

IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ
DI SIENA
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>

n. 8 - giugno 2013

VARIAZIONI SU CONNESSIONI TRA IMPRESE
CONCORRENTI: SULLA NECESSITÀ DI
UN'ANALISI EMPIRICA *EX ANTE* ED *EX POST*
ORIENTATA A FAR VALUTARE SE PREDISPORRE
O MIGLIORARE LA REGOLAZIONE

Leonardo Marroni

**VARIAZIONI SU CONNESSIONI TRA IMPRESE
CONCORRENTI: SULLA NECESSITÀ DI UN'ANALISI
EMPIRICA *EX ANTE* ED *EX POST* ORIENTATA A FAR
VALUTARE SE PREDISPORRE O MIGLIORARE LA
REGOLAZIONE (*)**

Leonardo Marroni

Dottore di ricerca in Diritto ed Economia presso l'Università di Siena

Il presente contributo affronta il tema degli intrecci su base azionaria e personale tra rivali e dei meccanismi di controllo e regolazione di questi fenomeni. L'attenzione è rivolta ad analizzare l'ambiguità degli effetti di tali interessenze e l'efficacia degli strumenti disponibili nel diritto della concorrenza per eliminare i legami anticompetitivi in prospettiva comparata. Il lavoro approfondisce altresì alcuni profili critici sottesi all'art. 36 del d.l. n. 201/2011 (conv. in l. n. 214/2011).

The present paper deals with the issues on the share and personal links between rivals and on the control and regulation mechanisms of these phenomena. Attention is drawn to the ambiguity of effects of these connections and to the effectiveness of tools available in competition law to eliminate anticompetitive relationships in a comparative perspective. The article enhances some critical profiles of Section 36 of Law Decree n. 201/2011 (ratified with amendments by Law n. 214/2011).

Sommario

1. Premessa: i legami azionari e personali tra efficienze, distorsioni della concorrenza e problematiche endosocietarie
2. Il controllo preventivo e completo degli intrecci tra imprese negli Stati Uniti: brevi note di diritto comparato
3. L'approccio comunitario ai legami tra *competitors* e la sua compatibilità con l'ambivalenza del fenomeno

* Il presente contributo è frutto di una rielaborazione di una parte della mia tesi di dottorato di ricerca in Diritto ed Economia discussa nel luglio 2012 presso la Facoltà di Economia "R. M. Goodwin" dell'Università degli Studi di Siena. Le riflessioni condotte in queste pagine sono aggiornate a gennaio 2013.

- 3.1. (Segue) Lo scrutinio nel corso della valutazione delle concentrazioni: verso un *revirement* sulla rilevanza *antitrust* dell'acquisizione di partecipazioni di minoranza?
- 4. Le molteplici anomalie del quadro normativo italiano anteriore e successivo all'art. 36: tra l'eccessivo ricorso alle misure correttive e la necessità di migliorare le disposizioni esistenti per i settori c.d. esclusi
- 5. Il divieto di *interlocking directorates* in Italia: evoluzioni e problemi
- 5.1. (Segue) I tentativi (non riusciti) di sanare i difetti di una norma *ab origine* imperfetta
- 6. Riflessioni conclusive

1. Premessa: i legami azionari e personali tra efficienze, distorsioni della concorrenza e problematiche endosocietarie

L'introduzione di una regolazione pro-concorrenziale trova ragion d'essere nella necessità di porre fine alla produzione di effetti palesemente restrittivi e privi di ogni virtù positiva in termini di efficienza economica¹. Qualora non siano ben delineati gli effetti negativi correlati ad un determinato assetto di mercato o al contegno degli attori economici, la declinazione di un'opzione regolatoria diviene compito difficile e controverso per il *policy maker*. Questa seconda asserzione appare calzante con il tema che ci accingiamo ad affrontare, giacchè non sono di immediata evidenza gli effetti anticompetitivi relativi alle connessioni (personali ed azionarie) tra imprese concorrenti che sembrano, invece, caratterizzarsi per una certa ambiguità².

¹ Cfr. MANGINI - OLIVIERI, *Diritto antitrust*, Torino, 2012, 11.

² Tale circostanza trova conferma negli approfondimenti sul tema oggetto di indagine in cui da sempre molto forte è la contrapposizione tra lecità e illecità dei legami considerati. A tal fine si segnala la nota concezione che dell'*interlocking directorates* aveva Brandeis consigliere *antitrust* del Presidente Wilson: «*The practise of interlocking directorates is the root of many evils. It offends laws human and divine. Applied to rival corporations, it tends to the suppression of competition, and to violation of the Sherman law. Applied to corporations which deal with each other it tends to disloyalty and to violation of the fundamental law that no man can serve two masters. In either event it tends to inefficiency; for it removes incentive and destroys soundness of judgement. It is undemocratic, for it rejects the platform: «A fair field and no favours, - substituting the pull of privilege for the push of manhood».* BRANDEIS, *Other People's Money-And How the Bankers Use It*, Washington, 1933, 35. In contrapposizione, altre ricerche in tema di partecipazioni personali incrociate, hanno evidenziato le molteplici ragioni che spingono le imprese ad avvalersi di essi e gli effetti non necessariamente negativi dei legami sulla concorrenza. Cfr. MIZRUCHI, *What do interlocks do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates*, in *Annual Review of Sociology*, 1996, 22, 271. In ordine alle conseguenze anticompetitive degli incroci azionari si evidenzia una situazione analoga a quella descritta per le *cross-directorships*. Negli anni '80 Areeda e Turner affermavano: «*non controlling acquisition has not intrinsic treath to competition at all*». Cfr. AREEDA - TURNER, *Antitrust Law*, Boston, 1978, 1203d, 322. In opposizione a questo punto di vista, altra parte della letteratura odierna pone maggiore risalto sui profili anticoncorrenziali dell'acquisizione delle partecipazioni azionarie in concorrenti. Cfr. HAWK - HUSER, *Controlling the shifting sands: minority shareholdings under ECC Competition Law*, in *Fordham International Law Journal*, 1993-94, 17, 294; STRUIJLAART, *Minority share acquisitions below the control threshold of the EC merger control regulation: an economic and legal analysis*, in *World competition*, 2002, 25, 2, 173; CARONNA, *Article 81 as a tool for controlling minority cross shareholdings*

La ricognizione della letteratura di diritto ed economia relativa a queste due tipologie di interessenze svela criticità a tre diversi livelli: un primo livello riguarda la contrapposizione tra efficienze per le imprese connesse ed i possibili rischi di alterazione della concorrenza, un secondo livello attiene alla sussistenza di effetti negativi per i soci delle imprese coinvolte, infine il terzo livello inerisce i meccanismi di controllo di questi fenomeni³.

In una prospettiva di efficiente gestione societaria le partecipazioni azionarie di minoranza (c.d. *minority shareholdings*) tra concorrenti potrebbero essere considerate un mero interesse finanziario nella *performance* di altri operatori in grado di diversificare il rischio d'impresa⁴. Del pari, la presenza incrociata degli stessi individui nei consigli di amministrazione delle imprese (c.d. *interlocking directorates*) potrebbe essere valutata come formula organizzativa di successo. Si pensi non solo alla riduzione dell'asimmetria informativa in un contesto di mercato verticale ed ai possibili vantaggi per le imprese e per i consumatori in termini di condizioni di prezzo più favorevoli per l'impresa *retail* o per il fruitore del bene o del servizio, ma anche al costante flusso informativo che il legame è in grado di assicurare all'interno dei gruppi di imprese⁵.

between competitors, in *European Law Review*, 2004, 29, 485; EZRACHI - GILO, *EC competition law and the regulation of passive investments among competitors*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2006, 26, 327; BUCCIROSSI - SPAGNOLO, *Corporate governance and collusive behaviour*, in COLLINS (a cura di), *American Bar Association, Section of antitrust law, Issues in Competition Law and Policy*, Chicago, 2008, 1219; OECD POLICY ROUNDTABLE, *Minority shareholdings*, DAF/COMP30, Paris, 2008.

³ Cfr. GONZALEZ - DIAZ, *Minority shareholdings and interlocking directorships*, in *Antitrust Chronicle*, 1, January 2012, 1; IGNJATOVIC - RIDYARD, *Minority shareholdings, material effects?*, in *Antitrust Chronicle*, 1, January 2012, 1. Per una riflessione critica limitata alle connessioni personali si veda: GHEZZI, *La nuova disciplina dei legami personali in Italia*, in *Mercato conc. reg.*, 2012, 2, 208.

⁴ OFT, *Minority interest in competitors. A research report prepared by DotEcon Ltd*, London, 2010, 55.

⁵ Nella prima prospettiva la stessa Commissione Europea nelle linee guida sulle concentrazioni non-orizzontali del 2008 ha notato che: «*non horizontal mergers are generally less likely to significantly impede effective competition than horizontal mergers*», G.U.U.E. C265/07 del 18 ottobre 2008, par. 11. Nell'ottica dei profili positivi dei legami nei gruppi di imprese cfr. SANTAGATA, *Interlocking directorates ed «interessi degli amministratori» di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 2-3, 313; BUCCIROSSI - SPAGNOLO, cit., 1228. Con riferimento all'*interlocking directorates* e rimanendo ad un livello di analisi teorica dei mercati si può notare che la circolazione

In antitesi a tali risultanze e sul piano della deformazione del gioco competitivo⁶, si è soliti scomporre gli effetti sul mercato generati dalle partecipazioni azionarie attive, alle quali sono connessi taluni diritti (ad esempio di veto o di nomina di componenti del *board*) nell'impresa *target*, e quelli determinati dalle partecipazioni di minoranza meramente passive sprovviste della possibilità di influire sulle decisioni strategiche. In particolare, si evidenzia che l'impresa titolare di una partecipazione di minoranza attiva sarà in grado di influenzare la condotta dell'impresa *target* attraverso l'esercizio dei diritti connessi alla partecipazione ed in questo modo essa potrà tenere costantemente sotto controllo le variazioni di prezzo o di *output* della società concorrente, e modulare le proprie tattiche di mercato sulla base di quelle dell'impresa rivale. Profili critici vengono individuati anche nella semplice partecipazione passiva: l'impresa detentrica potrebbe essere incentivata ad aumentare i propri prezzi⁷ al di sopra del costo marginale nella consapevolezza di poter compensare le perdite attraverso i maggiori profitti dell'impresa partecipata⁸.

delle informazioni costituisce uno degli elementi fondamentali del modello di concorrenza perfetta. In tale prospettiva, la cooperazione informativa tra le imprese apparirebbe addirittura come una pratica filoconcorrenziale e dunque efficiente.

⁶ GABRIELSEN - HJELMENG - SORGARD, *Rethinking minority share ownership and interlocking directorships: the scope for competition law intervention*, in *Europ. Law Rev.*, 2011, 840.

⁷ Nei casi in cui vi sia una concorrenza alla Cournot e le imprese possano scegliere le quantità da produrre ed i prodotti siano omogenei, la partecipazione passiva è poco profittevole, a causa del *free-riding* delle imprese che non hanno alcuna partecipazione azionaria. A titolo esemplificativo poniamo il caso dell'impresa A che detiene in via unilaterale una partecipazione azionaria nella concorrente B. A nel competere in modo poco aggressivo con B dovrebbe ridurre la quantità prodotta vedendo così crescere i profitti derivanti dalla partecipazione in B. B e gli altri operatori potrebbero approfittare della riduzione di *output* di A aumentando le quantità prodotte sino al punto in cui A inizierà a registrare perdite dalla partecipazione azionaria in B. Cfr. FLATH, *When is rational for firms to acquire silent interest in rivals?*, in *International Journal of industrial organization*, 1991, 9, 574. RIETMAN, *Partial ownership arrangements and the potential for collusion*, in *Journal of Industrial Economic*, 1994, 26, 313. Si veda anche OFT, cit., 40. Nella dottrina italiana cfr. CORRADI, *Le partecipazioni che non veicolano il controllo: riflessioni di economia e diritto antitrust*, in *Riv. dir. comm.*, III, 2007, 363.

⁸ Si tratta dei c.d. effetti unilaterali. Cfr. FOROS - KIND - SHAFFER, *Mergers and partial ownership*, in *European Economic Review*, 2011, 55, 916; BUCCIROSSI - SPAGNOLO, cit., 1228; EZRACHI - GILO, cit., 330.

In punto di reticoli personali, la ricerca gius-economica considera l'*interlocking directorates* un canale privilegiato per lo scambio di informazioni sensibili⁹ e per monitorare le strategie imprenditoriali del diretto concorrente. Per tale via, le imprese (concorrenti orizzontali) avranno la possibilità di convenire patti (espliciti o taciti) di non belligeranza.

Se spostiamo la nostra analisi in una prospettiva endosocietaria, è possibile notare che le interessenze tra imprese si pongono all'interno di più articolate contrapposizioni tra soci o tra soci da una parte ed amministratori dall'altra. Entrambe le tipologie di intrecci (azionari e personali) tra concorrenti potrebbero tradursi in una lesione degli interessi della compagine sociale di una delle due imprese in termini sia di esercizio distorto del diritto di voto su determinate scelte strategiche, sia di abuso di esercizio di poteri da parte del *director* con cumuli di incarichi per attribuire indebite utilità ad una delle imprese nelle quali ricopre l'incarico, sia di scarsa contendibilità del controllo rendendo maggiori la coesione ed i benefici del gruppo di comando¹⁰.

La molteplicità e l'incertezza degli effetti (positivi o negativi) correlati al tema in esame trova una corrispondenza anche nella diversità di approccio regolatorio. Da un lato, per quanto concerne le problematiche interne alle società, la maggior parte degli ordinamenti¹¹ sono in grado di mitigare e risolvere la vulnerabilità dei *principals* di fronte all'opportunismo degli *agents* attraverso strategie regolatorie e di *governance*¹². Dall'altro lato, come avremo modo di osservare, la

⁹ GABRIELSEN - HJELMENG - SORGARD, cit., 843. Per un dibattito aggiornato sul tema dello scambio di informazioni tra imprese in prospettiva *antitrust* si veda BENNET - COLLINS, *The law and economics of information exchange: the good, the bad and the ugly*, in *European Competition Journal*, 2010, 6, 311.

¹⁰ Cfr. MIOLA, *Interlocking directorate e doveri degli amministratori*, in SANTAGATA (a cura di), *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*, Torino, 2011, 14 e ss.; DRAGO - MANESTRA - SANTELLA, *Interlocking directorships and cross-shareholdings among italian blue chips*, in *European Business Law Review*, 12, 2011, 621-622; SANTAGATA, cit., 311.

¹¹ Cfr. KRAAKMAN - DAVIES - HANSMANN - HERTING - HOPT - KANDA - ROCK - ENRIQUES, *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, 2009, 29 e ss.; IDORNIGIE, *Interlocking directorates and corporate governance*, in *International Business Lawyer*, April 2004, 75 e ss.

¹² Come osservato nel diritto societario nazionale, per quanto concerne le partecipazioni societarie, si possono ravvisare norme che in via mediata sono in grado di costituire un complesso di vincoli o divieti idonei a dare trasparenza a (oppure anche ad ostacolare) comportamenti qualificabili come lesivi della concorrenza. Rientrano in

disciplina *antitrust* delle interessenze tra concorrenti, ove prevista, necessita di costanti modulazioni per calibrarne la traiettoria in ottica competitiva e quindi, in mancanza di tali interventi, non appare in grado di stemperare in modo definitivo i rischi di alterazione della concorrenza.

Non si può omettere di notare che in alcune ipotesi la disciplina di diritto societario si interseca con quella di diritto *antitrust* nel senso di intervenire sui legami *ex ante* sì da reprimere condotte anticompetitive¹⁵. È pur vero che l'obiettivo primario delle norme da ultimo richiamate non è quello di tutelare il mercato in senso pro-concorrenziale, ma di riequilibrare gli assetti di potere all'interno della compagine sociale e di preservare i soci da eventuali abusi della maggioranza azionaria o dei *managers*. L'assenza di conflitti tra la posizione degli azionisti e quella dei dirigenti o della maggioranza

tale ambito ad esempio gli articoli 120 e 121 del d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 che pongono obblighi di *disclosure* o limiti a carico di coloro che partecipano in un'emittente azioni quotate in misura pari o superiore alle soglie stabilite nelle norme. Con riferimento al fenomeno dei legami personali si può osservare che esso, pur non trovando limiti espliciti, deve confrontarsi con vincoli impliciti da ravvisare: nel principio di «*adeguatezza organizzativa*» (ex art. 2403 c. 1 c.c.) oppure sotto il profilo dell'indipendenza per gli amministratori cui è richiesto tale requisito o sotto il profilo dell'obbligo di *disclosure* di cui all'art. 2391 c.c. o infine sotto il profilo della responsabilità dell'amministratore per i danni che siano derivati alla società dall'utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico di cui all'art. 2391 c. 5 c.c.. Cfr. ROMANO, *La funzione della disclosure nella disciplina degli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2, 2012, 247; FULVIO, *Il decreto Salva Italia e il nuovo divieto di "interlocking directorates"*, in *Banche e banc.*, 1, 2012, 115; CERA, «*Independenti*», *interlocking ed interessi tra modelli societari e realtà*, in CERA - BENAZZO - PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Torino, 2011, 629; CORRADI, *Le opportunità di affari all'ultimo comma dell'art. 2391 c.c.: profili interpretativi tra "società" ed "impresa"*, in *Giur. Comm.*, I, 2011, 597 e ss. MAVIGLIA, *La corporate governance e tutela della concorrenza*, in BEDOGNI - BARUCCI (a cura di), *20 anni di antitrust. L'evoluzione dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, Torino, 2010, 572; SANTAGATA, cit., 336. Per uno sguardo ricognitivo sulle disposizioni di vigilanza in materia bancaria, finanziaria ed assicurativa e sugli statuti e la regolamentazione interna degli operatori si veda CERA, *Interlocking directorates nelle società bancarie, finanziarie e assicurative: evoluzioni e problemi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 3, I, 276 e ss.

¹⁵ È il caso della disciplina dei doveri degli amministratori che possono prestarsi a reprimere condotte anticoncorrenziali, qualora sia questo l'effetto di tali violazioni; oppure l'effetto indiretto che la disciplina delle operazioni con parti correlate può avere sulla concorrenzialità del mercato. Cfr. MIOLA, cit., 14; MAVIGLIA, cit., 573.

sarebbe da considerare motivo sufficiente per lasciar persistere i legami anticompetitivi¹⁴.

Se si restringe il campo di indagine al contesto nazionale è possibile notare che, a dispetto delle criticità evidenziate su entrambi i fronti dalle Autorità indipendenti¹⁵, la discussione recente ha avuto per oggetto i soli legami personali, giungendo ad unanimità di consensi sul fatto che non è possibile considerare l'*interlocking directorates* anticompetitivo *tout court*, ma che occorre la valutazione in concreto delle condizioni di mercato in cui le imprese operano, delle caratteristiche delle informazioni di cui viene in possesso il componente la *governance* e della tipologia di collegamento che sussiste tra le imprese interessate, e sulla base di ciò costruire il relativo modello regolatorio¹⁶.

¹⁴ Cfr. GHEZZI, cit., 212; GHEZZI, *Legami personali tra intermediari finanziari e diritto della concorrenza. Sull'opportunità di introdurre uno specifico divieto "anti-interlocking" nell'ordinamento italiano*, in *Riv. soc.*, 2010, 1019.

¹⁵ Ciò risulta nell'Indagine conoscitiva condotta dall'AGCM nel 2008 sulla *governance* di banche e di assicurazioni, mentre in sede di audizione in Commissione Finanze il presidente dell'AGCM poneva maggiori preoccupazioni sui conflitti di ruolo. Alcuni recenti studi empirici hanno posto l'accento sul coerente disegno di incroci azionari presente nelle società italiane cui viene attribuita la funzione di fare da base per la costruzione di *interlocking directorates*. Cfr. AGCM, IC36 - *La corporate governance di banche e di assicurazioni*, provv. n. 19386, 23 dicembre 2008, in *Boll. n. 49/2008*, 80; Audizione del Presidente dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Antonio Catricalà, Commissione Finanze, Camera dei Deputati, Tematiche relative all'applicazione della disciplina *antitrust* nel settore bancario, 7 maggio 2009; BARKER, *Corporate governance, Competition, and Political Parties*, Oxford, 2010; DRAGO - MANESTRA - SANTELLA, cit., 630. Peraltro, l'ultima "fotografia" degli assetti proprietari e dell'*interlocking* delle società quotate italiane è stata tracciata dalla Consob nel primo Rapporto 2012 sulla *corporate governance*. Da essa emerge un tessuto imprenditoriale con strutture piramidali in calo, ma sempre dominanti, patti di sindacato ben presidiati e assetti proprietari concentrati; sul fronte dei legami personali, nonostante l'entrata in vigore del divieto *anti-interlocking*, risulta ancora di gran lunga prevalente la quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica su coloro che non hanno cumulo di incarichi. Cfr. CONSOB, *Rapporto 2012 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 1, dicembre 2012.

¹⁶ In tal senso si vedano GHEZZI, cit., 1031; FALCE, *Profili di rilievo concorrenziale del cumulo delle cariche. Cenni sui limiti di un modello *bonne a tout faire**, in SANTAGATA (a cura di), *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*, Torino, 2011, 166-167.

La recente scelta del legislatore nazionale contenuta nell'art. 36 del d.l. n. 201/2011¹⁷ sembra però aver accolto solo in parte le sollecitazioni degli studiosi. Nell'intento di eliminare i legami personali si è preferito introdurre una norma *anti-interlocking* di ampia portata. Se essa rappresenta un'importante innovazione per la *governance* degli intermediari finanziari con l'aspettativa di rendere il sistema finanziario nazionale meno "denso" di legami personali, esso, come vedremo, non è in grado di fugare ogni perplessità in termini di effettiva eliminazione delle connessioni anticompetitive.

Il presente contributo mira ad approfondire il dibattito sugli strumenti di controllo e regolazione degli intrecci tra imprese concorrenti cercando anche di focalizzare l'attenzione sul nuovo regime di incompatibilità di cui al citato art. 36. In particolare: in primo luogo saranno compiuti alcuni cenni alla disciplina statunitense in materia di legami personali cui la disciplina italiana si ispira ampliando l'indagine alla normativa sull'acquisizione di interessenze azionarie tra concorrenti; in secondo luogo si cercherà di ricostruire l'approccio europeo ai legami (azionari e personali) tra *competitors* ponendo lo sguardo all'*impasse*, in tema di acquisto di partecipazioni azionarie di minoranza in rivali, in cui si è trovata a (non) operare la Commissione Europea; in terzo luogo oggetto di analisi sarà la disciplina italiana anteriore all'entrata in vigore del divieto per cercare di cogliere le ragioni dell'intervento *ad hoc* contenuto nel c.d. decreto "Salva-Italia"; infine una riflessione sarà volta a comprendere se il recente divieto *anti-interlocking* sia da considerare o meno come un mero intervento "di facciata" non idoneo a dissolvere (in concreto) il rischio di una condotta coordinata tra le società concorrenti.

¹⁷ D.l. 6 dicembre 2011, n. 201, in *G.U.* n. 284 del 6 dicembre 2011, rubricato «*Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici*», convertito in l. 22 dicembre 2011, n. 201, recante «*Conversione in legge, con modificazioni, del d.l. 6 dicembre 2011, n. 201, recante disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici*», in *G.U.* n. 300 del 27 dicembre 2011- S.O. n. 276. Si segnala, altresì, che norma di analogo contenuto si trova nel c.d. «Decreto Cresci-Italia» con riguardo alla composizione degli organi delle fondazioni bancarie. Cfr. art. 27 *quater* del d.l. 24 gennaio 2012, n. 1, in *G.U.* n. 19 del 24 gennaio 2012, rubricato «*Disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività*», convertito in l. 24 marzo 2012, n. 27, recante «*Conversione in legge, con modificazioni, del d.l. 24 gennaio 2012, n. 1, recante disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività*», in *G.U.* n. 71 del 24 marzo 2012- S.O. n. 53/L.

2. Il controllo preventivo e completo degli intrecci tra imprese negli Stati Uniti: brevi note di diritto comparato

In generale, dalla disamina dell'impianto normativo statunitense emerge un modello di regolazione molto stringente che lascia poco spazio a dubbi interpretativi/applicativi per entrambe le tipologie di connessioni tra *competitors* sopra evidenziate.

Tuttavia un distinguo è necessario. La *Section 7* del *Clayton Act* è dedicata, oltre che alle concentrazioni, anche al vaglio delle acquisizioni di *minority shareholdings*: da un lato essa vieta ogni acquisto di partecipazioni in società concorrenti, e dall'altro sembra esentare dal divieto gli acquisti solamente a scopo di investimento¹⁸. Mette conto osservare che la soglia di “allarme” viene indicata nel punto 9 della lettera c) della *Section 7*, ove si escludono dal controllo preventivo le: «*acquisitions, solely for the purpose of investment, of voting securities, if, as a result of such acquisition, the securities acquired or held do not exceed 10 per centum of the outstanding voting securities of the issuer*».

Il mero dato letterale potrebbe portare a ritenere leciti gli acquisti di partecipazioni di minoranza che si collocano al di sotto del 10% o quelli che sono da configurare come un semplice investimento. Per vero, l'analisi delle acquisizioni “parziali” è legata alle valutazioni compiute dalle Autorità (*Federal Trade Commission* ed *Antitrust Division*) nel singolo caso concreto e quindi la soglia indicata finisce

¹⁸ In particolare: «*no person engaged in commerce or in any activity affecting commerce shall acquire, directly or indirectly, the whole or any part of the stock or other share capital [...] of another person engaged also in commerce or in any activity affecting commerce, where in any line of commerce or in any activity affecting commerce in any section of the country, the effect of such acquisition may be substantially to lessen competition, or to tend to create a monopoly. No person shall acquire, directly or indirectly, the whole or any part of the stock or other share capital and no person subject to the jurisdiction of the Federal Trade Commission shall acquire the whole or any part of the assets of one or more persons engaged in commerce or any activity affecting commerce, where in any line of commerce in any section of the country, the effect of such acquisition, of such stocks or assets, or the use of such stock by voting or granting of proxies or otherwise, may be substantially to lessen competition, or tend to create a monopoly. This section shall not apply to persons purchasing such stock solely for investment and not using the same by voting or otherwise to bring about, or in attempting to bring about, the substantial lessening of competition*». Cfr. *Clayton Act 1914* par. 7, 15 U.S.C. par. 18 (2013).

per non essere uno *standard* di (il)legalità. La giurisprudenza americana ha infatti concluso che la *solely for investment rule* non rende immuni dal controllo gli acquisti di partecipazioni di minoranza sotto la soglia del 10% e dunque se l'investimento ha un effetto anticoncorrenziale, allora la stessa non si applica¹⁹. A conferma di ciò all'interno delle *Horizontal Merger Guidelines*²⁰ del 2010 si è precisato che: «*the Agencies [...] review acquisitions of minority positions involving competing firms, even if such minority positions do not necessary or completely eliminate competition between the parties to the transaction*». In base ad una recente ricostruzione degli orientamenti delle Autorità *antitrust* statunitensi²¹ il controllo delle transazioni aventi ad oggetto le partecipazioni di minoranza in concorrenti risulta essere molto esteso riguardando l'acquisizione di partecipazioni azionarie che arrivano anche ad una quota inferiore al 7%. Inoltre, sotto il profilo degli interventi, le Autorità *antitrust* competenti, in via tendenziale, hanno ordinato sia misure di tipo ablatorio sia di tipo contenitivo consistenti: i) nel disinvestimento della partecipazione "anticompetitiva"; ii) nella conversione di una partecipazione con diritto di voto in una priva di tale diritto; iii) nell'implementazione di *firewall* da parte delle imprese interessate per far cessare il rischio di accesso ad informazioni sensibili.

Il quadro regolatorio americano in tema di connessioni tra imprese concorrenti si completa con la disciplina di cui alla *Section 8* del *Clayton Act* che prevede un divieto *per se* di *interlocking directorates* tra imprese concorrenti attive nello stesso settore di mercato. In termini sostanziali la severità della norma si traduce: i) nell'immediata applicazione del divieto a prescindere dall'analisi del caso concreto e prima che si verifichino effetti anticompetitivi²²; ii) nell'automatica

¹⁹ A fini di completezza espositiva si evidenzia che per molto tempo non sono stati chiari i criteri seguiti dalle due Autorità per autorizzare o vietare acquisizioni di partecipazioni che non veicolano il controllo. Cfr. CORRADI, cit., 432.

²⁰ Disponibili su: www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.html in particolare si veda la *Section 15*.

²¹ Cfr. CUOMO - CHANGRONG - MALAISE, *Partial acquisitions: recent MOFCOM action suggests possible divergence with U.S. Standard*, in *Antitrust Chronicle*, 1, 2012, 3-4.

²² Cfr. WALLER, *Corporate governance and competition policy*, in *George Mason Law Rev.*, 2011, 18, 4, 857. Inoltre, la norma opera *ex ante* e segnatamente essa prevede che: «(a) (1) No person shall, at the same time, serve as a director or officer in any two corporation (other than banks, banking associations, and trust companies)

illiceità della condivisione di *directors* o *officers* nominati dal *board* tra imprese che siano concorrenti attuali, qualora vengano superate le soglie *de minimis* correlate alla percentuale dei ricavi²⁵.

È interessante osservare che in base alle più recenti analisi empiriche compiute sulla rete degli amministratori delle società americane con più elevata capitalizzazione di borsa la norma appare aver raggiunto i suoi due primari obiettivi: basso livello di collusione del *network* delle imprese²⁴ ed eliminazione dell'opportunità di condividere informazioni commercialmente sensibili tra concorrenti²⁵. Inoltre, l'efficacia della norma si è tradotta anche in un basso livello di

that are- (A) engaged in whole or in part in commerce; and (B) by virtue of their business and location of operation, competitors, so that the elimination of competition by agreement between them would constitute a violation of any of the antitrust laws; if each of the corporations has capital, surplus, and undivided profits aggregating more than \$ 10,000,000 (updated \$ 28,883,000) as adjusted pursuant to paragraph (5) of this subsection». Cfr. Clayton Act 1914 par. 8, 15 U.S.C. par. 19 (2013); Notices, Federal Trade Commission, «Revised jurisdictional thresholds for Section 8 of the Clayton Act», Monday, January 14, 2013, 78 Fed. Reg. No. 9, 2675.

²³ La *Section 8* stabilisce che il divieto non opera laddove le «*competitive sales*», cioè il ricavo lordo per tutti i prodotti o servizi venduti in concorrenza con l'altra impresa coinvolta siano inferiori a un milione di dollari (soglia aggiornata a \$ 2,888,300 il 14 gennaio 2013), oppure al due per cento delle vendite complessive di ciascuna impresa; oppure ancora nell'ipotesi che la somma delle *competitive sales* delle due imprese sia inferiore al quattro per cento della somma delle loro vendite complessive. Cfr. Notices, Federal Trade Commission, «Revised jurisdictional thresholds for Section 8 of the Clayton Act», Monday, January 14, 2013, 78 Fed. Reg. No. 9, 2675; Antitrust Emendament Act of 1990, Pub. L. No. 101-588, 104 Stat. 2879 (1990); FARRINGTON, *Nuts and Bolts of Section 8. What can you do with your equity interest in a competitor?*, April 21, 2010, disponibile su: www.apps.americanbar.org/antitrust/at-committees/at-s1/pdf/spring-materials/2010/what_can_you_do.pdf; WILSON, *Unlocking interlocks: the on-again off again saga of Section 8 of the Clayton Act*, in *Antitrust Law Journal*, 1976, 45, 317.

²⁴ In particolare, tra le prime quaranta società per capitalizzazione di borsa, si è rilevato un basso il livello di densità che si attesta a 0,0564. Da tale parametro (dato dal rapporto tra numero delle connessioni all'interno del *network* e numero dei legami possibili) si è dedotto che il sistema statunitense non risulta essere caratterizzato da collusione. Cfr. DRAGO - POLO - SANTELLA - GAGLIARDI, *A comparison of the director networks of the main listed companies in France, Germany, Italy, The United Kingdom, and The United States*, 20 January 2008, disponibile su www.ssrn.com.

²⁵ Ciò peraltro corrisponde alla *ratio* della *Section 8* che, come puntualmente evidenziato nel caso *SCM Corp. v. Federal Trade Commission*, è quella di: «[...] *nip in the bud incipient violations of the antitrust laws by removing the opportunity or temptation to such violations through interlocking directorates [...]*». Cfr. 565 F.2d 807, 811 (2d Circ. 1977).

contenzioso: nella gran parte dei casi, il possibile ricorso in giudizio è stato evitato dalle volontarie dimissioni, *in the shadow of the law*, dei membri dei consigli direttivi che potevano generare legami personali idonei ad alterare gli incentivi delle imprese a competere²⁶.

Il rigore della norma è percepibile anche dal doppio schema di *enforcement* che ne determina il rispetto da parte delle imprese a prescindere dalle dimensioni²⁷. La *Federal Trade Commission* può avvalersi di un rimedio pro-competitivo il c.d. *cease and desist order* mediante il quale il giudice a fronte di (e facendo proprio) un accordo vincolante siglato tra le parti (con particolare enfasi sugli obblighi del convenuto) pone termine ad una procedura di presunta patologia *antitrust* esistente²⁸, all'*Antitrust Division* del *Department of Justice* ed alle parti private viene riconosciuta la facoltà di ricorrere dinanzi alla

²⁶ GERBER, *Enabling interlock benefits while preventing anticompetitive harm: toward an optimal definition of competitors under Section 8 of the Clayton Act*, in *Yale Journal on Regulation*, 24, 1, 2007, 118.

²⁷ La rilevanza sul mercato di un determinato operatore non ha costituito circostanza idonea ad esonerare Apple e Google dal rispetto della *Section 8*. Nel corso del maggio 2009 la *Federal Trade Commission* apriva un'istruttoria nei confronti di questi due giganti del settore tecnologico. Le due imprese erano connesse da due amministratori: Eric Schmidt, *Ceo* e *Chairman* di Google e componente del *board* di Apple, e Arthur Levinson *director* nel *board* di Apple e nello stesso tempo membro dell'organo di amministrazione di Google. La FTC nel maggio 2009 provvedeva a notificare l'avvio dell'investigation alle due imprese. Nonostante il documento contenente l'istruttoria della FTC non sia stato reso pubblico, alcuni commentatori hanno ipotizzato che tra le due imprese il rischio di scambio di informazioni "sensibili" fosse molto elevato, in quanto entrambe le imprese erano spinte dal desiderio di combattere Microsoft loro "nemico" comune sul mercato. L'investigation in parola, tuttavia, non ha avuto seguito, a causa delle dimissioni dei due *directors*. Si rileva che parte della dottrina americana ha criticato la decisione di archiviazione mettendo in evidenza che le sole dimissioni dei due amministratori in realtà non eliminavano completamente il rischio di collusione tra imprese rimandando sempre presente la connessione realizzata per il tramite di Gore e Campbell che ricoprivano cariche in Apple e Google non rientranti nel divieto *anti-interlocking*. Cfr. GARON, *Searching inside Google: cases, controversies and the future of the world's most provocative company*, in *Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review*, 30, 2009-2010, 439. Si nota altresì che la norma ha subito alterne fortune applicative, secondo un commentatore «*punctuated by a few bursts of mild activity and then followed by long periods of benign neglect*». Cfr. WILSON, *Unlocking interlocks: the on-again off-again saga of Section 8 of the Clayton Act*, in *Antitrust Law Journal*, 1978, 45, 317.

²⁸ Nel caso di una violazione della proibizione di *interlocking directorates* rimane ferma la procedura *antitrust* ordinaria e la competenza del giudice. Cfr. 15 U.S.C. par. 21 b.

Corte Suprema, alle Corti del circuito d'appello ed alle Corti distrettuali per chiedere un provvedimento inibitorio (*injunction*²⁹) e solo ai privati cittadini viene riconosciuta la possibilità di invocare il risarcimento del danno nella forma di *treble damages*³⁰.

Tuttavia, si rammenta che la fermezza della *Section 8* non impedisce al giudice investito di un'eventuale disputa di valutare in modo ragionevole e proporzionato il *multiple directorship* soppesandone gli effetti positivi e negativi nel contraddittorio con le parti e le Autorità³¹.

Dalle brevi notazioni compiute sulla *policy* statunitense emerge una disciplina che potremmo definire di tutela preventiva e completa della concorrenza, operando prima di qualsiasi violazione su entrambe le tipologie di legami considerati e soprattutto senza prevaricare in modo eccessivo la libertà degli operatori. Si può infatti osservare che entrambe le disposizioni sembrano essere improntate all'equilibrio: da un canto, l'evoluzione della *Section 7* ha mostrato la centralità della valutazione compiuta dalle Autorità amministrative in relazione alle concrete fattispecie poste al loro scrutinio; dall'altro la *Section 8*, pur

²⁹ Sul punto si evidenzia che in linea generale le Corti hanno accolto con favore la richiesta di *injunction* avanzata dai privati. Cfr. *Proctoseal Co. v. Barancik* 484 F.2d 585 (7th Circ. 1973). In *United States v. W.T. Grant Co.* la Corte Suprema è intervenuta sul tema dell'*injunction* notando che: «[...] *the purpose of an injunction is to prevent future violations*», e che l'*injunction* dovrebbe essere emessa: «[...] *even without a showing of past wrongs [...]*» precisando altresì che per il relativo rilascio deve sussistere «[...] *some cognizable danger of recurrent violation, something more than the mere possibility which serves to keep the case alive [...]*», p.to 633 della decisione. Cfr. *United States v. W.T. Grant Co.* 345 U.S. 629 (1953).

³⁰ Come noto, tale tipologia di risarcimento del danno introdotta dallo *Sherman Act* e contemplata anche dal *Clayton Act*, prevede che la parte privata abbia diritto ad ottenere il risarcimento superiore a tre volte i danni da essa provati, tuttavia non vi è alcun precedente giurisprudenziale con il quale si sia conferito tale risarcimento ad un privato. V. ABA, *Section of antitrust law, interlocking directorates: handbook on Section 8 of the Clayton Act*, Chicago, 2011, 36 e ss.. Cfr. 15 U.S.C. par. 15 c.

³¹ Ciò sembra trovare fondamento in un recente caso ove si è evidenziato che: «*it is an abuse of legal system to cram unnecessary litigation down the throats of firms whose directors serve on multiple boards, and then use high costs of antitrust suits to extort settlements (including undeserved attorneys' fees) from the targets. [...] Usually serving on multiple boards demonstrates breadth of experience, which promotes competent and profitable management. If the Antitrust Division or the FTC sees a problem, there will be time enough to work it out*». Cfr. *Ronald Booth Trust and Ronald Gross v. Crowley*, United States Court of Appeal for the Northern District of Illinois, No. 09 C5314, June 13, 2012.

inserendosi nella tradizione *antitrust* americana³², si presenta come dotata di una struttura in cui sono contemplate non solo le esigenze di tutela del mercato, ma anche quelle di un intervento ponderato attraverso la previsione legale di soglie minime di intervento (quale *test* di illegalità *per se*) o tramite l'intervento dei giudici.

3. L'approccio comunitario ai legami tra *competitors* e la sua compatibilità con l'ambivalenza del fenomeno

Come noto, nella disciplina comunitaria sulla concorrenza non è possibile rinvenire una regolazione *ad hoc* sul tema in esame. A prima vista tale scenario potrebbe apparire non idoneo ad assicurare un efficace contrasto ai legami anticompetitivi³³, in realtà, esso risulta coerente con il carattere non necessariamente patologico degli intrecci e con la mancanza di indici in grado di stabilire il livello di indipendenza che ciascun operatore deve avere rispetto al proprio *competitor*.

Per vero, il problema dell'intervento sulle connessioni tra *players* concorrenti riguarda la possibilità di assoggettare ad un procedimento *antitrust* comportamenti collusivi per i quali non c'è prova manifesta di un cartello. Da questo punto di vista, dunque, i legami tra concorrenti si collocano nell'area di tensione logica tra la nozione economica e la nozione giuridica di collusione.

Per inciso, l'analisi economica della collusione mette in evidenza che al fine di alterare le dinamiche di mercato non occorre che le imprese stabiliscano le proprie strategie attraverso un coordinamento specifico ed esplicito, ma è sufficiente che siano individuabili esiti di mercato di tipo monopolistico ed efficaci condizioni di *enforcement* interno tra i rivali. Dal punto di vista giuridico, invece, le imprese

³² Il modello normativo dell'*antitrust* rimane ancora nelle sue linee generali di tipo penalistico, radicato sui divieti *per se*, cioè aventi ad oggetto fattispecie chiaramente definite dalla norma incriminatrice. Cfr. LIBERTINI, voce *Concorrenza*, in *Enc. dir. ann.*, vol. III, Milano, 2010, 214.

³³ V. GHEZZI, cit., 1014.

colludono quando la strategia perseguita da ciascuna di esse è il risultato di una provata «attività di coordinamento» tra concorrenti³⁴.

La tradizionale leva degli argomenti pragmatici per comporre la tensione tra le due nozioni non sembra poter essere impiegata nelle connessioni azionarie e personali. Per un verso, tali tipologie di relazioni sono in grado di realizzare le tre condizioni richieste nella teoria economica per dimostrare la sostenibilità e la stabilità sul mercato di un meccanismo cooperativo: i) raggiungere un consenso su un determinato corso di azioni (equilibrio); ii) ridurre il tempo per la scoperta delle deviazioni e della punizione³⁵; iii) prevenire la reazione delle imprese che non colludono³⁶. Per altro verso risulta mancante il riscontro esplicito e specifico che è *condicio sine qua non* per integrare gli estremi della collusione sotto il profilo giuridico, in quanto nell'acquisto di partecipazioni azionarie o nella selezione/condivisione di componenti degli organi di *governance* di un'impresa deve rilevarsi un profilo di autonomia che ne impedisce a priori l'illiceità.

Comunque, lo *status* della normativa non ha determinato il completo disinteresse della Commissione e delle Corti europee sul tema in esame, ma anzi si è tradotto nell'adozione di un metodo di valutazione *case by case* in armonia con le tendenze ermeneutiche dei tradizionali strumenti *antitrust*³⁷.

³⁴ Cfr. GRILLO, *Recenti sviluppi in tema di intese orizzontali*, in RABITTI BEDOGNI - BARUCCI (a cura di), *20 anni di antitrust. L'evoluzione dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, Torino, 2010, 651.

³⁵ Si può notare che la riduzione del periodo di tempo consente di comprimere i benefici di breve periodo che un'impresa deviante potrebbe conseguire ed aumenta il costo opportunità della deviazione. V. GRILLO, *Le Linee guida sugli accordi di cooperazione orizzontale*, in *Mercato conc. reg.*, 2011, 2, 327.

³⁶ Cfr. BUCCIROSSI - SPAGNOLO, cit., 1228; MOTTA, *Competition Policy Theory and Practice*, New York, 2004, 138; GREEN - PORTER, *Non cooperative collusion under imperfect price information*, in *Econometrica*, 1984, 52, 87. L'Autorità garante della concorrenza e del mercato nell'Indagine conoscitiva sulla *corporate governance* di banche e assicurazioni è giunta a sostenere che i legami tra intermediari finanziari sono in grado di generare uno «*strong mediated equilibrium*» dal quale è difficile (se non impossibile) per le imprese partecipanti discostarsi. Cfr. AGCM, cit., 99.

³⁷ Secondo la Commissione: «*Minority shareholdings and interlocking directorates may play a role in the application of EC competition law, both in the field of merger control and in the context of the antitrust rules*». V. OECD, cit., 184.

Muovendo da questa osservazione è dato rilevare che da un lato la Corte di Giustizia³⁸ ha posto le basi per consentire all'Autorità *antitrust* comunitaria di interpretare le norme in materia di intese e di abuso di posizione dominante in modo da comprendere gli effetti, e se del caso intervenire, sui legami tra concorrenti, dall'altro la Commissione non ha impiegato tali strumenti in funzione di contenimento dell'espansione delle connessioni, ma ha svolto la propria attività di contrasto alle pratiche anticoncorrenziali avvalendosi degli intrecci come parametri di concertazioni illecite. Per dispiegare con efficacia gli strumenti di cui agli artt. 101 e 102 TFUE è infatti necessaria la sussistenza di fattori ambientali (quali ad esempio il potere di mercato, la natura delle attività esercitate, le interrelazioni di mercato, i rapporti industriali e commerciali tra le imprese interessate) che, opportunamente amalgamati con le relazioni azionarie e personali, rendono più profittevole per i *competitors* aderire ad una strategia collusiva alla deviazione da essa.

Ciò si desume da una ricognizione delle posizioni assunte sul punto dalla Commissione. Essa ha chiarito come regola generale che: «l'art. 85, par. 1 del Trattato CE non si applica agli accordi di acquisto o di vendita di azioni in quanto tali. Tuttavia, esso può applicarsi a tali accordi, alla luce del contesto specifico, contrattuale e di mercato, di ciascun caso, se il comportamento concorrenziale delle parti è destinato ad essere coordinato o comunque ad essere influenzato³⁹». Di poi, la Commissione ha messo in evidenza quale ulteriore timore anticompetitivo quello concernente l'accesso ad informazioni interne riservate compiuto tramite la condivisione di membri del *board*. In relazione a quest'ultimo profilo si è, da ultimo, riconosciuta la convergenza⁴⁰ tra i rimedi previsti dal diritto societario e quelli di cui alla disciplina *antitrust* in modo da impedire eventuali abusi⁴¹. Apertura importante, ma non risolutiva, giacchè, come osservato, il sostegno del diritto societario ha comunque una portata limitata alle problematiche

³⁸ Corte giust., 17 novembre 1987, cause riunite 142 e 156 del 1984, *British American Tobacco Company Ltd. e Reynolds Industries Inc. c. Commissione*, in *Racc.*, 1987, 04487.

³⁹ COMMISSIONE, 27 luglio 1994, caso IV/34.857, *BT-MCI*, in *G.U.C.E.* L223 del 27 agosto 1994, 36, p.to 44.

⁴⁰ In questo senso WALLER, cit., 856.

⁴¹ COMMISSIONE, cit., p.to 44.

di natura endosocietaria e solo in via indiretta è in grado di ostacolare contegni qualificabili come lesivi della concorrenza⁴².

Invero, si intuisce che la difficile perseguibilità *per se* degli intrecci ai sensi dell'art. 101 TFUE avrebbe potuto comportare che le connessioni non fossero toccate dalla disciplina in questione. In realtà, la casistica ha messo in luce che, proprio all'interno di tali complesse *querelles*, gli assetti di *ownership* e di *governance* possono assicurare a coefficienti essenziali per le imprese e per la Commissione per dimostrare l'esistenza o meno di un comportamento cooperativo⁴³.

Analogo trattamento è stato riservato ai reticoli azionari e personali sul versante dell'art. 102 TFUE, sul punto sia però consentita una precisazione. Nella prospettiva della norma da ultimo richiamata si può riscontrare un'ulteriore traccia della rilevanza dei legami finanziari e personali tra concorrenti: essi vengono indicati dalla giurisprudenza⁴⁴ tra gli indici idonei a suffragare l'esistenza di una posizione dominante collettiva. In linea teorica questo ambito poteva configurarsi come prolifico per scongiurare pericolose derive anticoncorrenziali, ma in pratica non è stato sfruttato dall'Autorità comunitaria e quindi ad oggi rimane inesplorato⁴⁵. Certo non mancano le ragioni di un simile esito identificabili vuoi negli ondivaghi orientamenti della dottrina e giurisprudenza su tale fattispecie abusiva, vuoi nei non definiti confini

⁴² *Supra* par. 1.

⁴³ È interessante menzionare quanto accaduto nel caso Mastercard. Sotto il profilo soggettivo, l'impresa ha contestato l'applicabilità dell'art. 101 del Trattato sostenendo che, in seguito alla modifica della propria struttura di azionariato e di *governance*, avvenuta nel 2006 con la quotazione in borsa, la fissazione delle commissioni interbancarie sarebbe stata sottratta all'associazione del dominio di banche per ricadere nella responsabilità decisionale di un soggetto terzo ed indipendente. Tali mutamenti non sono stati ritenuti sufficienti dalla Commissione (e di recente dal Tribunale di primo grado) che ha continuato a ravvisare l'esistenza di un'associazione di imprese proprio attraverso le strette connessioni tra le banche licenziatricie ed il gruppo Mastercard. Cfr. COMMISSIONE, 19 dicembre 2007, casi COMP/34.579 - *Mastercard*, COMP/36.518 - *EuroCommerce*, COMP/38.580 - *Commercial Card*, in *G.U.U.E.* C264/04 del 6 novembre 2009. Trib. primo grado, 24 maggio 2012, caso T-111/2008, *Mastercard et al. c. Commissione*, non pubblicata; V. CECCARELLI, *Commissione Europea vs MasterCard: l'analisi antitrust di un mercato bilaterale*, in *Mercato conc. reg.*, 2008, 3, 591.

⁴⁴ V. Trib. primo grado, 26 gennaio 2005, causa T-193/2002, *Laurent Piau c. Commissione*, in *Racc.*, 2005, II-209, p.to 111.

⁴⁵ Cfr. OSTI, voce *Abuso di posizione dominante*, in *Enc. dir. ann.*, vol. IV, Milano, 2011, 51.

di (il)liceità del mero parallelismo consapevole tenuto sul mercato dalle imprese del gruppo collettivamente dominante⁴⁶. In prospettiva, peraltro, la mancanza di riferimenti nei recenti *Orientamenti*⁴⁷ non sembrano poter deporre a favore di una modifica del *trend*.

3.1. (Segue) Lo scrutinio nel corso della valutazione delle concentrazioni: verso un *revirement* sulla rilevanza *antitrust* dell'acquisizione di partecipazioni di minoranza?

In ogni caso, nella supervisione ed eliminazione dei collegamenti tra imprese concorrenti, centrale è stato il ruolo giocato dalla disciplina sulle operazioni di fusione e acquisizione. Se da un lato il Regolamento 4064/89 ha introdotto un parametro nuovo per gli acquisti proprietari atto a determinare la sussistenza del controllo, vale a dire l'influenza determinante, dall'altro si è registrata la tendenza delle imprese ad impegnarsi alla rinuncia ai normali diritti connessi alle partecipazioni azionarie (quali ad esempio quelli di voto o di nomina di componenti del *board*) per scongiurare un esito negativo delle operazioni di concentrazione poste al vaglio della Commissione⁴⁸.

Tale esperienza ha portato ad una prima concreta proposta di disciplina dei legami tra concorrenti nel corso del dibattito avvenuto

⁴⁶ V. RAFFAELLI, *L'evoluzione del concetto di posizione dominante collettiva nella disciplina antitrust*, in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 1/2007, 39; LIBERTINI, *Posizione dominante individuale e posizione dominante collettiva*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 543.

⁴⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'art. 82 del Trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto alla esclusione dei concorrenti*, in *G.U.U.E.* C45/02 del 24 febbraio 2009.

⁴⁸ Si vedano sul punto i casi seguenti: COMMISSIONE, 8 maggio 1998, caso n. IV/M.1082, *Allianz-AGF*, in *G.U.C.E.* C246 del 6 agosto 1998, 4; COMMISSIONE, 2 giugno 1998, caso n. IV/M.1080, *Thyssen-Krupp*, in *G.U.C.E.* C252 del 11 agosto 1998, 7; COMMISSIONE, 8 aprile 1999, caso COMP/M.1453, *AXA-GRE*, in *G.U.C.E.* C30 del 2 febbraio 2000, 6; COMMISSIONE, 12 gennaio 2000, caso COMP/M.1712, *Generali-INA*, in *G.U.C.E.* C58 del 1 marzo 2000, 6; COMMISSIONE, 19 luglio 2001, caso n. IV/M.2431, *Allianz-Dresdner Bank*, in *G.U.C.E.* C316 del 10 novembre 2001, 13; COMMISSIONE, 8 novembre 2001, caso n. IV/M.2567, *Nordea-Postgirot*, in *G.U.C.E.* C347 del 8 dicembre 2001, 5; COMMISSIONE, 2 aprile 2003, caso COMP/M.2876, *NewsCorp-Telepiù*, in *G.U.U.E.* L110 del 16 aprile 2004, 73.

sulla Riforma del Regolamento 4064/89⁴⁹. In questa occasione la Commissione suggeriva di mantenere al di fuori del campo di applicazione della emananda disciplina sulle concentrazioni i problemi inerenti all'acquisto di partecipazioni di minoranza ed all'*interlocking directorates* considerando l'estensione a queste ultime come un onere e ritenendo, se del caso, più indicata l'applicazione degli artt. 101 e 102 del TFUE⁵⁰.

Nonostante le opinioni dissenzienti si è finito per mantenere la *summa divisio* tra legami che conferiscono il controllo⁵¹ valutabili in base al Regolamento concentrazioni n. 139/2004 e legami censurabili ai sensi della disciplina *antitrust* in senso stretto.

In mancanza di attribuzione di controllo, l'esistenza di legami strutturali diviene viepiù fattore rilevante nella valutazione preventiva

⁴⁹ Sul dibattito in questione per i numerosi interventi di commento da parte di soggetti sia pubblici che privati si può fare riferimento alla raccolta ufficiale reperibile al sito internet www.ec.europa.eu/comm/competition/merger/review/comments.html.

⁵⁰ La Commissione evidenziava sia l'aumento di notificazioni che la citata espansione delle competenze avrebbe potuto provocare sia l'elevata probabilità che tali transazioni scrutinate fossero neutrali sotto il profilo competitivo. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde sulla Riforma del Regolamento 4064/89*, COM (2001) 745, Bruxelles, 17 Dicembre 2001, p.ti 106 e ss.; OECD, cit., 40.

⁵¹ Cfr. MANGINI - OLIVIERI, cit., 106. È dato osservare che si possono riscontrare effetti sulla concorrenza nel caso in cui venga a ritenersi realizzata una concentrazione sostanziale in ragione di legami partecipativi e personali determinanti un rapporto di controllo di fatto. Tale situazione può ricorrere in presenza di una pluralità di elementi che consentano di prevedere, con un certo grado di certezza, la possibilità per l'azionista di minoranza di disporre di una maggioranza sufficientemente stabile in sede di assemblea. Si pensi a titolo esemplificativo ai collegamenti personali (ma anche economici in generale) tra l'azionista (persona fisica o giuridica) di minoranza e gli altri azionisti, in modo da far presumere l'attitudine di tali soggetti ad uniformarsi alle posizioni assunte dall'azionista candidato al controllo o l'improbabilità che una parte sufficiente di tali soggetti si discosti dalle posizioni assunte dall'azionista candidato al controllo o l'improbabilità che una parte sufficiente degli azionisti voti in senso contrario a quest'ultimo. Peraltro, la Commissione nel compiere un giudizio prognostico della concentrazione sottoposta al suo vaglio tiene conto del comportamento degli azionisti nelle ultime assemblee e della variazione nella composizione dell'azionariato che si produrrà a seguito dell'operazione. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione consolidata della Commissione sui criteri di competenza giurisdizionale a norma del Regolamento CE n. 139/2004 del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese*, in G.U.U.E. 95/01 del 16 aprile 2008, par. 59 e ss.

di un'operazione di concentrazione⁵². In tale ipotesi la rimozione del connubio (azionario/personale) tra la *NewCo* e gli altri operatori concorrenti può avvenire tramite lo strumento dei rimedi. Nella Comunicazione del 2008⁵³, in tema di misure correttive, la Commissione ha indicato tra gli strumenti di *soft-law* di cui può disporre proprio la rescissione dei legami con eventuali concorrenti⁵⁴. Dal punto di vista operativo, nel riconoscere pari pericolosità ai legami azionari e personali l'*Authority*, accanto alla totale eliminazione delle connessioni, in taluni casi ha optato per un approccio meno invasivo prescrivendo impegni comportamentali o semplicemente neutralizzando i diritti inerenti alla partecipazione azionaria⁵⁵.

In generale, dunque, la Commissione sembra aver prediletto una valutazione volta a verificare il concreto impatto anticompetitivo di ogni tipologia di intreccio combinando provvedimenti risolutivi e bassi costi di monitoraggio⁵⁶, mentre l'attuale assetto normativo non sembra essersi allineato nel perseguire le medesime finalità.

⁵² V. VAN DE WALLE DE GHELCKE, *Minority shareholdings in EU merger control: "No, thank you" or a gap to be filled?*, in *Cuncurrences*, 3, 2011, 19.

⁵³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione concernente le misure correttive considerate adeguate a norma del Regolamento CE n. 139/2004 del Consiglio e del Regolamento CE (802/2004) della Commissione*, in *G.U.U.E.* C267/1 del 22 ottobre 2008.

⁵⁴ Cfr. COMMISSIONE, cit., p.ti 58 e ss.

⁵⁵ Nel caso Toshiba Westinghouse i dubbi sull'operazione espressi dalla Commissione riguardavano proprio la partecipazione azionaria (di minoranza) attiva in GNF (Global Nuclear Fuel), *joint-venture* di Toshiba con General Electric e Hitachi Japan, e concorrente della *NewCo* (sorta dall'acquisizione del controllo da parte di Toshiba Corporation e Westing House Electric Limited e BNFL USA Group) nel mercato dell'energia atomica. Secondo l'Autorità *antitrust* comunitaria, attraverso il diritto di veto e i rappresentanti nel *board* di GNF, Toshiba avrebbe avuto la possibilità di avere accesso ad informazioni commercialmente sensibili e avrebbe potuto ostacolare l'espansione dell'impresa concorrente. La realizzazione dell'operazione è quindi stata subordinata alla rinuncia ai diritti: i) di partecipazione alle riunioni; ii) di esercizio del diritto di veto; iii) di informazione da parte di Toshiba in GNF. Cfr. p.ti 107 e ss. della decisione. COMMISSIONE, 19 settembre 2006, caso COMP/M.4153, *Toshiba Westinghouse*, in *G.U.U.E.* C10 del 16 gennaio 2007, 1.

⁵⁶ Secondo la Commissione: «*the extent to which it may be concluded that the minority stake is capable of having an anticompetitive impact will depend on the facts in the specific case*», cfr. OECD, (nt. 2), 187. Nell'ottica dei rimedi si è evidenziato che quelli di tipo strutturale sono in grado di garantire con maggiore certezza il gioco competitivo. Come sottolineato: «*[...] in some circumstances competition authorities have also accepted behavioural remedies, like firewalls, but these remedies are less*

A tal fine emblematico è stato il caso della tentata acquisizione da parte di Ryanair della compagnia irlandese Aer Lingus⁵⁷. Brevemente i fatti. Dopo che nel 2006 il governo irlandese privatizzava Aer Lingus, Ryanair acquisiva una partecipazione del 19,16% nel suo capitale. Successivamente Ryanair lanciava un'offerta pubblica di acquisto per la totalità del capitale di Aer Lingus e notificava alla Commissione l'acquisizione prevista in conformità al Regolamento sulle concentrazioni. Nel corso del periodo dell'opa, Ryanair acquisiva ulteriori pacchetti azionari arrivando a detenere il 25,17% del capitale di Aer Lingus. Nel corso del 2007 la Commissione adottava una decisione che dichiarava il progetto di acquisizione di Aer Lingus da parte di Ryanair incompatibile con il mercato comune⁵⁸. Dopo la decisione della Commissione, Ryanair incrementava la partecipazione, portando la sua presenza nel capitale della Aer Lingus al 29,3%. Nelle more del procedimento, conclusosi con un divieto di compiere l'operazione, Aer Lingus chiedeva alla Commissione di ingiungere a Ryanair la cessione della totalità delle quote in essa possedute, in quanto tale partecipazione le attribuiva una «*significativa possibilità di interferire nella sua gestione e nella sua strategia commerciale*»⁵⁹. La Commissione nel respingere tale richiesta spiegava di non essere abilitata nell'ambito del regolamento sulle concentrazioni ad ordinare a Ryanair di cedere la sua partecipazione, allorchè la prevista operazione di concentrazione non era stata realizzata e Ryanair deteneva unicamente un pacchetto azionario di minoranza che non le consentiva di esercitare un controllo *de jure* o *de facto* su Aer Lingus. La compagnia irlandese presentava un ricorso contro questa decisione dinanzi al Tribunale che, oltre a riconoscere piena legittimità sotto il profilo giuridico e fattuale al rifiuto opposto dalla Commissione⁶⁰,

attractive because of high monitoring costs and doubts concerning their effectiveness [...]». Cfr. OECD, cit., 11.

⁵⁷ COMMISSIONE, 27 giugno 2007, caso COMP/M.4439, *Ryan Air/Aer Lingus*, in *G.U.U.E.* C47 del 20 febbraio 2008, 9.

⁵⁸ Ryanair impugnava tale decisione dinanzi al Tribunale di I grado. Cfr. Trib. primo grado, 6 luglio 2010, causa T-342/07, *Ryanair Holdings plc./ Commissione*, in *Racc.*, 2010, II, p. 03457.

⁵⁹ Cfr. COMMISSIONE, cit., p.to 65.

⁶⁰ Cfr. Trib. primo grado, 6 luglio 2010, causa T-342/07, *Ryanair Holdings plc./ Commissione*, in *Racc.*, 2010, II, p. 03457; Trib. primo grado, 6 luglio 2010, causa T-411/07, *Aer Lingus Group/Commissione*, in *Racc.*, 2010, II, p. 03691, p.ti 65 e ss. È interessante osservare che nell'agosto 2012 Ryanair ha effettuato un'altra proposta per

ammetteva anche la fondatezza di eventuali prescrizioni di dismissione della partecipazione provenienti dalle Autorità nazionali⁶¹.

L'evoluzione della fattispecie sopra menzionata rende palese l'inidoneità del mero diniego di un'operazione di concentrazione ad assicurare un assetto di mercato competitivo. Rimangono infatti inalterati legami finanziari che, oltre a presentare un'elevata probabilità di cagionare distorsioni di mercato attraverso la manipolazione della gestione e delle strategie commerciali del concorrente, sfuggono, al momento dell'acquisto, anche alla disciplina prevista dagli artt. 101 e 102 del TFUE, non ricorrendone i presupposti di intervento.

L'*impasse* emerso nel caso Raynair ha messo in evidenza non solo la presenza di una lacuna normativa, ma anche la necessità di approfondire la materia ed individuare una disciplina regolatoria in grado di colmare il *gap*⁶². Tanto detto, non si può tacere la presenza

acquistare Aer Lingus e per il buon esito dell'operazione ha chiesto ai propri rivali (Air France-Klm, EasyJet, Etihad Airways, Flybe, International Airlines Group (Iag) e Virgin Atlantic) di acquisire alcuni *slot* di Aer Lingus in modo da offrire voli sulle tratte che allo stato attuale sono coperte solo dalle due compagnie irlandesi. La Commissione Europea si è però riservata di approfondire l'operazione. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, www.europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/921

⁶¹ Nel caso in esame, su sollecitazione di Aer Lingus e ad esito di uno scontro a livello legale con Raynair, l'Office of Fair Trading britannico (OFT) nel giugno 2012 ha avviato l'istruttoria al fine di investigare la reale portata della partecipazione di Ryanair in termini competitivi. Si veda anche IGNJATOVIC - RIDYARD, cit., 1. Il documento del provvedimento è disponibile su: http://www.oft.gov.uk/shared_of/mergers_ea02/2012/Ryanair.pdf. A fini di completezza espositiva si osserva che la normativa inglese conferisce all'Office of Fair Trading la facoltà di aprire un'istruttoria e se del caso intervenire su una partecipazione di minoranza quando questa comporti un'"influenza materiale" sull'impresa *target* (controllo opzionale). Essa si presume nel caso di acquisizione di una partecipazione maggiore o uguale al 25% eccezionalmente si è riconosciuta anche per acquisizioni inferiori al 15% quando associate ad altri elementi come l'*interlocking directorates*. A livello comunitario si tratta di ipotesi che invece sfuggono al controllo della Commissione, a tal proposito in letteratura le acquisizioni che si collocano al di sotto delle soglie di intervento giurisdizionale sono definite "*creeping mergers*". Cfr. FREEMAN, *Creeping mergers: the UK perspective*, in *Cuncurrences*, 3, 2011, 23.

⁶² Il Commissario alla concorrenza Almunia in un discorso tenuto nel marzo 2011 ha rilevato che: «Il Regolamento Concentrazioni non si applica alle partecipazioni di minoranza, ma alcuni ordinamenti nazionali, sia all'interno che all'esterno dell'EU, ammettono un controllo preventivo di tali acquisizioni. Ho incaricato i miei servizi di esaminare la questione e verificare se sia opportuno provare a colmare questa lacuna presente nel Regolamento Concentrazioni». Discorso tenuto all'IBA il 10 marzo 2011 e

all'interno di alcuni Stati europei di normative *ad hoc*⁶³, anche se appare lontana l'uniformità di disciplina.

Ad oggi a livello comunitario si è ancora in una fase di studio e di elaborazione di progetti normativi. In particolare, la Commissione ha invitato a realizzare due ricerche sulle c.d. *minority shareholdings*, avendo come parametro di riferimento il contesto geografico europeo. Tramite la realizzazione di una mappa degli incroci azionari tra le imprese europee e la comprensione della loro reale portata anticoncorrenziale sarà possibile (ri)valutare un ampliamento del novero delle operazioni soggette ad uno *screening* preventivo⁶⁴.

In prospettiva, un'efficacia riflessa sulla regolazione delle connessioni potrebbero avere talune *best practice* (quando implementate dagli operatori) e norme destinate ad operare nel settore finanziario. A tal proposito giova osservare che la Commissione nel 2005 ha adottato la raccomandazione 2005/162/CE⁶⁵ nella quale ha indicato le regole per eliminare e prevenire conflitti di interesse nelle società quotate. *De jure condendo* si può notare che il recente progetto di regolamento comunitario in tema di agenzie di *rating* reca un vincolo del 5% negli incroci azionari in modo da assicurare la massima indipendenza tra tali operatori⁶⁶; mentre con riguardo al tema dell'

disponibile su: www.europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/11/166&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en

⁶³ Oltre alla citata disciplina inglese vanno segnalate la normativa tedesca che prevede un controllo preventivo obbligatorio dell'acquisizione di partecipazioni di minoranza (inferiori alla soglia del 25%) che attribuiscono un'influenza significativa (par. 37 Sec. 2, Nr. 4 GWB). Cfr. BARDONG, *The German experience*, in *Cuncurrences*, 3, 2011, 32.

⁶⁴ Diponibile su:

www.ec.europa.eu/competition/calls/2011_016_tender_specifications_en.pdf;

www.ec.europa.eu/competition/calls/2011_016_tender_specifications_en.pdf.

⁶⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione della Commissione del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza*, in *G.U.U.E.* L52/51 del 25 febbraio 2005.

⁶⁶ Approvato dal Parlamento in data 16 gennaio 2013. Cfr. p.to 13 della proposta disponibile su: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2013-0012&format=XML&language=IT#BKMD-6>. Si veda in dottrina: OLIVIERI, *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2012, 295; LENER - RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2012, 365; GRANATA,

interlocking directorates, nell'ambito del processo di revisione della direttiva Mifid si sta considerando la possibilità di introdurre un limite al numero di incarichi dei componenti gli organi di gestione degli intermediari finanziari⁶⁷.

4. Le molteplici anomalie del quadro normativo italiano anteriore e successivo all'art. 36: tra l'eccessivo ricorso alle misure correttive e la necessità di migliorare le disposizioni esistenti per i settori c.d. esclusi

Sulla scia dell'esperienza comunitaria anche nel nostro Paese si è cercato di conciliare la volontà di perseguire *shareholding and personal ties* attraverso gli strumenti *antitrust* tradizionali con l'ambiguità del fenomeno.

Dall'esame della prassi si può notare che l'Agcm, per mezzo delle prescrizioni di ordine generale previste dalla l. n. 287/1990, ha proceduto a recepire gli orientamenti comunitari sul tema⁶⁸, ed ha impiegato i *networks* finanziari e personali come componenti per l'accertamento di situazioni di controllo sostanziale (esclusivo o congiunto) in sede di valutazione preventiva delle operazioni di fusione e acquisizione⁶⁹. Tale tendenza, pur non avallata in via definitiva dal

Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2012, 378.

⁶⁷ Viene individuato un limite in non più di quattro cariche non esecutive o una carica esecutiva e due non esecutive (cfr. art. 9 par. 2 della proposta di direttiva). Il testo della proposta è reperibile al seguente indirizzo: www.eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:it:PDF

⁶⁸ AGCM, *I114 - Parmalat/Granarolo Felsinea*, 8 giugno 1995, provv. n. 3086, in *Boll.* n. 23/1995; AGCM, *I109 - Titanus Distribuzione/Cinema 5*, 25 luglio 1994, provv. n. 2200, in *Boll.* n. 30-31/1994; AGCM, *I25 - Cementir/Merone*, 17 giugno 1992, provv. n. 563, in *Boll.* n. 12/1992.

⁶⁹ Nel caso Generali/Toro Assicurazioni l'Autorità ha ritenuto sussistente il controllo di fatto di Mediobanca su Generali facendo leva sui legami azionari e personali ed ha subordinato la realizzazione dell'operazione alla cessione di un ramo di azienda da parte di Assicurazioni Generali ad un soggetto terzo ed indipendente rispetto sia ad Assicurazioni Generali sia a Mediobanca. Cfr. AGCM, *C7951 - Assicurazioni Generali/Toro Assicurazioni*, provv. n. 16173, 11 dicembre 2006, in *Boll.* n. 47/2006. Per un'ipotesi di controllo congiunto di fatto si veda, AGCM, *C5422B - Sai/La Fondiaria Assicurazioni*, provv. n. 11475, 17 dicembre 2002, in *Boll.* n. 51-52/2003. Si segnala altresì che l'esame dei legami tra imprese concorrenti sono elemento imprescindibile nell'esame di un'operazione di concentrazione: le imprese

giudice amministrativo⁷⁰, ha avuto un impatto significativo sulla comprensione degli assetti del capitalismo italiano, senza però determinare il riconoscimento da parte delle imprese dei rapporti di fatto ricostruiti dall'Autorità.

Tuttavia, all'abilità nel ricostruire gli intrecci non è corrisposto il superamento di taluni profili problematici emersi in sede di applicazione delle misure c.d. correttive.

È d'uopo ricordare che l'art. 6 c. 2 della l. n. 287/1990 conferisce all'Autorità, ad esito dell'istruttoria sulle concentrazioni sottoposte alla sua valutazione, la possibilità di subordinare le operazioni all'adozione di rimedi idonei ad impedire le distorsioni della concorrenza. Le misure prodromiche all'autorizzazione, in realtà, si presentano come veri e propri impegni che le parti interessate assumono nei confronti dell'Agcm al fine di non incorrere in un divieto.

In termini operativi le misure correttive e gli impegni, di cui all'art. 14-ter l. n. 287/1990, sono speculari, ma molteplici rimangono le

sono tenute a notificare le connessioni finanziarie e personali, eventualmente esistenti all'Autorità, tanto che ciò avvenga con la comunicazione in forma abbreviata quanto con la comunicazione in forma estesa. Cfr. Formulario sulle concentrazioni Prospetto D. Vi è ormai opinione unanime in dottrina nel ritenere la disciplina sul controllo preventivo delle operazioni di concentrazione «[...] uno strumento con evidenti limiti, in considerazione del fatto che opera ex post e che può essere utilizzato solo laddove le parti di un'operazione di concentrazione abbiano già in essere, prima dell'operazione stessa, legami personali incrociati con imprese terze concorrenti. Solo in tal caso, infatti, l'Autorità Garante può venire a conoscenza dell'esistenza di legami personali incrociati ed, eventualmente, intervenire». Così SIRAGUSA - BARDANZELLU, *Prime considerazioni sulle norme antitrust introdotte dalla legislazione nazionale anticrisi*, in COLOMBINI - PASSALACQUA (a cura di), *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*, Napoli, 2012, 67.

⁷⁰ Cfr. TAR LAZIO, sez. I, 10 luglio 2007, n. 6230. Si segnala che il Consiglio di Stato non appare aver affrontato in radice il c.d. teorema del controllo di fatto tra Mediobanca e Generali sostenuto dall'Autorità garante. In particolare, con la decisione del 12 maggio 2009 relativa alla concentrazione tra Sai e Fondiaria, il Consiglio di Stato ha ritenuto che i rapporti di fatto esistenti tra Mediobanca e Generali - per come ricostruiti dall'Agcm - erano tali da attribuire all'operazione di concentrazione una rilevanza comunitaria e da configurare la competenza della Commissione. Cfr. Cons. St., sez. VI, 16 luglio 2009, n. 4448; AGCM, C5422B - Sai/Fondiaria Assicurazioni, provv. n. 11475, 17 dicembre 2002, in *Boll.* n. 51-52/2002. Si evidenzia, invece, che con riguardo al ricorso presentato avverso la sentenza del TAR Lazio del 10 luglio 2007 n. 6230 il Consiglio di Stato ha dichiarato l'estinzione del giudizio in data 25 febbraio 2012 stante il ritiro del ricorso in appello proposto dall'Avvocatura generale dello Stato.

disarmonie tra i due istituti. A dispetto del fatto che la primaria area di impiego di questi nuovi strumenti di azione è stata quella delle concentrazioni⁷¹, non è riscontrabile nè una condivisione sul dettaglio di disciplina e di procedimentalizzazione, di fatto inesistenti nelle misure correttive⁷², né una convergenza in punto di dibattito dottrinale.

Per quanto *quivi* interessa, il dibattito in tema di impegni ha avuto ad oggetto indagini critiche sulla compatibilità delle *commitment decisions* con il principio di tipicità degli atti amministrativi⁷³. In base a quanto emerge dalle applicazioni di questo strumento, l'Agcm tenderebbe a svolgere un'attività regolatoria, vale a dire funzioni che non ineriscono il *proprium* delle sue competenze⁷⁴, in quanto il provvedimento con cui l'Agcm rende obbligatori gli impegni presentati dalle imprese implica la chiusura del procedimento senza che l'infrazione sia stata accertata.

Con riguardo alle fattispecie di autorizzazioni di concentrazioni con misure, come è stato osservato da autorevole dottrina⁷⁵, è singolare che non abbiano suscitato timori tra gli studiosi in ordine ad un supposto ruolo di regolazione dell'Autorità *antitrust*⁷⁶, giacchè i rischi di trasformazione dell'Agcm da amministrazione "neutra" con funzioni di

⁷¹ Cfr. CINTIOLI, *Introduzione*, in CINTIOLI - OLIVIERI (a cura di), *I nuovi strumenti di tutela antitrust. Misure cautelari, impegni e programmi di clemenza*, Torino, 2008, VII.

⁷² Cfr. Per gli impegni di cui all'art. 14-ter si veda da ultimo: AGCM, *Procedure di applicazione dell'art. 14 ter della legge 10 ottobre 1990 n. 287*, delibera 6 settembre 2012 n. 23863, in *Boll.* n. 35/2012.

⁷³ Dubbi sono sorti anche sull'inquadramento dogmatico della disciplina: per parte della dottrina gli impegni sarebbero da configurare come un atto unilaterale, per altra parte invece come una forma speciale di contratto sostitutivo di provvedimento *ex art.* 11 c. 2 l. n. 241/1990, di recente è stata prospettata un'interpretazione interamente privatistica richiamando le norme del codice civile in materia di contratti transattivi di cui all'art. 1965 c.c. V. CINTIOLI, *Le nuove misure riparatorie del danno alla concorrenza: impegni e misure cautelari*, in CINTIOLI - DONATI (a cura di), cit., 7; LIBERTINI, *Le decisioni patteggiate nei procedimenti per illeciti antitrust*, in *Giorn. dir. amm.*, 2006, 1283; GITTI, *Gli accordi con le Autorità indipendenti*, in RABITTI BEDOGNI - BARUCCI (a cura di), cit., 1111.

⁷⁴ Vale a dire l'accertamento e la repressione di situazioni distorsive della concorrenza. Così MORBIDELLI, *Impegni e principio di tipicità degli atti amministrativi*, in CINTIOLI - DONATI (a cura di), cit., 1.

⁷⁵ LIBERTINI, *Il ruolo necessariamente complementare di private e public enforcement in materia antitrust*, in MAUGERI - ZOPPINI (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2010, 180.

⁷⁶ GITTI, *Gli accordi con le Autorità indipendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2, 2011, 182.

garanzia ad Autorità di regolazione dotata della più ampia discrezionalità⁷⁷ sussistono anche in relazione alle misure adottate in sede di controllo preventivo delle concentrazioni. In particolare, proprio con riguardo al tema che ci riguarda e nel periodo anteriore all'entrata in vigore del citato art. 36, si può notare che l'Agcm, in assenza di specifici limiti, si è avvalsa delle misure correttive in funzione regolatoria e “dialettica” per eliminare le connessioni tra l'entità *post-merger* e taluni *players* già attivi sul mercato.

A tal fine paradigmatico è stato il caso della concentrazione Intesa/San Paolo (ISP)⁷⁸. Ad avviso dell'Autorità l'operazione di concentrazione avrebbe comportato la creazione/rafforzamento di una posizione dominante in capo alla *NewCo* nei due mercati nazionali dei fondi comuni e della produzione GPM (gestioni patrimoniali mobiliari) e GPF (gestioni patrimoniali in fondi), nonché in numerosi mercati provinciali (essenzialmente della raccolta e degli impieghi). Per neutralizzare i temuti effetti anticompetitivi le parti si impegnavano ad attuare una serie di misure strutturali, tra cui la cessione di alcune reti di sportelli ad un operatore terzo (Crédit Agricole (CA)). Per garantire la «*necessaria indipendenza*» tra la banca risultante dalla concentrazione e il *player* francese, le parti si vincolavano a recidere una serie di legami personali e strutturali con l'impresa acquirente⁷⁹. Le

⁷⁷ Secondo Freni: «L'elemento che caratterizza l'indipendenza dell'Autorità è da rintracciare proprio nella missione a essa affidata, che non è di dettare regole volte a conformare l'agire delle imprese, ma di vigilare affinché sia garantito il rispetto del mercato e delle sue regole». Cfr. FRENI, *Le sanzioni dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in FRATINI (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Padova, 2011, 788.

⁷⁸ AGCM, C8027 - *Banca Intesa/San Paolo IMI*, provv. 16249, 20 dicembre 2006, in *Boll.* n. 49/2006. Per una ricostruzione della fattispecie V. SUARDI, *Concorrenza nel settore dell'intermediazione monetaria e finanziaria*, in *Concorrenza e Mercato*, 2012, 220.

⁷⁹ In particolare, gli impegni prevedevano le seguenti misure: a) riduzione della partecipazione di Crédit Agricole al capitale di Intesa/San Paolo e rinuncia della prima a partecipare a patti di sindacato sulla seconda; b) assenza di membri che costituissero espressione diretta o indiretta di Crédit Agricole (ovvero avessero legami personali con essa) nel consiglio di sorveglianza e nel consiglio di gestione o in altri organi di gestione di Intesa/San Paolo; c) rinuncia a cariche negli organi di gestione di Crédit Agricole da parte di esponenti di Intesa San Paolo e delle sue controllate; d) risoluzione degli accordi di segnalazione di clientela tra società di *leasing* e di *factoring* di Intesa San Paolo e le banche cedute, nonché delle intese per il mantenimento della continuità operativa di queste ultime; e) eliminazione degli *interlocking directorates* nel consiglio

dichiarazioni di impegno delle imprese sono state fatte proprie dall'Agcm che le ha rese misure dalla medesima prescritte ed a cui è stata subordinata la realizzazione dell'operazione.

Successivamente, rilevato il mancato rispetto di tali prescrizioni⁸⁰, l'Agcm avviava l'istruttoria per l'inottemperanza ed una interazione con le imprese caratterizzata da controproposte e "limature"⁸¹ dei *commitments*, fino all'adozione da parte di CA, in vista della nomina del nuovo consiglio di sorveglianza in ISP, di una lista composta da candidati che dovevano essere, oltrechè indipendenti dalla stessa Crédit Agricole, anche graditi all'Agcm.

Non sorprende quindi che l'esito della procedura di inottemperanza sia stata l'assenza di una sanzione, atteso che le imprese interessate, nonostante l'accertata violazione, hanno adottato iniziative idonee ad eliminare i legami azionari e personali.

Tale risultanza però non appare condivisibile, giacchè se è vero che va riconosciuta l'esistenza di un nuovo diritto *antitrust*, in grado di prefigurare gli assetti di mercato attraverso lo strumento degli impegni⁸², non si può trascurare che la prassi descritta non trova alcun

di amministrazione e in altri organi di gestione di una *joint venture* e rinuncia di Intesa/San Paolo a partecipare al patto di sindacato relativo a tale società. Con riferimento al settore assicurativo Banca Intesa ha dovuto impegnarsi a: i) far sì che i membri del consiglio di sorveglianza e di gestione della nuova banca espressi da Generali, o comunque aventi legami personali diretti o indiretti con la stessa, «non partecipino né alla discussione né alla votazione delle delibere che abbiano direttamente ad oggetto la strategia commerciale di Eurizon e delle sue controllate nella produzione o distribuzione di polizze vita Ramo I, II, V»; ii) garantire che «nell'espletamento dei rispettivi incarichi, i suddetti membri non influenzino in alcun modo le predette strategie commerciali di tali società»; iii) adottare idonee misure organizzative interne, intese ad evitare che tali soggetti ricevano informazioni circa la strategia commerciale di Eurizon e delle sue controllate; iv) approvare un *compliance manual* volto ad evidenziare l'illiceità di un eventuale scambio di informazioni sensibili tra i propri dirigenti e quelli di Generali. Cfr. p.ti 254-258 della decisione cit.

⁸⁰ AGCM, C8027B - Banca Intesa/San Paolo Imi, provv. 19874, 14 maggio 2009, in *Boll.* n. 19/2009.

⁸¹ GITTI, cit., 182.

⁸² Cfr. AMOROSINO, *Regolazioni, Autorità indipendenti e assetti di mercato*, in CHIRULLI - MICCÙ (a cura di), *Il modello europeo di regolazione*, Napoli, 2011, 169. Innegabili sono le conseguenze positive dei *commitments* in termini di contenimento dei costi procedimentali, amministrativi e di contenzioso che sono invece propri delle procedure di accertamento ordinarie. V. LECCISI, *Brevi note in tema di impegni antitrust*, in *Giustizia amministrativa*, 2007, 1, 19; PERA - CARPAGNANO, *The law and*

ancoraggio normativo né giurisprudenziale. Tra i poteri che il legislatore del '90 ha attribuito all'Agcm in sede di valutazione delle operazioni di concentrazione non è dato rintracciare quello di modulare a più riprese con le parti interessate misure idonee ad evitare rischi di alterazione della concorrenza. La priorità di conseguire il buon funzionamento del mercato, non può far passare in secondo piano che, di fronte ad una inottemperanza, l'Autorità avrebbe dovuto adottare i relativi strumenti sanzionatori⁸⁵. Del resto, lo stesso giudice amministrativo ha ritenuto che la non osservanza degli impegni cui subordinare l'autorizzazione all'operazione di fusione/acquisizione possa considerarsi equivalente al porre in essere una concentrazione vietata e dunque passibile di sanzioni pecuniarie o ripristinatorie⁸⁴, diversamente si andrebbe a compromettere la stessa funzione di deterrenza dell'impianto sanzionatorio⁸⁵.

Si potrebbe obiettare che l'atteggiamento benevolo mostrato dall'Autorità debba trovare fondamento nell'attuale crisi che stanno attraversando gli operatori dell'industria finanziaria, ma ciò non può essere addotto a causa di giustificazione dell'alterazione delle funzioni dell'Autorità garante.

practise of commitment decisions: a comparative analysis, in *European Competition Law Review*, 2008, 12.

⁸⁵ In tale circostanza l'Agcm avrebbe potuto esercitare la funzione tipica di accertamento e qualificazione di atti e fatti alla luce di regole predefinite con la quasi totale assenza di discrezionalità. In questo senso FRENI, cit., 788.

⁸⁴ Secondo il giudice amministrativo questa conclusione non trova «[...] preclusione nei principi di certezza, tassatività e determinatezza a cui sono soggette le disposizioni sanzionatorie (art. 1, l. 689/81) e l'esercizio del relativo potere, in quanto dalla norma emerge chiaramente che [...] si realizza una concentrazione vietata anche quando non si osservano le prescrizioni dettate dall'Autorità per impedire che la concentrazione prefigurata dalle imprese abbia tali caratteristiche (la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza)». Cfr. TAR LAZIO, sez. I, 30 agosto 2003, n. 7186. In dottrina cfr. DE STEFANO, *La violazione delle misure correttive cui è subordinata l'autorizzazione di un'operazione di concentrazione*, in *Concorrenza e Mercato*, 2011, 641; CONGEDO - GHEZZI, *I rimedi nelle operazioni di concentrazione*, in CATRICALÀ - GABBRIELLI (a cura di), *I contratti nella concorrenza*, Torino, 2011, 406 e ss. In senso di intervento ripristinatorio ex art. 18 c. 3, l. n. 287/1990 si veda FATTORI - TODINO, *La disciplina della concorrenza in Italia*, Bologna, 2010, 292.

⁸⁵ Timore registrato a livello comunitario nell'ambito degli impegni. V. CINTIOLI, *Le nuove misure riparatorie del danno alla concorrenza: impegni e misure cautelari*, in CINTIOLI - DONATI (a cura di), cit., 15.

Di più, la tendenza dell'AGCM ad adattare la normativa anteriore all'entrata in vigore dell'art. 36 all'esigenza di eliminazione dei legami azionari e personali ha generato, oltre alla menzionata modifica della natura dell'Autorità, ulteriori profili di alterazione delle prerogative originarie dell'attività di tutela del mercato. Il dato letterale della legge *antitrust* nazionale⁸⁶ coniugato alla logica di mercato richiedono che la valutazione delle operazioni di concentrazione avvenga in tempi rapidi e certi⁸⁷. All'opposto, un sistema di controllo con tempi lunghi finirebbe per rallentare il corso naturale degli affari interferendo negativamente sulla libertà di iniziativa economica. Ebbene, il *trend* seguito dall'Autorità *antitrust* italiana nell'eliminazione dei legami tra concorrenti ha finito per determinare questo secondo effetto. A sostegno di tale asserzione si può osservare che, nel sopra menzionato caso, il periodo di tempo necessario per arrivare all'approvazione definitiva della concentrazione si è esteso per circa cinque anni⁸⁸. Sul piano della libera iniziativa, ISP ha subito una limitazione, in quanto durante il giudizio di inottemperanza si è vista sospesa l'acquisizione di un *competitor* subordinata al positivo esito della prima operazione di concentrazione⁸⁹.

Peraltro, nello scrutinio delle fusioni/acquisizioni l'attività dell'AGCM è sempre stata caratterizzata dall'estremo dettaglio in termini di scenari attuali e futuri: ciò, ad esempio, ha portato all'indicazione numerica e geografica degli sportelli da dismettere nel caso delle concentrazioni bancarie⁹⁰. Appare quindi a dir poco⁹¹ insolito

⁸⁶ Termini aventi carattere parentorio. Cfr. art. 16, c. 8, l. n. 287/1990.

⁸⁷ FATTORI - TODINO, cit., 248.

⁸⁸ Precisamente si è ricompreso il periodo di tempo da dicembre 2006 al luglio 2011. È dato altresì osservare che, attraverso una serie di vendite scaglionate, solo nel corso del 2012 CA ha compiuto il passo decisivo per lo scioglimento dei legami azionari con Intesa Sanpaolo riducendo la sua partecipazione sotto il 2%.

⁸⁹ Nel corso della concentrazione ISP/Banca del Monte di Parma, avvenuta nel corso del 2011, l'Agcm dopo aver evidenziato il rischio di una posizione dominante collettiva era intervenuta subordinando l'operazione alla condizione che fossero rispettati gli impegni che ISP e CA avevano assunto in precedenza e per le quali era pendente un giudizio di inottemperanza. A seguito del venir meno del giudizio di inottemperanza ha così potuto prendere definitivo vigore la concentrazione tra ISP e Banca del Monte di Parma. Cfr. AGCM, C10910 - *Intesa San Paolo/Banca del Monte di Parma*, provv. n. 22240, 23 marzo 2011, in *Boll.* n. 12/2011; DELL'ATTI - MARRONI, *Le operazioni di concentrazione (2011)*, in *Concorrenza e Mercato*, 2012, 134.

⁹⁰ Cfr. *ex multis* AGCM, C9182 - *Banca Monte dei Paschi di Siena/Banca Antonveneta*, provv. n. 18327, 7 maggio 2008, in *Boll.* n. 18/2008; AGCM, C8660 -

che, in tema di legami azionari e personali, l'Autorità nazionale abbia articolato il proprio giudizio solo su un mero rischio di effetti anticompetitivi senza seguire specifici indici in grado di mostrare le variazioni di “densità” degli intrecci *ante* e *post*-concentrazione e l'allineamento di essi con l'intensità di concorrenza desiderata nell'ambito dell'intero segmento di mercato considerato.

L'analisi dell'impianto normativo e della prassi applicativa precedente l'entrata in vigore del divieto di *cross-directorships* ha dunque evidenziato la necessità e l'urgenza di un intervento da parte del legislatore per evitare sia il protrarsi dei ben noti legami personali negli organi di governo delle imprese finanziarie italiane⁹² sia la probabile erosione della natura e delle funzioni dell'Autorità garante.

Tuttavia nel panorama futuro, appare necessaria una disciplina dai contorni più definiti, atteso che l'*iter* descritto rimane in vigore nelle aree che non rientrano nel campo di azione del nuovo divieto *anti-interlocking*, vale a dire per gli intrecci azionari e finanziari (che spesso costituiscono la base per la costruzione di *interlocking directorates*) nell'ambito di operazioni di concentrazione del settore bancario, finanziario e assicurativo⁹³ e per i legami di *ownership* e di *governance* tra le imprese che non operano in tali ultimi mercati⁹⁴.

5. Il divieto di *interlocking directorates* in Italia: evoluzioni e problemi

La consapevolezza di una lacuna normativa in tema di connessioni personali tra *boards* di imprese concorrenti, unitamente alle sollecita-

Unicredito Italiano/Capitalia, provv. n. 17047, 17 luglio 2007, in *Boll.* n. 27/2007; AGCM, C8277 - *Banche Popolari Riunite/Banca Lombarda Piemontese*, 12 aprile 2007, in *Boll.* n. 13/2007.

⁹¹ Secondo parte della dottrina l'Agcm avrebbe realizzato una vera e propria interpretazione “creativa” della normativa sulle concentrazioni per neutralizzare gli intrecci tra concorrenti. Cfr. BERETTA - FAELLA, *I legami personali nel controllo delle concentrazioni*, in BANI (a cura di), *Concentrazioni bancarie e tutela della concorrenza*, Padova, 2007, 127.

⁹² Cfr. AGCM, cit.

⁹³ V. AGCM, C11524 - *Unipol Gruppo Finanziario/Unipol Gruppo Assicurazioni-Premafin Finanziaria-Fondiarìa Sai-Milano Assicurazioni*, provv. n. 23678, 19 giugno 2012, in *Boll.* n. 25/2012.

⁹⁴ Cfr. *infra* par. 5.

zioni dell'Agcm⁹⁵, ha portato il legislatore nazionale ad emanare una disciplina *anti-interlocking*, applicabile nei settori del credito, assicurativo e finanziario.

Il citato art. 36 del c.d. Decreto Salva Italia, nascendo in una logica pro-competitiva⁹⁶, prevede nel primo comma un divieto di cumulo di incarichi di ampio respiro applicabile a tutti i componenti degli organi di amministrazione, di sorveglianza e controllo, ed ai funzionari di vertice, a prescindere dalla circostanza che siano esecutivi o non esecutivi o aventi il requisito di indipendenza o meno. La disposizione interpretativa del c. 2 lascia impregiudicata la possibilità di assumere o di esercitare cariche in imprese o gruppi legati tra loro da rapporti di controllo ai sensi dell'art. 7 l. n. 287/1990 o che non operano nei medesimi mercati del prodotto e geografici. In ordine alle modalità e alle tempistiche di accertamento, in sede di conversione del decreto ad opera della l. n. 214/2011, si è precisato che la prima individuazione della situazione di incompatibilità spetta all'esponente interessato dal divieto, poi si pone a carico degli organi competenti degli organismi interessati il compito di effettuare la declaratoria di decadenza nei trenta giorni successivi alla scadenza del novantesimo giorno (centovesimo giorno per la prima applicazione) dall'insorgere dell'*interlocking* vietato, infine in caso di inerzia dell'organo aziendale⁹⁷, il compito di dichiarare la decadenza viene attribuito all'autorità di vigilanza di settore competente.

⁹⁵ Sul punto si vedano l'Indagine conoscitiva condotta dall'AGCM e la segnalazione che la stessa AGCM ha inviato al Parlamento e al Governo. AGCM, cit.; AGCM, *Proposte di riforma concorrenziale ai fini della legge annuale per il mercato e la concorrenza*, in *Boll.* n. 4/2010; AGCM, *Relazione sull'attività svolta nel 2010*, Roma, 21 giugno 2011, 30.

⁹⁶ Nei lavori preparatori si precisa che la disposizione è volta a «migliorare la concorrenza tra le imprese operanti nel settore assicurativo, finanziario e creditizio», nei medesimi termini la rubrica della norma reca: «*Tutela della concorrenza e partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari*». Cfr. *ex multis* DRAGO, *Il divieto di interlocking nei mercati*, in *Giorn. dir. amm.*, 10, 2012, 1016; BIANCHI - RIZZI, *Il «divieto di interlocking»: nuova tutela della concorrenza nei mercati*, in *Amministrazione & finanza*, 10, 2012, 48.

⁹⁷ L'organo aziendale competente dovrà essere individuato in base alle normative settoriali sull'accertamento dei requisiti degli esponenti aziendali. Così ad esempio: «qualora le cariche interessate siano assunte in imprese bancarie, in istituti di pagamento o di moneta elettronica, sarà competente l'organo amministrativo, essendo questo l'organo cui la normativa di settore demanda il compito di verificare il possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali». In

Da questa breve illustrazione si evince che il legislatore, senza dare alcun peso al tipo di informazione con cui viene in contatto il consigliere, è intervenuto per eliminare il mero *link* presumendo in modo assoluto che i *managers* siano portati ad agire «*in modo sub-ottimale rispetto agli azionisti che rappresentano*⁹⁸» ed a deprimere gli incentivi a competere.

Se la rigidità della norma appare coerente con l'impostazione nazionale in materia di scambio di informazioni tra imprese⁹⁹, dall'art. 36 traspare la carenza di una distinzione tra accesso alle informazioni e concreto potere di influenzare le strategie competitive delle imprese *interlocked*¹⁰⁰. A tal proposito, il dato letterale della disposizione porta

questo senso FULVIO, *Criteri applicativi del divieto di "interlocking directorates"*, in *Banche e banc.*, 3, 2012, 419.

⁹⁸ Cfr. AGCM, cit., 63.

⁹⁹ Si precisa però che al fine di verificare l'anticompetitività *per se* degli scambi di informazioni, occorre avere riguardo al carattere sensibile dei dati scambiati, al loro livello di aggregazione, al loro grado di attualità ed alla frequenza degli scambi, nell'ottica di verificare l'attitudine di tali dati a svelare la strategia dei concorrenti (Cfr. Cons. St., sez. VI, 23 aprile 2002, n. 2199 c.d. «*Rc Auto*»; TAR LAZIO, sez. I, 08 agosto 2005, sent. n. 6088 c.d. «*IAMA*»). Ciò in base alla considerazione che «*condotte quali lo scambio di informazioni sensibili finiscono infatti per sostituire all'alea della concorrenza il vantaggio della concertazione, così erodendo i benefici che in favore dei consumatori derivano dal normale uso della leva concorrenziale*»; per tale motivo, lo scambio di informazioni può «*integrare in alcuni casi un illecito antitrust in sé*», così Cons. St., sez. VI, 20 febbraio 2008, n. 595 c.d. «*Rifornimenti Aeroportuali*», che conferma la sentenza di primo grado, TAR LAZIO, sez. I, 27 febbraio 2007, n. 1746. Parte della dottrina ritiene che tale evoluzione della prassi nazionale si discosti dall'esperienza comunitaria alla luce della quale l'illiceità in sé dello scambio di informazioni può sussistere soltanto in contesti di mercato oligopolistici e fortemente concentrati; altra parte della dottrina ritiene invece che ciò sia da considerare come espressione della volontà di assimilare, in presenza di tali fattispecie, ai mercati oligopolistici anche quei mercati concorrenziali in cui il grado di competitività risulta ridotto in ragione dell'elevato livello di regolamentazione, ovvero di altre caratteristiche di tipo economico e giuridico. Cfr. FATTORI - TODINO, cit., 89 e ss.; PARDOLESI, *Sul nuovo che avanza in antitrust: illiceità oggettiva dello scambio di informazioni*, in *Foro it.*, 2002, I, 500. Per l'evoluzione del tema in questione si veda *ex multis*, BELOTTI - GAMBARARA, *La (il)liceità dello scambio di informazioni sensibili nel diritto antitrust con particolare riferimento allo scambio e all'acquisto di informazioni tramite società terze*, in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 2011, 3, 523-540.

¹⁰⁰ Posizione fondata sulla circostanza che i sindaci non hanno la possibilità di influenzare, con il proprio voto, le decisioni che attengono direttamente o indirettamente la gestione. In questo senso GHEZZI, *Legami personali tra intermediari*

ad estendere il regime di incompatibilità anche ai membri degli organi di sorveglianza e controllo senza precisare se debbano escludersi o meno coloro che ad esempio svolgono funzioni di controllo interno¹⁰¹. Pur se decisivi chiarimenti sono stati apportati con le Linee Guida¹⁰² delle Autorità chiamate a vigilare sul rispetto della norma, essi non consentono di fugare le incertezze sulla reale pericolosità dei legami realizzati attraverso i soli componenti gli organi di controllo. Non è superfluo rilevare che il rapporto tra cumulo di ruoli negli organi di controllo ed effetti anticompetitivi presenta sfumature maggiori rispetto al fenomeno che si realizza tra membri degli organi di gestione, in quanto tali esponenti sarebbero da considerare come meri “veicoli” di *sharing information* non avendo la possibilità di dettare direttive di gestione vincolanti. Del resto oltre a risultare assente una solida base empirica sulla diffusione dei legami realizzati tramite i componenti degli organi di controllo¹⁰⁵, anche nelle citate *guidelines* sembra essere

finanziari e diritto della concorrenza. Sull'opportunità di introdurre uno specifico divieto “anti-interlocking” nell'ordinamento italiano, in SANTAGATA (a cura di), *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*, Torino, 2011, 120 e ss. Tuttavia lo stesso Autore, condividendo l'interpretazione datane nelle linee guida dalle tre Autorità, precisa che in realtà se si guarda alle informazioni di cui il sindaco viene a disporre nell'espletamento dell'incarico e la possibilità di incidere sulle decisioni anche tale figura, pur non partecipando direttamente all'attività deliberativa abbia non solo il diritto, ma anche il dovere di un costante dialogo con il *management* e gli amministratori esecutivi dell'impresa presso la quale svolge l'incarico e quindi sia in ultima analisi in grado di influenzare le decisioni dell'impresa pur se solo sotto il profilo della corretta gestione imprenditoriale. Cfr. GHEZZI, cit., 224.

¹⁰¹ Perplessità in tal senso sono sorte con riguardo ad esempio a coloro che si occupano delle funzioni di *audit*, *compliance* e *risk management*. Cfr. ASSOSIM, *Disposizioni a tutela della concorrenza e partecipazioni incrociate nei mercati del credito, assicurativi e finanziari*, Circolare n. 3/2012, 4.

¹⁰² BANCA D'ITALIA - ISVAP - CONSOB, *Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. “Salva Italia” (cd. “divieto di interlocking”)*, 20 aprile 2012, disponibile su: <http://www.bancaditalia.it/>.

¹⁰⁵ Non è di poco conto sottolineare che anche nella letteratura empirica non vi è univocità di vedute sulla tipologia di dati da prendere in considerazione: alcuni studi si limitano a verificare i legami tra società realizzati dai soli amministratori e consiglieri di sorveglianza senza includere i sindaci, altre analisi si estendono anche ai componenti del collegio sindacale, senza indicare nel dettaglio quanti legami siano da attribuire ai componenti gli organi di controllo e quanti a quelli di gestione. Cfr. DRAGO - POLO - SANTELLA - GAGLIARDI, cit., 4; AGCM, cit., 85.

emersa una sorta di gradazione di illiceità dei *personal links*¹⁰⁴. L'unico limite applicativo che rimane nei confronti di tali soggetti concerne la "titolarità" della carica, non estendendosi il divieto ai sindaci che non abbiano iniziato ad esercitare effettivamente le funzioni di supplenza.

Al pari delle informazioni, l'art. 36 non compie alcuna distinzione tra la tipologia degli intermediari trovando in tal modo applicazione nei confronti di soggetti, quotati e non, la cui attività è sottoposta ad autorizzazione e vigilanza ai sensi del TUB, del TUF e del Codice delle Assicurazioni o di normative speciali che fanno rinvio a queste discipline¹⁰⁵.

Se si sofferma l'attenzione sull'intensità della regolazione prescelta si può notare che l'ampia formulazione della norma potrebbe portare a conseguenze tra loro antitetiche: i) eccesso di regolazione; ii) carenza di regolazione¹⁰⁶.

Dal primo punto di vista la norma potrebbe incidere su imprese non in grado di assumere rilievo sotto il profilo della tutela della

¹⁰⁴ In questo senso si legge: «[...] la limitazione a cariche della stessa specie avrebbe condotto a risultati illogici, portando, ad esempio, ad applicare il divieto al caso sindaco vs. sindaco e ad escluderlo nel caso amministratore vs. sindaco, nonostante quest'ultima situazione appaia potenzialmente più lesiva della concorrenza rispetto alla prima», cfr. BANCA D'ITALIA - ISVAP - CONSOB, cit., 4.

¹⁰⁵ Il citato documento congiunto prevede che la norma sia applicabile a: banche, compagnie di assicurazione e di riassicurazione, SIM, SGR, SICAV, intermediari finanziari ex Titolo V del Testo Unico Bancario e relative società capogruppo, istituti di pagamento, IMEL, Poste Italiane s.p.a. per l'attività di Bancoposta, Cassa Depositi e Prestiti. Non ricadono nel divieto le società, anche se comprese in gruppi/conglomerati, che svolgono servizi accessori o strumentali, quali ad esempio servizi di *back office*, consulenza, informazione finanziaria, recupero crediti, gestione sinistri e immobili. Cfr. BANCA D'ITALIA - ISVAP - CONSOB, cit., 5.

¹⁰⁶ Anche secondo Siragusa e Bardanzellu: «[...] appare evidente che la norma in questione, per certi versi, ha un'applicazione molto penetrante, mentre per altri pecca per difetto. [...] Per quanto riguarda il primo aspetto, ovvero l'esteso ambito di applicabilità di tale norma, limitandosi per il momento al tenore letterale dell'art. 36 del Decreto Salva Italia, giova osservare che il divieto di legami personali incrociati tra imprese concorrenti si applica tout court, a prescindere, quindi, dalla posizione di mercato delle imprese interessate. [...] Da un diverso punto di vista non si può fare a meno di notare che la disposizione in esame ha un ambito di applicazione limitato ai soli mercati del credito, assicurativi e finanziari. In tal senso [...] sarebbe stato opportuno estendere il divieto di cui all'art. 36 del Decreto Salva Italia anche agli altri settori, dal momento che il pregiudizio alla concorrenza che può derivare dalla co-presenza dei medesimi soggetti negli organi di *governance* di imprese concorrenti è comune a tutti i mercati». SIRAGUSA - BARDANZELLU, cit., 71.

concorrenza (si pensi ad esempio a due banche con modeste quote di mercato) oppure potrebbe condizionare la scelta del *management* di una *failing firm* o di un nuovo operatore che non godrebbero di esenzioni dal divieto¹⁰⁷. Inoltre, un'interpretazione estensiva della indefinita locuzione «*funzionari di vertice*», sconosciuta sia al diritto *antitrust* che al diritto societario nazionale, potrebbe portare ad ampliare il divieto anche a tutti quei soggetti che rivestono un ruolo apicale nella piramide della gerarchia aziendale, ignorando se essi siano o meno in grado di influenzare effettivamente le scelte dell'organo gestorio.

Nella prospettiva della carenza di regolazione la norma potrebbe lasciare inalterati incroci personali in grado di cagionare distorsioni della concorrenza. Si ponga, ad esempio, il caso di due imprese di assicurazione (A e B), operanti a livello nazionale, ed un'impresa bancaria (C), attiva a livello nazionale nella sola attività di raccolta e degli impieghi, che condividono i consiglieri di amministrazione. Nel caso di applicazione dell'art. 36 *sic et simpliciter* sarebbe possibile intervenire solo su un legame personale realizzato tra le due compagnie di assicurazione, in quanto solo tra queste sarebbe ipotizzabile la richiesta sovrapposizione nei medesimi mercati del prodotto. Potrebbe invece continuare a persistere il legame tra l'impresa A e la banca C e la società B e la banca C. Ad esito dell'intervento di rimozione degli intrecci, l'impresa bancaria (C) potrebbe divenire "piattaforma" di scambio di informazioni sensibili tra A e B. In tale circostanza gli effetti anticoncorrenziali diverrebbero più evidenti, qualora C fosse in possesso di partecipazioni azionarie attive¹⁰⁸ in A e B: la banca attraverso i propri (consiglieri) fiduciari potrebbe (in modo indisturbato) rendere profittevole il proprio investimento, influenzando le scelte strategiche delle due compagnie di assicurazione ed alterando così le dinamiche di mercato.

¹⁰⁷ Come correttamente osservato in dottrina la presenza di un amministratore di un'istituzione finanziaria di grandi dimensioni nel *board* di una *start-up* o di un'impresa in temporanea crisi potrebbe, con la sua competenza ed esperienza, contribuire ad aumentare la capacità di competere dell'impresa interessata dal legame personale senza con ciò incidere in modo negativo sulla concorrenza. Cfr. GHEZZI, cit., 218.

¹⁰⁸ Ossia idonee ad attribuire diritti di veto o diritti di nomina di un componente del *board*.

Se si procede nell'analisi dell'art. 36 si può notare che il carattere repressivo, sopra evidenziato, risulta attenuato dal secondo comma della norma in parola che fornisce una prima importante nozione di «*imprese e gruppi di imprese concorrenti*» che si fonda sulla sussistenza, nel singolo caso di specie, di due requisiti, uno negativo e uno (doppio) positivo, in relazione ai quali sono necessarie alcune precisazioni.

In primo luogo, la nozione di controllo di cui alla legge *antitrust*¹⁰⁹ e l'interpretazione datane dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato appaiono idonei a distinguere l'ampia tipologia di rapporti di controllo tra le imprese andando a colpire solo quei legami tra entità distinte ed autonome¹¹⁰. Per tale via, dunque, il legame personale viene consentito a condizione che tra le imprese vi sia una situazione di dichiarato controllo esclusivo o congiunto¹¹¹. Tuttavia, a parer di chi scrive, appare poco realistico che ci siano nuove dichiarazioni in questo

¹⁰⁹ Il concetto di controllo in senso *antitrust* si presenta come più ampio rispetto alla nozione codicistica. In particolare, esso ruota attorno all'espressione «*influenza determinante*» che postula un'indagine fondata sulle circostanze concrete circa la sussistenza di tale situazione, almeno potenziale, inducendo ad attribuire rilevanza a mezzi o rapporti, fonte di influenza determinante, diversi ed ulteriori rispetto a quelli tipizzati dall'art. 2359 c.c.. V. art. 7 l. n. 287/1990.

¹¹⁰ L'AGCM al fine di valutare la capacità di influire sulle decisioni strategiche di un'impresa ha fatto riferimento sia a peculiari elementi di diritto, come ad esempio la rilevanza dei poteri che le parti detengono sul consiglio di sorveglianza (AGCM, C8027 - *Banca Intesa/San Paolo*, provv. 16249, 20 dicembre 2006, in *Boll.* n. 49/2006), sia ad elementi di fatto: l'ipotesi classica è stata quella di riscontrare il controllo nei casi in cui il capitale sociale risulti frazionato tra una moltitudine di azionisti ed al contempo si riscontri un significativo e ripetuto assenteismo in sede assembleare. Cfr. AGCM, C5422B - *Sai/La Fondiaria Assicurazioni*, provv. 11475, 17 dicembre 2002, in *Boll.* n. 51-52/2002; FATTORI, *commento sub art. 7*, in CATRICALÀ - TROIANO (a cura di), *Codice commentato della concorrenza e del mercato*, Torino, 2010, 1178.

¹¹¹ Nel formulario sulle concentrazioni si specifica che l'ipotesi di controllo congiunto «si verifica quando, in base alle partecipazioni detenute o ad altri accordi, due o più imprese hanno ciascuna la possibilità di esercitare un'influenza determinante su un'altra impresa. In particolare, il controllo esercitato da ciascun soggetto può manifestarsi anche nella semplice possibilità di impedire l'adozione di decisioni che influiscano in maniera determinante sull'attività commerciale dell'impresa controllata, anche attraverso l'esercizio di un diritto di veto». In termini operativi, le imprese interessate, laddove ritenessero sussistenti le condizioni che integrano una situazione di controllo di fatto, sono tenute a motivare le ragioni che hanno condotto all'instaurarsi di tale situazione e conseguentemente ad adempiere l'obbligo di comunicazione di cui all'art. 16 della l. n. 287/1990 all'AGCM, quando siano superate le soglie previste dalla stessa legge *antitrust*.

senso (in modo da garantire anche una maggiore trasparenza negli equilibri proprietari degli operatori interessati), giacchè è ragionevole ritenere che nella scelta prevalgano i costi (si pensi ad esempio alle ripercussioni in termini di conformità alla disciplina prudenziale) rispetto ai benefici che le imprese potrebbero ottenere con l'esenzione di cui al citato c. 2¹¹².

In secondo luogo, con riguardo al (doppio) presupposto applicativo consistente nel fatto che le imprese o i gruppi di imprese operino, almeno per parte delle loro attività, nei medesimi mercati intesi in senso merceologico e geografico, vi è un chiaro riferimento al concetto di mercato rilevante che risulta essere «*lo strumento per individuare e definire l'ambito nel quale le imprese sono in concorrenza diretta fra loro*¹¹³». Il mercato del prodotto rilevante comprende tutti i beni e servizi che sono considerati sostituibili dal consumatore, in ragione delle loro caratteristiche, dei loro prezzi e dell'uso al quale sono destinati. Il mercato del prodotto rilevante, considerato nella prassi AGCM, dovrebbe portare a considerare come *competitors* le imprese bancarie con le società di assicurazione e con gli altri intermediari finanziari¹¹⁴. Ad oggi, infatti, le prime non svolgono più un'attività di tipo strettamente bancario avendo ampliato l'ambito della propria operatività ad altri segmenti quali: i sistemi di pagamento (credito al consumo, *leasing*, *factoring*, carte di debito/credito), le altre attività finanziarie (mercato del risparmio amministrato, e del risparmio gestito) sino al settore assicurativo. Giova osservare che tale esito

¹¹² In questo senso, si può osservare che Mediobanca non ha dichiarato il controllo, realizzato tramite la partecipazione del 13,465%, su Generali, come invece più volte sostenuto dall'AGCM; si è preferito conformarsi alla disciplina di cui all'art. 36 procedendo alla sostituzione dei *directors* senza avvalersi dell'esenzione. Parte della dottrina ritiene che l'AGCM avrà un ruolo decisivo nello sciogliere alcuni nodi sulle partecipazioni azionarie incrociate tra imprese attive nel settore bancario, finanziario ed assicurativo. Cfr. SIRAGUSA - BARDANZELLU, cit., 76.

¹¹³ Cfr. PROSPERETTI - SIRAGUSA - BERETTA - MERINI, *Economia e diritto antitrust: un'introduzione*, Roma, 2006, 84-85; BRUZZONE, *L'individuazione del mercato rilevante nella tutela della concorrenza*, in *Temi e problemi*, 1995, 9; LANDES - POSNER, *Market power in antitrust cases*, in *Harvard Law Review*, 1981, 937; BRIONES, *Market definition in Community's merger control policy*, in *European Competition Law Review*, 1994, 195; SCUFFI, *Orientamenti consolidati e nuove prospettive nella giurisprudenza italiana antitrust*, in *Dir. ind.*, 2003, 2, 118 e ss.

¹¹⁴ Si vedano i provvedimenti in tema di concentrazioni bancarie: AGCM, cit.; AGCM, C8660 - *Unicredito Italiano/Capitalia*, provv. 17283, 18 settembre 2007, in *Boll.* n. 33/2007. In dottrina FULVIO, cit., 119.

interpretativo, pur coerente con la *ratio* del divieto *anti-interlocking*, risulta allo stato ancora da esplorare stante la carenza, nella norma in esame, di segmentazioni interne ai mercati sopra indicati¹¹⁵ e la inesistente giurisprudenza sull'art. 36.

Problemi applicativi si potrebbero riscontrare anche sotto il profilo della coincidenza del mercato geografico. È d'uopo rammentare che tra gli elementi pertinenti per la determinazione del mercato geografico rientrano la natura e le caratteristiche dei beni e servizi di cui trattasi, l'incidenza dei costi di trasporto, le preferenze dei consumatori. A tale chiarezza teorica non corrisponde, però, un'eguale facilità di individuazione concreta¹¹⁶. Dall'esame del patrimonio informativo costituito dagli orientamenti dell'*Authority* in materia di concentrazioni nel segmento finanziario, si evince che per alcuni comparti di mercato si dovrebbe verificare il livello di sovrapposizione concorrenziale prendendo come parametro di riferimento l'ambito regionale (mercato degli impieghi alle imprese di grandi dimensioni e impieghi agli enti pubblici), in altri casi l'analisi dovrebbe avere una base provinciale (mercati degli impieghi alle famiglie consumatrici/produtrici e alle imprese di piccola dimensione, della raccolta, del risparmio amministrato, distribuzione dei prodotti del risparmio gestito), in altre fattispecie ancora la dimensione del mercato sarebbe nazionale (credito al consumo, *leasing*, *factoring*, *investment banking*). A ben vedere la conseguenza di un simile *status* di disciplina richiede la predisposizione di un'articolata e costante indagine per verificare la liceità o meno di un *interlocking directorates*, che potrebbe non essere in armonia con la dinamicità degli operatori destinatari del divieto, con la contiguità dei mercati nei quali gli intermediari sono attivi e con il concreto potere di mercato da essi detenuto¹¹⁷.

Un ulteriore indice di imperfezione della norma attiene alla circostanza che il mercato geografico rilevante in cui gli intermediari

¹¹⁵ Cfr. ASSOGESTIONI, *Criteri per l'applicazione dell'art. 36 d.l. "Salva Italia" (c.d. divieto di interlocking)*, 26 aprile 2012, 9.

¹¹⁶ Molti operatori hanno sottolineato la difficoltà di utilizzare la nozione di mercato rilevante in via preventiva per valutare la liceità o meno di un cumulo di cariche. V. ASSONIME, *Il divieto di cumulo di cariche sociali*, Circolare n. 2 del 8 febbraio 2012.

¹¹⁷ Sui rischi connessi alle modifiche delle dimensioni dei mercati e sulla difficoltà di applicare l'art. 36 si veda anche GHEZZI, cit., 126; GHEZZI, cit., 221. Per una dettagliata articolazione dei mercati interessati cfr. FULVIO, cit., 416.

finanziari operano come concorrenti si trovi, interamente o in parte, sul territorio italiano. A parer di scrive, ciò mal si concilia con l'attuale dimensione dei *players* considerati. Con la crisi finanziaria, infatti, il grado di concentrazione del mercato finanziario europeo si è progressivamente innalzato per il processo di consolidamento e per la crescita di alcuni gruppi bancari coinvolti in operazioni di fusione e acquisizione internazionale. Gli operatori sono diventati più grandi e complessi e hanno spesso assunto dimensioni globali¹¹⁸, ciò nonostante il divieto non si applica alle cariche assunte in società estere (anche se operano in Italia attraverso succursali), né alle cariche assunte in succursali di imprese estere operanti in Italia.

Infine, se si compara l'art. 36 con il tessuto imprenditoriale italiano, ciò che colpisce è la persistenza di dubbi sulla concreta possibilità di neutralizzare sodalizi pericolosi. Sul punto sorgono due quesiti: i) è stata valutata l'adeguatezza del divieto *anti-interlocking* in chiave di reale riduzione degli incentivi a colludere tra *competitors*? ii) è stato "contestualizzato" il divieto *anti-interlocking*, mutuato dall'esperienza statunitense, alle peculiarità del capitalismo nazionale?

La soluzione ad entrambi gli interrogativi sembra debba essere negativa. Il mancato riferimento nell'art. 36 ad un controllo (preventivo) sull'acquisto di *minority shareholdings* nel *player* concorrente potrebbe, in linea teorica, determinare il verificarsi del seguente scenario: eliminato il legame personale si potrebbe assistere alla sostituzione dei consiglieri nei *boards* delle società interessate che potranno, alla luce della persistenza delle partecipazioni di minoranza attive, continuare a scambiarsi informazioni strategiche (per il tramite di altri amministratori non *interlocked*) ed eventualmente realizzare un equilibrio collusivo, tutto ciò in conformità dell'art. 36. A ben vedere tale ipotesi non sembra molto lontana dalla realtà, se si considera il coerente disegno di partecipazioni azionarie presente all'interno del nostro sistema finanziario¹¹⁹ per nulla scalfito dalla severità del divieto di *cross-directorships*.

¹¹⁸ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Financial Integration in Europe*, Aprile 2010, disponibile su: www.ecb.eu. Sul punto si veda anche VITALI - GLATTFELDER - BATTISTON, *The network of global corporate control*, September 2011, disponibile su www.arxiv.org.

¹¹⁹ All'interno della citata Indagine conoscitiva dell'AGCM si rileva che circa il 18,6% delle società analizzate sono caratterizzate dalla presenza di *competitors* all'interno del proprio azionariato. Tali società rappresentano il 42,3% dell'attivo

In risposta al secondo interrogativo si può osservare che nella nuova normativa sembra sfuggita al legislatore l'accentuata presenza familiare quale peculiarità degli assetti proprietari e della *governance* delle imprese italiane¹²⁰: la semplice sostituzione di un familiare con un altro potrebbe far sì che si rispetti la disciplina *anti-interlocking* senza far cessare le eventuali esistenti distorsioni della concorrenza¹²¹.

Le rilevate difficoltà ermeneutiche e lacune rischiano, dunque, di configurare il citato art. 36 come un mero intervento normativo di “facciata” sprovvisto di una concreta efficacia per ristabilire l'equilibrio concorrenziale nel sistema finanziario.

5.1. (Segue) I tentativi (non riusciti) di sanare i difetti di una norma *ab origine* imperfetta

I sopra evidenziati *deficit* non sembrano aver trovato una soluzione neppure negli interventi delle Autorità indipendenti che anzi sotto certi aspetti hanno incrementato le zone d'ombra della norma. Al fine di chiarezza espositiva si rileva che possono individuarsi due gruppi di provvedimenti: il primo avente un taglio in prevalenza esegetico ed un secondo con carattere più procedimentale.

Con riguardo alla prima serie di interventi, nella prospettiva di promuovere un'applicazione agevole ed uniforme del divieto *anti-*

totale del campione considerato. Si tratta di dati che sottostimano il fenomeno, giacchè per alcune società non è stato possibile reperire dati dettagliati sulla composizione dell'azionariato. Cfr. AGCM, cit., 80 e ss.; CONSOB, cit., 7.

¹²⁰ Ai fini dell'accertamento del controllo congiunto l'AGCM ha dato rilievo ad elementi di fatto quali, ad esempio, l'appartenenza degli azionisti al medesimo gruppo familiare. Cfr. AGCM, C7651 - *Persone fisiche/Finanziaria San Benedetto*, provv. n. 15429, 3 maggio 2006, in *Boll.* n. 18/2006; FATTORI, cit., 1181. Per una ricostruzione dell'evoluzione delle interessenze e della presenza di gruppi familiari dal dopoguerra al 1997 nelle imprese italiane si veda AMATORI - BRIOSCHI, *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, in BARCA (a cura di), *Storia del capitalismo italiano*, Roma, 2010, 117 e ss. Per un'articolata e recente indagine sull'impresa a base familiare e disciplina delle società per azioni non quotate cfr. MONTALENTI, *Impresa a base familiare e società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 381.

¹²¹ Tale scenario non sembra molto lontano dalla realtà. Si evidenzia, infatti, che in seguito all'entrata in vigore dell'art. 36, nel *board* di Mediobanca si è registrato l'avvicendamento nella carica sociale tra persone appartenenti allo stesso nucleo familiare. Cfr. CRISCIONE, *Una sola sedia per l'amministratore*, in *Il Sole 24 Ore* del 23 giugno 2012.

interlocking da parte del mercato¹²² è stato istituito un tavolo tecnico, presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, che ha coinvolto la Banca d'Italia, la Consob, l'Isvap, ed in cui ci si è avvalsi della collaborazione dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Ad esito dei lavori è stato pubblicato un intempestivo documento congiunto¹²³ tra le tre *Authorities* chiamate a garantire il rispetto dell'art. 36.

In generale, tale primo intervento ha reso più chiara la norma, in termini di mercati interessati, figure aziendali¹²⁴ ed imprese cui si indirizza la nuova *policy*, ma non ne è stata ridotta la severità, in quanto il divieto è nella sostanza rimasto inalterato.

Invero, le *guidelines* hanno identificato alcuni limiti quantitativi, senza individuare esenzioni collegate alle dinamiche ed alle evoluzioni vuoi degli intermediari vuoi dei mercati. In particolare, il documento congiunto ha indicato due ipotesi *de minimis* cui il divieto non si applica: a) 47 milioni di euro del fatturato totale realizzato a livello nazionale dall'impresa o dal gruppo, richiamandosi per il relativo

¹²² In quest'ottica si può rilevare che Assonime ha richiesto l'emanazione di linee guida da parte delle Autorità competenti per "ammorbidire" la portata della norma nell'ambito dei gruppi di impresa, giacchè un'interpretazione estensiva della nozione di gruppi concorrenti avrebbe portato ad un'applicazione palesemente sproporzionata rispetto all'obiettivo di prevenire restrizioni della concorrenza. In ordine al dibattito sulla recente norma si vedano: AGCM, *Proposte di riforma concorrenziale ai fini della legge annuale per il mercato e la concorrenza*, in *Supplemento Boll.* n. 51/2011, 15; ASSONIME, cit.; ASSOSIM, *Disposizioni a tutela della concorrenza e partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito, assicurativi e finanziari*, Circolare n. 03/2012; ASSOGESTIONI, cit.; NEGRI, *I dubbi di Assosim sulle incompatibilità*, in *Il Sole 24 Ore* del 4 aprile 2012; BANCA D'ITALIA - CONSOB - ISVAP, cit.. Sulle problematiche interpretative si veda FALCE, *Cumulo di cariche nel settore finanziario. Verso un'interpretazione concorrenziale*, in *Bancaria*, 11, 2012, 51 e ss.

¹²³ BANCA - D'ITALIA - CONSOB - ISVAP, cit.. La tardività dell'intervento è da rintracciare nel fatto che il citato documento congiunto è stato reso pubblico in data 20 aprile 2012 ed il divieto in esame è entrato in vigore in data 26 aprile 2012.

¹²⁴ Per una puntuale analisi sull'estensione del divieto ai funzionari di vertice si veda GHEZZI, cit., 224. Si è anche sottolineato che: «l'ampia accezione di carica rilevante appare condivisibile, essendo coerente con gli obiettivi della norma. Residuano, tuttavia, talune perplessità in relazione all'applicabilità del divieto nei confronti di cariche- comunque rilevanti- non menzionate dalle Linee Guida. Si pensi, ad esempio, al ruolo di vice direttore generale di una società. Per certi versi, specie laddove il vice direttore generale rivesta anche funzioni vicarie, appare difficile escludere tale figura dall'ambito di applicabilità dell'art. 36 del Decreto Salva Italia». Così SIRAGUSA - BARDANZELLU, cit., 73.

calcolo quanto previsto in tema di concentrazioni dalla legge *antitrust*; b) in ordine ai rapporti tra gruppi di imprese vengono esentati i legami personali tra entità di piccole dimensioni (il cui fatturato sia inferiore al 3% del fatturato del gruppo di appartenenza), e che non siano diretti *competitors*. L'aspetto positivo dell'intervento è da individuare nel tentativo di conciliare il principio di proporzionalità con l'obiettivo pro-concorrenziale della disciplina, ciò nonostante rimangono inalterate le complessità della norma. Nello specifico, oltre a non aver introdotto la possibilità di esonerare dall'applicazione le connessioni personali che in realtà comportano vantaggi per le imprese senza incidere sulla concorrenza, permane la carenza di disciplina su contegni elusivi perpetrati a detrimento dell'art. 36¹²⁵.

Tuttavia, ad insinuare la pregevolezza delle linee guida depone un ulteriore elemento. A dispetto di quello che si possa pensare, le aspettative dell'interprete di trovare una delega da parte del legislatore su tale intervento rimangono disattese. Né nei lavori preparatori alla norma, né nella modifica avvenuta in sede referente¹²⁶, v'è traccia di autorizzazioni a favore delle *Authorities* sull'adozione di risoluzioni o sulla possibilità di introdurre aree di esenzione. Tale notazione non è di poco conto se si considera che in tal modo le linee guida risultano prive di fondamento giuridico, in quanto non contemplate nella normativa primaria¹²⁷, e soprattutto rendono il divieto di cui all'art. 36 esposto ad una non voluta instabilità, in termini di soglie di intervento e tipologie di incroci leciti la cui individuazione viene, a questo punto, rimessa alla piena discrezionalità delle Autorità, giacchè il legislatore non ha determinato parametri all'interno dei quali esse debbono muoversi.

¹²⁵ Il richiamo è sia al passaggio delle cariche all'interno del nucleo familiare sia alle partecipazioni azionarie. Cfr. *supra*, par. 5. Si segnala a fini di completezza espositiva che le linee guida individuano sia i termini sia la procedura cui attenersi in occasione di nuove nomine sia il monitoraggio annuale da parte degli organi aziendali interessati. V. FULVIO, cit., 419.

¹²⁶ In tale occasione si sono aggiunti all'art. 36 due ulteriori commi che definiscono la tempistica per i casi di incompatibilità.

¹²⁷ Le *guidelines* potrebbero essere inosservate in sede giudiziaria determinando l'annullamento delle deliberazioni assunte con il voto determinante di un amministratore *interlocked*, perchè rientrante nell'alveo delle esenzioni indicate nel documento congiunto, ma non nella norma primaria. Cfr. DRAGO, cit., 1020; GHEZZI, *La nuova disciplina dei legami personali incrociati nei mercati bancari, assicurativi e finanziari*, in *Riv. soc.*, 2012, 2-3, 425.

Questo primo intervento non ha fatto piena luce sui lati oscuri della norma ed i *regulators* hanno diramato ulteriori chiarimenti che, pur beneficiando dell'entrata in vigore della norma, prevedono pochi significativi miglioramenti, peraltro non influenti sulle problematiche sopra evidenziate.

In particolare, in risposta ad ulteriori quesiti posti dagli operatori¹²⁸ si è proceduto a delimitare nel dettaglio il perimetro delle imprese interessate dal divieto ed in tale prospettiva è da apprezzare l'esclusione delle *failing firms*¹²⁹. Tuttavia, si è ribadita la fissazione della soglia minima ancorata al fatturato nazionale, anziché alle quote di mercato delle imprese nelle quali un dato soggetto riveste cariche incompatibili. Tale ultima scelta, a parer di chi scrive, sembra più diretta a circoscrivere il numero delle imprese coinvolte (in modo da andare incontro alle esigenze di *budget* delle Autorità limitandone la mole di lavoro), che non a cogliere lo spirito eminentemente *antitrust* della norma¹³⁰ neutralizzando gli intrecci tra le imprese con un elevato potere di mercato.

Per quanto concerne il secondo ordine di interventi delle Autorità, è dato osservare che tramite il protocollo d'intesa¹³¹ si è rimediato alla lacuna della normativa di primo livello stabilendo una disciplina di coordinamento e procedurale nei casi in cui le cariche incrociate coinvolgano la competenza di almeno due *Authorities*, inoltre si è disciplinata la collaborazione con l'AGCM al fine di dirimere dubbi sulle esenzioni previste dal citato art. 36 c. 2 e per l'analisi di quesiti di particolare complessità e rilevanza presentati dagli intermediari¹³². Ciò

¹²⁸ V. BANCA D'ITALIA - CONSOB - ISVAP - AGCM, *Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. "Salva Italia" (cd. "divieto di interlocking")*. *Frequently Asked Questions*, 13 giugno 2012, disponibile su: http://www.bancaditalia.it/vigilanza/att-vigilanza/accordi-altre-autorita/accordi-aut-italiane/interlocking/faq_interlocking.pdf

¹²⁹ BANCA D'ITALIA - CONSOB - ISVAP - AGCM, cit., punto 1.2.

¹³⁰ Ciò risulta evidente se si considera che rimarrebbero escluse dall'art. 36 due banche locali che pur avendo una ridotta dimensione in termini di fatturato (inferiore a 47 milioni di euro) occupano una quota di mercato molto rilevante in una data zona dell'Italia.

¹³¹ BANCA D'ITALIA - CONSOB - ISVAP - AGCM, *Protocollo di intesa per il coordinamento tra Banca d'Italia, Consob, Isvap e Agcm, ai fini dell'art. 36 del d.l. "Salva Italia" (cd. divieto di interlocking)*, 14 giugno 2012, Roma, disponibile su: <http://www.bancaditalia.it>.

¹³² Peraltro, dalla lettera della norma sembrerebbe evincersi che il parere dell'AGCM non sia né obbligatorio né vincolante. Di particolare interesse per i risvolti

nonostante, non appare sanata la “pecca” iniziale dell'art. 36 che non ha riconosciuto un ruolo specifico all'AGCM, e che ha suscitato dubbi di coerenza con l'attuale sistema di organizzazione della vigilanza *antitrust* improntato al modello funzionale¹³³. In base al citato protocollo, infatti, l'Autorità garante continuerebbe a non giocare un ruolo attivo nel monitoraggio della norma, giacchè lo scambio periodico di dati ivi previsto e la rilevazione delle cariche vietate coinvolgerebbe soltanto Banca d'Italia, Consob ed Isvap¹³⁴.

Infine, i provvedimenti più recenti hanno riguardato l'armonizzazione dei procedimenti amministrativi di competenza di Banca d'Italia, Isvap e Consob¹³⁵ con le previsioni contenute nel protocollo d'intesa.

Corre l'obbligo di segnalare che a tale menzionata puntualità procedimentale non corrisponde un soddisfacente livello di *enforcement*, atteso che il legislatore non ha previsto a favore delle Autorità di vigilanza la possibilità di irrogare alcuna specifica sanzione

che potrebbe avere sugli assetti proprietari delle imprese interessate è la previsione per cui, quando le Autorità di vigilanza nel corso del procedimento amministrativo volto a decidere sull'eventuale decadenza dalla carica, acquisiscono documentazione su fattispecie aventi ad oggetto la sussistenza di situazioni di controllo di fatto ai sensi della l. n. 287/1990, esse ne informano tempestivamente l'AGCM, trasmettendo anche la relativa documentazione. Si ricorda a tal proposito che anche l'acquisizione del controllo di fatto è soggetta all'obbligo di notifica preventiva all'AGCM se le imprese interessate raggiungono le soglie di fatturato stabilite dall'AGCM e che, se le imprese non assolvono a tale obbligo, l'AGCM può aprire a loro carico un procedimento per omessa notifica e applicare una sanzione pecuniaria fino all'uno per cento del fatturato dell'anno precedente a quello in cui è effettuata la contestazione. Cfr. BANCA D'ITALIA - CONSOB - ISVAP - AGCM, cit., 5-7.

¹³³ In questo senso cfr. GHEZZI, cit., 126-127.

¹³⁴ Compito questo reso ancora più arduo dalla carenza presso le Autorità di uno strumento informatico in grado di evidenziare gli incroci illeciti.

¹³⁵ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Dichiarazione di decadenza ai sensi dell'art. 36 del d.l. “Salva Italia”*, 22 giugno 2012, disponibile su: <http://www.bancaditalia.it>; ISVAP, *Regolamento di attuazione dell'art. 36 del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito con modificazioni dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, in materia di tutela della concorrenza e partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari, concernente la disciplina del procedimento per la dichiarazione da parte dell'Isvap della decadenza nei confronti di titolari di cariche incompatibili*, Regolamento n. 42, 18 giugno 2012, disponibile su: http://www.ivass.it/ivass/imprese_jsp/HomePage.jsp; CONSOB, *Adozione della disciplina del procedimento amministrativo per la dichiarazione da parte della Consob della decadenza nei confronti dei titolari di cariche incompatibili ai sensi dell'articolo 36 del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito con modificazioni nella legge 22 dicembre 2011, n. 214*, Delibera n. 18390, in G. U. n. 301, 28 dicembre 2012.

in caso di mancata declaratoria da parte degli esponenti aziendali o degli organi aziendali preposti, né ha scandito la penalità da infliggere nel caso in cui il *director*, nelle more del procedimento, muti la propria qualifica aziendale o si dimetta da uno degli incarichi.

6. Riflessioni conclusive

Se «*il diritto antitrust è un tanto macroscopico quanto largamente ignorato esempio di quel fenomeno che i comparatisti definiscono trapianto giuridico, cioè a dire l'innesto in un ordinamento di una serie di regole provenienti da un ordinamento diverso*¹⁵⁶» la scelta regolatoria del legislatore italiano in tema di legami tra imprese concorrenti risulta essere stato un “innesto parziale”. Il modello di normativa cui si è ispirato il *policy maker* nazionale è quello del divieto *per se* di cui alla *Section 8* del *Clayton Act*, il richiamo ha però riguardato solo l'ampiezza del divieto di *interlocking* lasciando da parte l'altra faccia della medaglia, cioè la disciplina contenuta nella *Section 7* del *Clayton Act*. Da quest'ultimo punto di vista, il *framework* normativo nazionale non si è completamente distaccato dalla (assenza di) disciplina comunitaria mantenendo il *gap* e la possibilità di eliminare i legami azionari attraverso la disciplina dei rimedi in caso di concentrazioni. Quindi nella volontà di innovare l'Italia si è trovata ad elaborare un modello di regolazione delle interessenze tra imprese concorrenti “ibrido” a metà strada tra la regolazione statunitense sugli intrecci personali e l'assenza di regolazione comunitaria sui reticoli azionari e finanziari.

Viene da chiedersi se la ragione di questa opzione sia da rintracciare nel fatto che troppo costoso in termini monetari e di tempo sarebbe stato predisporre nuovi studi sulle partecipazioni di minoranza azionarie tra imprese (seguendo l'attuale *trend* della Commissione) per comprendere la necessità di una effettiva regolazione sul tema¹⁵⁷. Il

¹⁵⁶ OSTI, *L'obbligo a contrarre: il diritto della concorrenza tra comunicazione privata e comunicazione pubblica*, in OLIVIERI - ZOPPINI (a cura di), *Contratto e antitrust*, Bari, 2008, 26.

¹⁵⁷ Si ricorda infatti che i dati dell'Indagine conoscitiva conclusa nel 2008 sono parziali e sottostimano il fenomeno, in quanto per alcune società (specie non quotate), non è stato possibile reperire dati dettagliati sulla composizione dell'azionariato. Cfr. AGCM, cit., 80.

successivo scenario sarebbe stato quello di individuare la soglia di “allarme” *antitrust* per poter procedere ad un vaglio delle acquisizioni di partecipazioni azionarie e se del caso imporre alle imprese interessate la riduzione della partecipazione entro la soglia limite o la sterilizzazione dei diritti connessi.

Certamente, un “trapianto” completo della normativa statunitense avrebbe potuto determinare un effetto destabilizzante sul sistema finanziario costringendo alla revisione di assetti proprietari e di *governance* gli intermediari interessati, ma sarebbe stato un passo decisivo per evitare di continuare a garantire protezione al “salotto” del capitalismo nazionale. D'altro canto, però, sarebbe stato necessario per il legislatore italiano procedere per gradi realizzando, prima di qualsiasi intervento regolatorio, una “mappa” completa ed aggiornata delle interessenze (azionarie e personali) tra *competitors* e successivamente un'analisi di impatto di diverse tipologie di regolazione¹³⁸. Soltanto dopo un'attenta indagine sarebbe stato possibile scegliere la *policy* più efficace, cioè idonea a garantire una effettiva riduzione delle connessioni in modo da ottenere un sistema economico meno funzionale alla collusione e più credibile agli occhi di mercati ed investitori¹³⁹.

¹³⁸ Ad esempio cosa sarebbe accaduto, in termini di indipendenza degli intermediari, se dal divieto di cui all'art. 36 fossero stati esclusi gli amministratori indipendenti ed i sindaci? Oppure se si fosse previsto il divieto di passaggio di “consegne” tra membri dello stesso nucleo familiare?

¹³⁹ In questa prospettiva la Consob, nella propria relazione per l'anno 2011, ha lamentato la scarsa capacità delle società quotate italiane di attrarre investimenti, individuando la ragione di ciò principalmente negli assetti proprietari e di governo societario non idonei ad agevolare l'afflusso di risparmio. Tale situazione, secondo parte della dottrina, dovrebbe spingere il legislatore ad estendere il divieto di *interlocking* alla generalità delle imprese. Cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2011*, Milano, 14 maggio 2012, 16-17. In dottrina cfr. FULVIO, cit., 420. Inoltre, parte della dottrina, poco dopo la pubblicazione dell'Indagine Conoscitiva 36/2008 da parte dell'AGCM, ha evidenziato che l'Autorità: «ritiene, pertanto, necessario rivedere la corporate governance delle imprese del settore finanziario italiano per aumentare la chiarezza, la trasparenza, la fiducia/credibilità/reputazione individuale e del sistema finanziario italiano ed eliminare i problemi di natura concorrenziale connessi ad aspetti di governance. L'attenzione sulla corporate governance delle imprese è richiesta per tener conto ancora più criticamente dei rischi impliciti che il fenomeno dei legami azionari e personali tra concorrenti possono produrre». D'ANTONIO, *La corporate governance nelle imprese assicurative italiane*, in PROSPERETTI - COLAVOLPE (a cura

L'auspicio è che il *policy maker* si avvalga dell'analisi empirica (sull'esempio dello studio condotto dall'Agcm nel 2008) per compiere una valutazione *ex post* del divieto di *interlocking directorates* sugli intermediari coinvolti: il costante monitoraggio delle modalità in cui i destinatari si sono conformati e si conformano all'art. 36 potrà fornire spunti interessanti per constatare l'efficacia/proporzionalità della nuova regola e per desumere eventuali profili di miglioramento¹⁴⁰.

di), *Banche, Assicurazioni e Gestori del risparmio. Corporate governance, vigilanza e controlli*, Milano, 2009, 142.

¹⁴⁰ Si tratta dei profili che attengono sia alla *compliance* che all'*enforcement* della norma. Per un approfondimento cfr. DE BENEDETTO - MARTELLI - RANGONE, *La qualità delle regole*, Bologna, 2011, 91.

