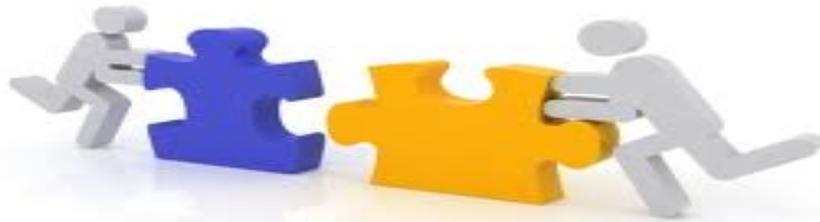


FACOLTA' DI ECONOMIA

Cattedra di Politiche di Welfare e Organizzazione industriale

SINTESI

“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

PREFAZIONE

Interdisciplinare è un aggettivo che richiama quell'attività di coinvolgimento e di collaborazione di più discipline per l'analisi di un fenomeno. Questo elaborato ha l'obiettivo di fornire una visione integrata sul tema delle operazioni di Merger and Acquisition. Tante definizioni che sebbene assumano diciture diverse tendono ad illustrare sempre lo stesso fenomeno attraverso un'analisi interdisciplinare. Problematiche di natura strategica, finanziaria, fiscale, contabile e di antitrust che si nascono sotto definizioni differenti ma dallo stesso contenuto.

Le operazioni di M&A diventano quindi un fenomeno dalle mille sfaccettature, che cambiano significato a seconda del punto di vista da cui le si guardano. Tra queste emblematica è l'assonanza con il termine controllo delle Concentrazioni. Istintivamente il suono dei due termini riporta ad un contrasto completo.

Da una parte una scienza che studia le motivazioni strategiche, le regole di tutela e procedurali, l'aspetto contabile, finanziario e le direttive fiscali disegnando un quadro completo per favorire l'utilizzo di uno strumento definito di base "finanziario" e volto ad illustrare quelle operazioni straordinarie che portano alla fusione di due o più società.

Adottato per le più diversificate ragioni; evitare un default, accrescere le quote di un mercato, assumere il ruolo di leader di un settore, ridurre i costi etc. D'altro canto un concetto di controllo di quelle, che poi alla fine, sono le stesse operazioni di cui se né curata precedentemente l'attuazione, due lati della stessa medaglia.. Un'opera di vigilanza basata su attente analisi di conseguenze anticoncorrenziali e benefici, indici di concentrazione e altri strumenti che consentano una comparazione tra una situazione ex ante ed un quadro ex post.

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..... 5

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..... 14

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 25

- 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' AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO (AGCM): AUTORITÀ 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

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

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 imprese.

E' importante distinguere fra due tipologie di crescita, la prima mossa dall'interno 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 acquisite.*

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

Con l'espressione inglese Merger and Acquisitions (M&A) si intende far riferimento al fenomeno conosciuto in Italia con il termine "Fusioni e Acquisizioni". Nella definizione anglosassone, però, ci si sofferma principalmente sugli aspetti organizzativi delle operazioni in esame, prescindendo dalle forme giuridiche con cui esse si realizzano¹. Una fusione (merger) è una

¹ 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

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 assimilate². 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, verticale)³.

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.

² 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.

³ 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*

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 giuridica⁴. 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 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

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.

⁴ Cfr. sul punto Marcello R., Ivone M., Loia A. M., *I gruppi e il consolidamento dei bilanci*, Napoli, 2007, *passim*.

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 assicurative⁵.

L'impresa acquirente deve necessariamente comprendere, analizzare e studiare 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

⁵ 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.

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

contratti⁶. In altri casi l'impresa si limita ad acquisire una 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 sensibilmente⁷.

Oggigiorno le operazioni economicamente più rilevanti e giuridicamente più interessanti riguardano tuttavia le imprese medio grandi o grandi⁸, 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.

⁶ 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.; 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 ritentassimo 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*.

⁷ 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.

⁸ 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".

Le operazioni di acquisizione esprimono le dinamiche del mercato e rientrano in 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 intervengono⁹.

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 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 benefici¹⁰.

⁹ Per un approfondimento si veda Maynard T., *Mergers and acquisitions: cases, materials and problems*, 2008, USA, p. 13-14.

¹⁰ 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*

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 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.

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.

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 valore¹¹.

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 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 aziendali¹².

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

¹¹ 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; Dallochio 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.

¹² Si veda per tutti Del Monte A., *Initial Public offerings (IPO), distanza dai centri finanziari e sviluppo regionale*", Napoli, 2008, *passim*.

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 differenza.

Una posizione ancora diversa è infine quella rivestita dal perito indipendente "advisor", 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.

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

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 comunitarie¹³.

La normativa civilistica non fornisce la definizione di fusione¹⁴ ma specifica, nella formulazione dell'art. 2501 c.c., che la fusione “può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società o

¹³ 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.

¹⁴ 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, 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

mediante l'incorporazione in una società di una o più altre", limitandosi quindi ad indicare le diverse forme con cui si può realizzare¹⁵.

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 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 soci¹⁶.

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.

¹⁵Si 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 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. 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.

¹⁶ 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.

Nella vigenza ante riforma del menzionato 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 attivo¹⁷; il nuovo art. 2505 quater pone, viceversa, il problema di 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

¹⁷ 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 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.

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 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 fuse 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 conseguibili¹⁸.

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 liquidazione¹⁹.

¹⁸ 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.

¹⁹ 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 ripartizione dell'attivo, per un ragguglio si vedano: Spolidoro M. S., *Fusioni e Scissioni 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 annullate²⁰. 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 controllata incorpora la controllante²¹; iv) fusione per incorporazione a seguito di acquisizione con

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.

²⁰ 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.

²¹ 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

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 incorporazione²²; 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 capitali²³.

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.

²² Per gli approfondimenti dovuti si veda il paragrafo appositamente dedicato alla tipologia *de quo*.

²³ 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

Per esigenze di completezza occorre distinguere la fusione da altre figure similari: 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 organismi societari ed attuato tramite una molteplicità di atti volitivi plurilaterali²⁴.

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.

²⁴ 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).

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 enti²⁵.

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 giuridicamente²⁶. 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 acquisita²⁷. Con la

²⁵ 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.

²⁶ 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”*.

²⁷ Il LBO, nato negli Stati Uniti negli anni Sessanta e sviluppatosi soprattutto negli anni Ottanta, 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 costituisse 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

*successiva fusione per incorporazione della società target in quella acquirente, si realizza il risultato economico dell'operazione, ovvero si trasferisce sulla prima il costo dell'acquisto*²⁸.

Il nuovo art. 2501-bis c.c.²⁹ 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.»³⁰; 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 dottrina³¹ 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,

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.

²⁸ 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.

²⁹ 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).

³⁰ Cfr. in dottrina Marziale F., *Sub art. 2501-bis*, in *Cod. Ipsa*, Milano, 2004, p. 1285; Capparella G., *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Riv. Not.*, 2008, p. 1029 ss.

³¹ 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.

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 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 creditori³²; b) la relazione dell'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione «deve indicare le ragioni che giustificano 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 tutela³³; c) la relazione degli esperti deve

³² 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.).

³³ 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

attestare «la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione» in particolare con riguardo alle risorse finanziarie previste³⁴; d) nel caso in cui una 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.).

CAPITOLO 3 POLITICA E DISCIPLINA DELLA CONCORRENZA

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.).

³⁴ 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 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.

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 godimento³⁵. 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 consumatore il diretto e finale beneficiario delle norme in parola³⁶.

"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

³⁵ 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.

³⁶ 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.

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'antitrust³⁷.

L'efficienza allocativa costituiva il fine primario dell'antitrust secondo i dettami 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'allocatione 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 scala³⁸, 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 prezzo³⁹.

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

³⁷ 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.

³⁸ 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.

³⁹ Un'ottimale allocatione 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.

*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 servizio*⁴⁰.

*Un altro profilo della Scuola di Chicago strettamente connesso alla politica antitrust della Reagan Administration è la propensione a ragionare in termini 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 curare*⁴¹.

*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 contrattazione*⁴².

⁴⁰ 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.

⁴¹ 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 sviluppatasi 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.

⁴² 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

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 suo significato di escludere la presenza di barriere all'entrata e di valorizzare il concetto di concorrenza potenziale⁴³.

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 bureaucracy, dalla distanza dei managers dal mercato e dalle perdite dinamiche che possono risultare dall'assenza delle pressioni del mercato⁴⁴.

La connotazione efficientistica dell'antitrust non era comunque dotata di particolare contenuto informativo in quanto l'efficienza non rappresentava un obiettivo autonomamente dotato di senso⁴⁵. 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

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 meritano di essere condannate, stimavano ancora maggiori i danni dell'intervento pubblico.

⁴³ 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.

⁴⁴ 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.

⁴⁵ Cfr. Denozza F., *Chicago, l'efficienza e il diritto antitrust*, in *Giur. Comm.*, 1988, p. 5 ss.

al confronto interpersonale delle stesse. La Scuola di 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 risorse⁴⁶.

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"⁴⁷. Queste teorie partono dagli stessi presupposti della 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

⁴⁶ 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 comparitivo 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.

⁴⁷ 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 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).

imperfezioni tendano ad essere eliminate tramite un meccanismo di “autocorrezione”; i “post-Chicagoans”⁴⁸, 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 strategico⁴⁹.

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 procompetitivi⁵⁰.

*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 altri⁵¹. 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)⁵².*

⁴⁸ 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.

⁴⁹ 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*).

⁵⁰ 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 *costumer 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 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.

⁵¹ 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*”.

⁵² Cfr. Franzosi M., *Monopolio-Oligopolio-Concentrazioni. Opinioni dissenzienti*, in *Quad. di Giurispr. Comm.*, 1989,

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 inevitabili⁵³.

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 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 1984⁵⁴.

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.

⁵³ 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.

⁵⁴ 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

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 fusione⁵⁵. 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' "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-specific⁵⁶ 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 servizi⁵⁷. Tra

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.

⁵⁵ Revised Section 4, *Horizontal Merger Guidelines*, in 4 *Trade Reg. Rep.* (CCH), 13, 104, (08/04/1997).

⁵⁶ 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".

⁵⁷ 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".

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.

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 concorrenziale⁵⁸. 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.

⁵⁸ Sul punto si veda per tutti Prosperetti L. et al., *Economia e diritto Antitrust*, Napoli, 2006, p. 86.

Il mercato rilevante pertanto è individuato dall'incrocio di due definizioni: individuati i prodotti considerati sostituti si procederà a individuare l'area geografica considerata. Per quanto riguarda l'aspetto della sostituibilità, questa deve essere 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% prezzo⁵⁹.

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.

⁵⁹ Cfr. Scognamiglio C., Martocchia M., Paniccia I., *Economia dei mercati imperfetti*, Luiss University Press, 2006, *passim*.

Gli effetti sul mercato promananti da una fusione, non sono spesso positivi e 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 prezzi⁶⁰. 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 mercato⁶¹. 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 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;

⁶⁰ 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.

⁶¹ 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 pronunciata sul caso, ha esplicitamente deciso che: "*the concentration would have had the direct and immediate effect of creating the condition in which abuses where not only possible but economically rational*".

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 collusione⁶².

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 dalla somma fra surplus del consumatore e surplus del produttore, risulterà positivo⁶³. 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

⁶² 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.

⁶³ 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).

*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 acquistabili*⁶⁴.

*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 consumatori*⁶⁵. *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 ostacolarle*⁶⁶.

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 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

⁶⁴ In tal caso, la fusione troverà una piena giustificazione in quanto *unico* strumento utile per il conseguimento del benessere sociale.

⁶⁵ 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.

⁶⁶ 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.

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 (ΔHHI): 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 ΔHHI) 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	Concentrazione	OK	OK	OK
	Concentrazione	OK	OK	Allerta
	Concentrazione	OK	Allerta	STOP

In Europa con il nuovo regolamento si ha che:

1. Se HHI Post < 0.1, fusione OK

1. Se $0.1 < \text{HHI Post} < 0.2$ fusione OK se $\Delta \text{HHI} < 0.025$

2. Se HHI Post > 0.2, fusione OK se $\Delta \text{HHI} < 0.015$

Graficamente è possibile riassumere la divergenza suesposta in questo modo:

<i>HHI_{post}</i>	<i>< 0.1</i>	<i>0.1 < HHI < 0.2</i>	<i>> 0.2</i>
<i>Delta HHI</i>			
<i>< 0.015</i>			
<i>> 0.015</i> <i>< 0.025</i>			
<i>> 0.025</i>			

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 prezzi⁶⁷. 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 sul mercato delle impresa costituitasi dopo la fusione. La capacità di un'impresa di aumentare o meno i prezzi

⁶⁷ 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.

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 prezzi⁶⁸. 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 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.

⁶⁸ 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.

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 predette⁶⁹.

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 grado di onorare i propri debiti o riorganizzarsi con successo⁷⁰. 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;

⁶⁹ 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.

⁷⁰ 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.

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 mercato⁷¹. Naturalmente l'effetto negativo sui 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

⁷¹ Le autorità antitrust, nel valutare un progetto di fusione, dovrebbero anche cercare di capire se tale 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.

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 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 fusione⁷². 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.

⁷² Si veda per tutti il caso Enel-Infostrada in cui l'operazione sottoposta al benestare 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.

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 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 parte⁷³.

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 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

⁷³ 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*.

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.

T-Mobile / Orange:

CASE STUDY



Merger

Il Caso T-Mobile Orange

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.

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 ⁷⁴; 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.

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.

⁷⁴ 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.

