indipendenti e sindacato giurisdizionale: il complesso rapporto tra esercizio del potere ed effettività della tutela*, in *Authorities*, a cura di Paganetto L., Roma, 2007
- Scognamiglio G., *Responsabilità dell'organo di vigilanza bancaria e danno meramente patrimoniale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II
- Scognamiglio G., *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003
- Sepio G., *Imputazione del prezzo di acquisto dell'azienda e accollo di debiti*

aziendali tra fisiologia e patologia, in *La fiscalità delle operazioni straordinarie d'impresa* a cura di Lupi R., Stevanato D., Milano, 2002

Serafini S., *La qualificazione dei rapporti di controllo ai fini dell'accertamento dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato*, in *Rivista Diritto Commerciale*, 2004

Serra A., *L'assemblea: procedimento*, in (diretto da G. E. Colombo, G. B. Portale) *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1994

Serra A., Spolidoro M. S., *Fusioni e scissioni di società*, Torino, 1994

Sfamini P., *La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2002, ID., *La disciplina europea sull'opa: il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea approva all'unanimità il testo di compromesso*, in *Riv. soc.*, 2003; ID., *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2004

Sharma D. S., HO J., *The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (1) & (2), 2002

Sherman A. J., Hart M., *Mergers & acquisitions from a to z*, New York, 2006

Sicca L., *Crisi aziendali e piani di risanamento. Aspetti pratici e prime idee per una sistemazione della materia*, in Aa.Vv., *Saggi di ragioneria e di economia aziendale. Scritti in onore di Domenico Amodeo*, Padova, 1986

Sicca L., *La gestione strategica dell'impresa*, Padova, 2001; Tesauro F., *Istituzioni di diritto tributario*, Torino, Vol. I e II, 2008

Simeon M., *La postergazione dei finanziamenti dei soci nella s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2007

Sinclair R., *Reflections on the European Commission's proposals to amend the*

jurisdictional test in the merger regulation: A ball of mirrors, in *European Competition Law Review*, 2002

Siniscalco D., Bortolotti B., Vitalini S., *Le privatizzazioni difficili*, Bologna 1999

Soames T., Maudhuit S., *Changes in EU Merger Control: Part 1*, in *E. C. L. R.*, 2005

Sodi J., *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.* 1996

Spaventa L., *La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999

Speranzin M., *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006

Spolidoro M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in Rescigno M., Sciarrone Alibrandi A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004

Spolidoro M. S., *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione*, in *Società*, 2000

Spolidoro M. S., *Fusioni e Scissioni di società: commento al D. Lgs. 16 gennaio 1991, n. 22*, in *Quaderni di dir. comm.*, Milano, 1994; *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, in *Le Società*, 2000

Spolidoro M. S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Le Società*, 1995

Spolidoro M. S., *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2008

Stagno D'Alcontres F., in Niccolini G., Stagno d'Alcontres F. (a cura di), *Società di capitali. Commentario sub artt. 2346 e 2351 c.c.*, Napoli, 2004

Stella F., *Il regolamento CE n. 1310/97 del Consiglio che modifica il Regolamento*

(CEE) n. 4064/89 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese: un primo commento, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1998

Stella Richter M. Jr., *La collegialità del consiglio di amministrazione*, in Libonati (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995

Stesuri A., *Le verifiche nel corso dei processi di acquisizione e l'interferenza sulla due diligence della riforma societaria fiscale*, in *Rev. Cont.*, 2004

Stevanato D., *Scissioni: prime riflessioni sull'attribuzione alle società beneficiarie delle "posizioni" fiscali della società stessa*, in *il Fisco*, 1993, n. 10

Stunton W. J., Varaldo Varaldo R., *Marketing*, Bologna, 2000

Subiotto R., Snelders R., *Mergers and acquisitions*, in *Antitrust developments in Europe*, 2003, Kluwer Law International, 2005

Szyszczak E., *Golden Shares and Market Governance*, in *Leg. Issues of Econ. Integr.* 29(3), 2002

Talenti A., *Comunicazione delle concentrazioni*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994

Talenti A., *Conclusione dell'istruttoria sulle concentrazioni*, *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994

Talenti A., *Sanzioni amministrative pecuniarie per inottemperanza al divieto di concentrazione o all'obbligo di notifica*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994

Taliento M., *Il valore dell'impresa nella prospettiva dell'acquirente. Profili strategici, economici e contabili delle aggregazioni aziendali*, Torino, 2005

Taliento M., *La stima del valore delle "sinergie" nelle acquisizioni di aziende in esercizio*, in *Note metodologiche e rilievi economico-contabili*, Quaderni Monografici Ricerca n. 23, Roma, 2004

- Tamburini M., *Art. 2504 bis*, in *Commentario Maffei Alberti*, vol. IV, Padova, 2005
- Tamburini M., *Commento all'art. 2503*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2007
- Tantini G., *Operazioni sul capitale e operazioni sulle azioni nella fusione per incorporazione*, in *Giur. comm.*, 1984, II
- Tantini G., *Problemi in tema di fusione*, in AA.VV., *Fusione, trasformazione e scioglimento di società*, Milano, 1987
- Tardella E., Maggiore M., *State action defence e poteri di intervento dell'AGCM nei mercati a regolamentazione diffusa: ordinamento comunitario e nazionale a confronto dopo la sentenza Cif*, in *Concorrenza e mercato*, 2004, n. 12
- Tavassi M., *Il regolamento CE n. 1/2003: verso una devoluzione di competenze in materia di concorrenza dalla Commissione Europea alle autorità garanti ed ai giudici nazionali* in *Rivista del commercio e degli scambi internazionali*, 2004
- Tavassi M., Scuffi M., *Diritto processuale antitrust italiano*, 1998
- Teitgen Colly C., *Le instances de regulation et la Constitution*, in *Revue de droit public*, 1990, 1
- Temple Lang J., *Oligopolies and joint Dominance in Community Atitrust Law*, in (*Fordham Corporate Law Conference*, New York, 2001), in *Corp. L. Inst.*, 2002
- Tersillia S., *La due diligence per l'acquisizione di un pacchetto azionario di controllo di una società non quotata in borsa: obblighi di informazione e responsabilità dei soggetti coinvolti*, in *Dir. comm. internaz.*, 2002
- Tesauo G., *Aspetti fiscali della trasformazione eterogenea*, in *Trib. Impresa*, 2005, n. 2
- Tesauo G., *Esiste un ruolo paragiurisdizionale dell'Antitrust nella promozione della*

- concorrenza?*, in Kostoris Padoa Schioppa F., (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, Milano, 2002
- Thompson A., Strickland A. J., *Il problema della valutazione della strategia*, in *Economia e Management*, 12, 1990
- Thompson J. D., *Organizzazione aziendale*, Milano, 1988
- Tiburzi P., *Le nuove trasformazioni, fusioni, scissioni*, Milano, 2005
- Tino E. A., *Fusione: evento modificativo o estintivo? Brevi riflessioni a seguito della riforma*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006
- Tirritto L., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Cassottana M., Nuzzo A., *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, Torino, 2006
- Tjong J. S., *Dragon Capital Group Corp Mergers and Acquisitions*, in *Building 2*, Shanghai, 2009
- Todino M., *La riforma del controllo delle concentrazioni*, in *Contratto e impresa europa*, n. 2, 2004
- Toffoletto A., *Controllo*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994
- Toffoletto A., *Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*, in *Concorrenza e mercato*, Padova, 1994
- Tombari U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni, (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002
- Tonetti A., *La dimensione autoritativa del diritto amministrativo europeo: i poteri ispettivi in materia di tutela della concorrenza*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2005
- Tosato G. L., Bellodi L., *Il nuovo diritto europeo della concorrenza*, Milano, 2004
- Travi A., *Giudice amministrativo e Autorità indipendenti: il caso del sindacato sugli atti dell'Autorità antitrust*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2002

- Triola R., *La prelazione legale*, Milano, 2003
- Tucci A., *Condizioni dell'opa obbligatoria e acquisizione del controllo mediante patto di sindacato*, in *Società*, 1999
- Tuenbull S., Holmes S., *Remedies in merger cases recent developments*, in *European Competition Law Review*, 2002
- Ubertazzi B., *La capacità delle persone fisiche nel diritto internazionale privato*, Padova, 2007
- Ubertazzi T. U., *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Padova, 2008
- Vecchio G., *La società di revisione è negligente? Risponde dei danni subiti dagli investitori*, in *Corr. mer.*, 2009
- Venit J. S., *Brave new world: the modernization and decentralization of enforcement under articles 81 and 82 of the EC treaty*, in *Common Market Law Review* 40, 2003
- Ventoruzzo M., *La Tredicesima direttiva dell'Unione Europea in materia di offerte pubbliche d'acquisto verso l'approvazione*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 678 ss; *ID.*, *Respinta dal Parlamento Europeo la Tredicesima direttiva sull'opa*, in *Riv. soc.*, 2001
- Verde G., *Autorità amministrative indipendenti e tutela giurisdizionale*, in *Dir. proc. amm.*, 1998
- Vesperini G., *Le funzioni delle autorità amministrative indipendenti*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1990
- Vicari A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004
- Vicari A., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto di società di capitali*, Milano, 2007
- Villanacci G., *L'opzione*, in AA. VV., *I contratti in generale*, III, *Conclusioni, Opzione-Prelazione, Contratto Preliminare*, Torino, 2000

- Villata R., *Autorizzazioni amministrative e iniziativa economica privata*, Milano, 1974
- Visentini B., *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, in *Dir.e prat. comm.*, 1942
- Vitale M., *Sviluppo e spirito d'impresa*, Roma, 2001
- Vittone L., *Introduzione e soppressione di clausole di prelazione negli statuti di società di capitali: rassegna critica di giurisprudenza* in *Giur. comm.*, 2000, I
- Völcker S., *Mind the Gap: Unilateral Effects Analysis Arrives in EC Merger Control*, in *ECLR*, 2004
- Wang N., *Measuring Transaction Costs: An Incomplete Survey*, Ronald Coase Institute, in *Working Paper*, n. 2, 2003
- Weigmann R., *Art. 106. Opa totalitaria*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario* diretto da Campobasso G., II, Torino, 2002
- Williamson O. E., *The economic institutions of capitalism :firms, markets, relational contracting*, Free Press, New York, 1987
- Zabban F., *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, in *Fondazione italiana per il notariato*, Milano 2007
- Zambon S., *La comunicazione degli intangibles e dell'intellectual capital: un modello di analisi*, in *Quaderni AIAF*, n. 106/2002
- Zampaglione L., *Sulla forma delle decisioni dei soci di società di persone aventi ad oggetto la fusione/scissione tra società di persone e società di capitali*, in *Studi e Materiali*, 2007
- Zanda G., *Il valore dell'impresa nella prospettiva dell'acquirente. Profili strategici*,

economici e contabili delle aggregazioni aziendali, Torino, 2005

Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, Milano, 2000

Zeno Zencovich V., *Diritto europeo dei contratti (verso la distinzione tra “contratti commerciali” e “contratti dei consumatori”)*, in *Giur. it.*, 1993

GIURISPRUDENZA

Trib. Milano, *Massime in tema di omologazione*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 195

Orientamento Trib. Milano, in *Società*, 2000, p. 387

Corte Cost., n. 439/91, in *Giur. cost.*, 1991, p. 3679 ss

Commissione, *Warner lambert/Gillette*, in *G.U.C.E.*, n. L 116/21 del 1983

Corte di giustizia, 17 novembre 1987, C-142/84, *BAT e Reynolds v. Commissione*, in *Racc.*, 1987, p. 4487

Cass., 10 ottobre 1955, n. 2959, in *Dir. fall.*, 1956, II, p. 106

Trib. Busto Arsizio 24 gennaio 1968, in *Dir. Fall.*, 1968, II, p. 617 ss

Trib. Milano, 13. aprile 1970, in *Riv. notar.*, 1970

Trib. Milano, 24 settembre 1970, in *Giur. it.*, 1971, I, 2, p. 431

Trib. Milano 24 settembre 1970, in *Giur. it.*, 1971, I, 2, p. 431 ss

Trib. Milano, 18 ottobre 1970, in *Giur. di merito*, 1972

Corte di giustizia, 21 febbraio 1973, C-6/72, *Continental Can v. Commissione*, in *Racc.*, 1973, p. 215

App. Milano, 2 aprile 1973, in *Riv. notar.*, 1973, p. 963

App. Milano, 29 maggio 1973, in *Giur. it.*, 1973, I, 2, p. 1198

Cass., 26 giugno 1973, n. 1829, in *Foro it.*, 1973, I, 1, p. 1412

Cass., 26 marzo 1977, n. 2692, in *Giust. civ. mass.*, 1977

Trib. Roma, 13 settembre 1977, in *Giur. comm.*, 1978, II, p. 100; Trib. Cassino, 27 settembre 1990, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1991, II, p. 235

Cass., 25 ottobre 1977, n. 4565, in *Giur. comm.*, 1978, II, p. 352

Corte di Giustizia, sentenza 14 febbraio 1978, *United Brands*, in *Racc.*, 1978, p. 207 ss

Cass. 12 marzo 1981, n. 1407, in *Rivista del notariato* 1981, p. 706

Cass., 25 maggio 1983, n. 3625, in *Riv. it. dir. lav.*, 1984, II, p. 471 ss, con nota di Fabris P., *Patto di opzione, patto di non concorrenza, contratto di lavoro*

Cass. 19 agosto 1983 n. 5410, in *Giur. comm.*, 1985, II, p. 336-344, commento di Gattai B., *Conflitto d'interessi e azione di responsabilità*

Cass., 21 novembre 1983, n. 6937, in *Giur. Comm.*, 1985, II, p. 27

Trib. Milano, 18 luglio 1984, in *Giur. comm.*, 1985, I, p. 653, con nota di Calandra B., *Amministrazione bipersonale, metodo collegiale e clausola di prevalenza del voto del presidente*

Cass., 14 febbraio 1986, n. 873, in *Giust. civ.*, 1986, I, p. 1672 e ss., con nota di Lipari M., *L'oggetto dell'opzione di vendita e la determinazione del prezzo rinviata ad un successivo accordo tra le parti*

Trib. Milano, 21 aprile 1986, in *Soc.*, 1986, p. 869

Cass. 20 giugno 1986, n. 4106, in *Giur. comm.*, 1987, II, p. 225

Cass. 11 ottobre 1986, n. 5950, in *Giust. civ. mass.*, 1986

Cass., 11 ottobre 1986, n. 5950, in *Giur. it.*, 1987, I, 1, c. 1626 ss

Cass. marzo 1987, n. 2381, in *Mass. Foro it.*, 1987

Trib. Milano, 6 giugno 1988, in *Giur. it.*, 1989, I, 2, c. 22 ss.

Trib. Genova, 3 novembre 1988, in *Soc.*, 1989, p. 481

Trib. Cassino, 23 dicembre 1988, in *Foro it.*, 1989, I, c. 2960

Trib. Napoli, 20 febbraio 1989, in *Foro it.*, *Rep.* 1992, voce *Società*, n. 598

Trib. Napoli, 17 luglio 1989, *ivi*, 1990, p. 356 ss

Trib. Napoli 17 luglio 1989, in *Le Società*, 1990, p. 356 ss

Trib. Napoli, 5 dicembre 1989, in *Soc.*, 1990, p. 939

Trib. Napoli 5 dicembre 1989, in *Le Società*, 1990, p. 939 ss. con commento di Santagata R.

Cass. 24 gennaio 1990, n. 420, in *Società*, 1990, p. 750-754, commento di Carnevali U., *Limiti alla impugnazione delle delibere consiliari; ID.*, in *Foro It.*, 1990, I, 2, c. 1551-1554

App. Venezia, 20 luglio 1990, in *Soc.*, 1990, p. 1641

App. Venezia, 20 luglio 1990, in *Soc.*, 1990, p. 1641

Trib. Milano 3 settembre 1990, in *Giur. it.*, 1991, IV, p. 517

Trib. Cassino, 21 novembre 1990, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1991, II, p. 235

Trib. Cassino, 21 giugno 1991, in *Società*, 1992, p. 82

Trib. Napoli 22 ottobre 1992, in *Riv. Not.* 1993, p. 464

Cass., 14 dicembre 1992, n. 1823, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1993, I, p. 13 ss

Trib. Roma 29 gennaio 1993, in *Riv. notar.*, 1993, II, 678

Trib. Udine 26 marzo 1993, *Obbligatorietà del deposito del progetto di fusione*, in *Vita Not.* 1992, 5-6, p. 1265

App. Milano 4 maggio 1993, in *Le Società* n. 9, 1993, p. 1229, con commento di

Salafia V., *Incompatibilità tra stato di scioglimento e operazioni di fusione*
Cass., 15 luglio 1993, n. 7859, in *Foro it.*, 1994, I, p. 406
Trib. Napoli, 14 ottobre 1993, in *Soc.*, 1994, p. 251
Cass., 27 gennaio 1994, n. 833, in *Riv. notariato*, 1994, p. 861
Trib. Alba, 9 maggio 1994, in *Riv. notariato*, 1995, II, 1561
Trib. Alba, 9 maggio 1994, in *Società*, 1995, p. 398
Trib. Napoli 3 giugno 1994, in *Foro nap.* 1995, p. 154 ss
Trib. Milano, 17 giugno 1994, in *Riv. dir. ind.*, 1995, II, p. 190
Trib. Udine, 1 luglio 1994, in *Dir. fall.*, 1995, II, p. 703
Cass., 22 luglio 1994, n. 6828, in *Giur. it.*, 1995, p. 1034
Trib. Milano 30 settembre 1994, in *Riv. not.*, 1995, p. 1115
Cass., 13 dicembre 1994, n. 10649, in *Mass. Giur. it.*, p. 1994
Trib. Asti, 4 gennaio 1995, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, p. 921
Trib. Trieste 3 febbraio 1995, *Coincidenza dei soci dell'incorporata e della incorporante, ed applicabilità della procedura semplificata ex art. 2504-quinquies c.c.*, in *Riv. Not.*, 1996, 1-2, p. 292, con nota di Fimmanò F., *Fusione, rapporto di cambio ed art. 2504-quinquies*, in *Foro it.*, 1996, I, c. 2927
Trib. Bologna, 14 febbraio 1995, in *Soc.*, 1995, p. 1230
Trib. Trieste 14 febbraio 1995, *Coincidenza dei soci dell'incorporante e della incorporata, e applicabilità dell'art. 2504-quinquies c.c.*, in *Società*, 1995, p. 1190, con nota di Ianniello C., *Procedimento di fusione e applicazione analogica dell'art. 2504-quinquies*
Trib. Bologna 14 febbraio 1995, in *Le Società*, 1995, p. 1230
Trib. Udine, 21 marzo 1995, in *Soc.*, 1995, p. 1088

Cass., 21 marzo 1995, n. 3241, in *Mass. Giust. civ.*, 1995, p. 650

Trib. Verona, 24 marzo 1995, in *Soc* 1995, p. 968

App. Torino, 18 maggio 1995, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, p. 922; Trib. Napoli, 25 ottobre 1995, in *Dir. e giur.*, 1996, p. 686

Trib. Napoli, 5 dicembre 1995, in *Soc.*, 1996, p. 578

Trib. Napoli, 20 dicembre 1995, in *Riv. notariato*, 1997, p. 210

Tar Sicilia, Sez. Catania, 7 febbraio 1996, n. 122, in *Foro amm.*, 1996, p. 3062

Trib. Napoli 14 febbraio 1996, in *Le Società*, 1996 p. 823 e Trib. Napoli 23 ottobre 1996, in *Le Società*, 1997 p. 86

Cass., 10 aprile 1996, n. 3313, in *Rivista del notariato*, 1996, p. 1447

App. Napoli, 18 aprile 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, p. 318

Trib. Napoli, 21 giugno 1996, in *Società*, 1997, p. 71

Cass. Civ., Sez. I, 3 luglio 1996, n. 6079, in *Giur. it.*, 1997, I, 1, p. 451; *Id.*, 1 febbraio 1999, n. 827, in *Foro it.*, 1999, I, p. 831

Trib. Alessandria, 14 agosto 1996, in *Giur. di merito*, 1996, I, p. 856

Cass., 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 520

Trib. Roma, 1 ottobre 1996, in *Foro padano*, 1997, I, c. 127

Cass. 9 gennaio 1997, n. 99, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1998, I, p. 17 ss., con nota di Avolio E., *Inadempimento al patto di prelazione e responsabilità del terzo acquirente*

Cass., 23 gennaio 1997, n. 697, in *Soc.*, 1997, p. 647

Cass., Sez. Unite., 1 luglio 1997, n. 5895, in *Vita not.*, 1998, p. 908 ss.

Trib. Udine 18 agosto 1997-Trib. Udine 20 agosto 1997, *Applicabilità analogica del procedimento semplificato di fusione*, in *Società*, 1998, p. 82, con note di Montesano

A., Inanniello C.

App. Bologna 11 novembre 1997, in *Giur. It.* 1998, p. 961

Trib. Roma 18 marzo 1998, in *Società*, 1998, p. 1185

Trib. Reggio Emilia, 18 agosto 1998, in *Soc.*, 1999, p. 204

Cass., 10 novembre 1998, n. 11296, in *Giust. civ.*, 1999, p. 1717

Cass., 26 novembre 1998, n. 12012, in *Rivista del notariato*, 1999, p. 755

Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Soc.*, 2000, p. 75

Cass. 22 luglio 1999 n. 500 in *Foro it.*, 1999, I, p. 2487

Cass., 4 febbraio 2000, n. 5503, in *Soc.*, 2000, p. 713

Tar Lombardia, Milano, Sez. III, 22 febbraio 2000, n. 2126, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2000, p. 203

Trib. Monza 14 marzo 2000, in *Giur. Milanese*, 2000, p. 336

Cass., 14 aprile 2000 n. 4858, in *Giustizia Civile Massimario*, 2000

Trib. Udine, 6 ottobre 2000, in *Soc.*, 2001, p. 200

Cass., 22 novembre 2000, n. 15093, in *Rep. Foro it.*, 2000, voce Redditi (*imposte*), n. 858

Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Foro it.*, 2001, I, p. 1932 ss

Trib. Genova 21 dicembre 2000, in *Foro it.*, 2001, I, p. 1933 ss

Cass., 12 giugno 2001, n. 7879, in *Rivista del notariato*, 2002, p. 232

Cass. 25 febbraio 2002, n. 2716, in *Impresa*, 2002, p. 682

Cass. 25 febbraio 2002, n. 2716, in *Impresa*, 2002, p. 682 ed in dottrina si veda Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 72, *Imputazione del disavanzo "da concambio" nella fusione e nella scissione (art. 2504-bis, comma 4, c.c.)*, reperibile sul sito internet www.scuolanotariatodellalombardia.org

Cons. Stato 18 giugno 2002, n. 5156, in *Foro it.*, 2003, III, p. 3 ss

Trib. Catania 20 novembre 2002 in *Vita Notar.*, 2003, p. 926

Cass., 4 marzo 2003, n. 3166, in *Mass. Giust. civ.*, 2003, f. 3

Trib. Catania 5 maggio 2003, in *Società*, 2004, p. 69

Cons. Stato, 13 maggio 2003, n. 4142 in *Giur. It.*, 2004, p. 2112; Trib. Milano, 21 maggio 2007 n. 6212, in *Società*, 2, 2008

Cass., 11 giugno 2003, n. 9355, in *Impresa*, 2003

Trib. Milano, 8 settembre 2003, in *Giur. comm.*, 2005, II, 198 ss

Cass. 1 dicembre 2003, n. 18321 in *Foro it.*, 2004, I, c. 1464 ss

Consiglio di Stato, sez. VI, 2 marzo 2004, n. 926 in *Foro it.*, 2005, III, 6

Cass., 9 settembre 2004, n. 18176, in *Giur. it.*, 2005, p. 318

Cass., 25 novembre 2004, n. 22236, in *Giur. it.*, 2005, p. 1183

Cass. 22 marzo 2005, n. 6193, in *Società*, 2006, p. 473-476, commento di Spaltro G., *Legittimazione del socio ad intervenire nel giudizio di impugnazione di delibera assembleare*

Cass., 6 maggio 2005, n. 9432, in *Rep. Foro it.*, 2005, voce *Società*, n. 1156

Trib. Mantova, 9 giugno 2005, in *Giur. it.*, 2005, p. 2308

Cass., 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Soc.*, 2006, p. 459

Cass., 23 giugno 2006, n. 14526, in *Mass. Foro it.*, 2006, p. 1844

Cass., 23 giugno 2006, n. 14526, in *Mass.*, 2006, p. 1844

Cass., 25 giugno 2006, n. 14143, in *Mass. Foro it.*, 2006, p. 128

Trib. Torino, 20 luglio 2006, in www.giurisprudenza.piemonte.it

Corte d'Appello di Trento Sez .II, 6 dicembre 2006, n. 422 in *I contratti*, 2006, 8-9, p. 758

Cass., 23 gennaio 2007, n. 1476, in *Mass.*, 2007, p. 103

Consiglio di Stato, Sez. VI, 8 febbraio 2007, n. 515, in *Giur. amm.*, 2007, I, p. 186

Cass., 16 febbraio 2007, n. 3695, in *Mass. Giur. it.*, 2007, 708

Tar Lazio-Roma, Sez. III *ter*, 17 luglio 2007, n. 6500, sul sito *internet*
www.leggiditalia.it

Cass. 18 luglio 2007 n. 15963, in *Foro Italiano*, 2009, I, p. 2197

Cass., 28 settembre 2007, n. 20423, in *Mass. Foro it.*, 2007, p. 1854

Cass., 19 ottobre 2007, in *Mass. Giur. it.*, 2007, p. 228

Cass., 29 ottobre 2007, n. 22658, in *Mass Foro*, 2007, p. 1665

Cass., 28 dicembre 2007, n. 27183, in *Mass. Foro it.*, 2007, p. 2044

Trib. Milano, ord., 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 11, p. 1375

Cass. 16 aprile 2008 n. 9950 in <http://www.quagliarella.com/tef29.html>

Tribunale di Milano 27 novembre 2008, in *Foro it.*, 2009, I, p. 2545 ss