

**LUISS  
LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI  
SOCIALI GUIDO CARLI**

**Dottorato di ricerca in “Diritto ed Economia”  
XX ciclo**

**FUSIONI TRANSFRONTALIERE TRA ARMONIZZAZIONE E  
CONCORRENZA REGOLAMENTARE IN EUROPA**

Candidato:

Paolo Tullio

Tutor:

Prof. Antonio Nuzzo

**Anno accademico 2007/2008**

## INDICE

INTRODUZIONE .....	pag. 1
--------------------	--------

### CAPITOLO I

#### LE FUSIONI TRANSFRONTALIERE NEL MERCATO UNICO EUROPEO E GLI OSTACOLI ALLA LORO REALIZZAZIONE

1. Premessa.....	5
2. Importanza politico-istituzionale delle fusioni transfrontaliere .....	6
3. Operazioni di fusione ed analisi economica del diritto.....	9
4. Gli ostacoli alla realizzazione delle fusioni transfrontaliere. La situazione alla vigilia dell'adozione della Decima direttiva societaria e della sentenza <i>Sevic</i> .....	15
5. La disciplina delle fusioni transfrontaliere nelle legislazioni nazionali degli Stati membri.....	18

### CAPITOLO II

#### LIBERTÀ DI STABILIMENTO E MOBILITÀ DELLE IMPRESE NELL'UNIONE EUROPEA. DAL CASO *DAILY MAIL* AL CASO *INSPIRE ART*

1. La libertà di stabilimento delle società .....	24
2. La questione del riconoscimento delle società straniere e la dicotomia tra teoria dell'incorporazione e teoria della sede.....	26
3. <i>Lex societatis</i> e libertà di stabilimento. La posizione della Corte di Giustizia ..	29
3.1. Il caso <i>Daily Mail</i> .....	30
3.2. Il caso <i>Centros</i> .....	33
3.3. Il caso <i>Überseering</i> .....	36
3.4. Il caso <i>Inspire Art</i> .....	38
4. La piena realizzazione della libertà di stabilimento.....	39

### CAPITOLO III

#### FUSIONI TRANSFRONTALIERE E LIBERTÀ DI STABILIMENTO. IL CASO *SEVIC*

1. La fusione transfrontaliera quale modalità di esercizio della libertà di stabilimento .....	43
2. Il caso <i>Sevic</i> .....	49
2.1. Le argomentazioni del Governo tedesco e le conclusioni dell'Avvocato Generale .....	50
2.2. La decisione della Corte di Giustizia .....	53
3. Sentenza <i>Sevic</i> e diritto internazionale privato .....	58

### CAPITOLO IV

#### FUSIONI TRANSFRONTALIERE E PROBLEMI INTERNAZIONALPRIVATISTICI

1. Il problema della legge applicabile alle fusioni transfrontaliere.....	60
2. I criteri di determinazione della legge applicabile .....	61
3. Applicazione cumulativa di norme e conflitto di leggi.....	65

4. Diritto applicabile alle fusioni transfrontaliere. Il contributo della Decima direttiva. Rinvio .....	67
--	----

## **CAPITOLO V**

### **LA DECIMA DIRETTIVA SOCIETARIA RELATIVA ALLE FUSIONI TRANSFRONTALIERE DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI (DIRETTIVA 2005/56/CE)**

1. L'adozione della Decima direttiva societaria. Un percorso difficile .....	71
2. La Decima direttiva: uno sguardo d'insieme. Caratteri generali e finalità .....	74
3. La disciplina della Decima direttiva .....	82
3.1. Ambito di applicazione .....	84
3.1.1. Ambito di applicazione oggettivo .....	84
3.1.2. Ambito di applicazione soggettivo .....	89
3.1.3. Ambito di applicazione soggettivo e Società europea. Spunto per una breve riflessione sul rapporto fra Decima direttiva e regolamento SE .....	91
3.2. Condizioni relative alle fusioni transfrontaliere e diritto applicabile.....	94
3.3. La disciplina del procedimento di fusione .....	99
3.3.1. Il progetto comune di fusione .....	100
3.3.2. La relazione degli amministratori e degli esperti indipendenti	102
3.3.3. L'approvazione del progetto di fusione da parte dell'assemblea generale .....	104
3.3.4. Il controllo preventivo e successivo di legittimità della fusione transfrontaliera .....	105
3.4. Pubblicità, efficacia, effetti e validità della fusione transfrontaliera ...	110
3.5. Formalità semplificate.....	113
3.6. La partecipazione dei lavoratori.....	114
4. Cenni sul regime fiscale applicabile alle fusioni transfrontaliere. La direttiva 2005/19/CE .....	121
5. Decima direttiva e sentenza <i>Sevic</i> a confronto.....	125

## **CAPITOLO VI**

### **FUSIONI TRANSFRONTALIERE, ARMONIZZAZIONE E CONCORRENZA FRA ORDINAMENTI**

1. La progressiva rimozione degli ostacoli al potenziale sviluppo di una concorrenza regolamentare all'interno dell'Unione europea.....	129
2. Possibilità di sviluppo di una concorrenza regolamentare nel contesto giuridico, politico ed economico europeo. Raffronto con la situazione degli Stati Uniti ...	137
2.1. Competenze legislative esclusive e concorrenti.....	138
2.2. Lato della domanda. Interessi coinvolti .....	139
2.3. Lato dell'offerta. Reputazione dello Stato e valutazioni politiche.....	142
2.4. Dimensioni dello Stato.....	144
2.5. Costi legati al trasferimento dell'impresa all'estero .....	145
2.6. Conclusioni .....	147
3. Armonizzazione e suoi limiti nell'Unione europea. Principio di sussidiarietà e principio di proporzionalità.....	149
4. Costi e benefici dell'armonizzazione e della concorrenza regolamentare .....	152
4.1. Armonizzazione quale strumento per prevenire il fallimento del mercato delle regole .....	153

4.1.1. Prevenzione della <i>race to the bottom</i> .....	154
4.1.2. Correzione delle inefficienze delle politiche legislative nazionali .....	155
4.1.3. Economie di scala nella produzione del diritto .....	157
4.1.4. Risparmio di costi informativi e transattivi.....	158
4.2. Costi dell'armonizzazione e benefici della concorrenza regolamentare .....	160
4.2.1. Livello di regolamentazione e "stagnazione .....	160
4.2.2. Soddisfazione di interessi eterogenei .....	162
4.2.3. <i>Learning process</i> .....	163
4.3. Livello di armonizzazione efficiente.....	165
5. La Decima direttiva societaria fra armonizzazione e concorrenza regolamentare. Notazioni conclusive .....	167
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>170</b>
<b>APPENDICE.....</b>	<b>182</b>

## **FUSIONI TRANSFRONTALIERE TRA ARMONIZZAZIONE E CONCORRENZA REGOLAMENTARE IN EUROPA**

Il 26 ottobre 2005, il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la Decima direttiva societaria relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali (direttiva 2005/56/CE). L'adozione è avvenuta all'esito di un dibattito ultradecennale, quando ormai il contesto politico-istituzionale ed economico rendeva assolutamente improcrastinabile un intervento del legislatore comunitario diretto a facilitare la realizzazione delle fusioni transfrontaliere delle società commerciali. Quasi contemporaneamente, il 13 dicembre 2005, la Corte di Giustizia delle Comunità Europee, nella sentenza *Sevic*, ha affermato che le fusioni transfrontaliere rappresentano una modalità di esercizio del diritto di stabilimento e, come tali, in linea di principio non possono essere vietate dalle legislazioni degli Stati membri.

L'importanza e i benefici economici delle fusioni transfrontaliere e, con essi, la necessità di introdurre una disciplina che favorisse il ricorso a tali operazioni all'interno dell'Unione europea, erano da tempo riconosciuti sia dalle istituzioni comunitarie, sia dalle imprese operanti nel mercato unico. Da un lato, infatti, le fusioni transfrontaliere rappresentano un ulteriore passo verso la piena attuazione di obiettivi istituzionali di primaria importanza, quali il completamento del mercato unico, nonché la realizzazione della libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali all'interno dell'Unione europea (articoli 2 e 3, paragrafo 1, lettera c, CE). Dall'altro lato, le fusioni transfrontaliere contribuiscono a sviluppare la competitività delle imprese che si trovano ad operare in mercati sempre più integrati.

Alla vigilia della sentenza *Sevic* e prima dell'adozione della Decima direttiva societaria, in ambito comunitario le fusioni transfrontaliere erano possibili solamente nel caso in cui le imprese interessate fossero stabilite in quegli Stati membri che, a livello legislativo, consentissero di realizzare tali operazioni. Infatti, in assenza di una compiuta normativa comunitaria, la materia continuava ad essere disciplinata soltanto dalle normative nazionali, spesso eterogenee, restrittive e discriminatorie, la maggior parte delle quali subordinavano la realizzazione delle fusioni transfrontaliere a condizioni particolarmente rigorose, o addirittura ponevano un divieto assoluto al compimento di tali operazioni.

Una simile situazione normativa, non solo si poneva in evidente contrasto con lo sviluppo di un mercato europeo integrato e con l'esercizio del diritto di stabilimento, ma rappresentava anche un rilevante ostacolo alla concretizzazione degli obiettivi della c.d. "Strategia di Lisbona" e quindi all'incremento della dinamicità e competitività internazionale delle imprese europee auspicato dalle istituzioni comunitarie.

Si rendeva, pertanto, necessario colmare al più presto questa grave lacuna del diritto societario comunitario, rimuovendo quegli ostacoli che ancora impedivano la libera realizzazione delle fusioni transfrontaliere e che potevano essere suddivisi in due categorie principali:

a) ostacoli all'esercizio del diritto di stabilimento, legati alla questione del mutuo riconoscimento delle società straniere, nonché all'applicazione ingiustificata e non proporzionata di misure restrittive da parte degli Stati membri;

b) altri ostacoli di natura internazionalprivatistica, legati all'eterogeneità delle discipline nazionali in materia di fusioni transfrontaliere e delle norme di conflitto vigenti nei singoli Stati membri, da cui traevano origine conflitti di legge e situazioni di incertezza del diritto derivanti da problemi di coordinamento fra le varie discipline nazionali.

Al fine di rimuovere gli ostacoli alle fusioni transfrontaliere e facilitare la realizzazione di tali operazioni era dunque indispensabile un intervento, sia a livello giurisprudenziale che a livello legislativo, diretto a:

a) rendere ammissibili le fusioni transfrontaliere nell'ordinamento di ogni Stato membro alle stesse condizioni e formalità imposte dalla legge nazionale per la realizzazione delle fusioni interne, scongiurando qualsiasi forma di discriminazione che potesse contrastare con la piena attuazione della libertà di stabilimento;

b) eliminare ogni incertezza associata all'applicazione, all'interpretazione e al coordinamento delle norme materiali ed internazionalprivatistiche dei singoli Stati membri, frammentarie e spesso in conflitto fra di loro, attraverso l'introduzione di una disciplina armonizzata basata su una combinazione di norme materiali uniformi e norme di conflitto volte ad individuare la legge applicabile ai singoli aspetti della disciplina delle fusioni transfrontaliere.

I problemi legati all'esistenza di ostacoli al pieno esercizio della libertà di stabilimento da parte delle società sono stati affrontati dalla Corte di Giustizia.

L'evoluzione dell'interpretazione giurisprudenziale degli articoli 43 e 48 CE (sentenze *Centros*, *Überseering* e *Inspire Art*) ha portato la Corte di Giustizia a riconoscere progressivamente alle persone giuridiche la più ampia facoltà di esercitare la libertà di stabilimento e ad affermare l'incompatibilità della teoria della sede reale con il diritto comunitario e la necessaria prevalenza della teoria dell'incorporazione, risolvendo così il problema del mutuo riconoscimento delle società. Da ultimo, con la sentenza *Sevic* la Corte di Giustizia ha contribuito a rimuovere gli ultimi ostacoli alla libera circolazione delle società all'interno dell'Unione europea, affermando che le fusioni transfrontaliere rappresentano una modalità di esercizio del diritto di stabilimento e, come tali, non possono essere ostacolate dalla legislazione dei singoli Stati membri se non attraverso misure giustificate da esigenze imperative di interesse pubblico e adottate nel rispetto del principio di proporzionalità.

La Corte di Giustizia non ha invece affrontato le questioni internazionalprivatistiche legate al carattere transnazionale della fattispecie. I problemi di coordinamento originati dalla coesistenza di diverse legislazioni nazionali in materia di fusioni e di diversi sistemi nazionali di diritto internazionale privato, sono stati risolti dall'intervento del legislatore comunitario mediante l'adozione della Decima direttiva societaria.

Mentre gli ostacoli relativi all'esercizio della libertà di stabilimento rendevano impossibile la realizzazione delle fusioni transfrontaliere, in quanto tali operazioni potevano anche essere sottoposte a divieti assoluti da parte delle

autorità nazionali, diversamente i problemi relativi all'individuazione della *lex societatis* non erano tali da impedire *in toto* la realizzazione di tali operazioni, ma rappresentavano comunque una difficoltà che disincentivava il ricorso a questa modalità di ristrutturazione da parte delle società comunitarie. Si può pertanto affermare che la giurisprudenza comunitaria, risolvendo i problemi legati all'esercizio della libertà di stabilimento, ha reso possibili le fusioni transfrontaliere a livello comunitario, mentre la Decima direttiva si è limitata a facilitare la realizzazione di tali operazioni rimuovendo gli ostacoli derivanti dall'eterogeneità delle normative nazionali.

Al fine di rimuovere gli ostacoli internazionalprivatistici alle fusioni transfrontaliere e facilitare così la realizzazione di tali operazioni si rendeva necessario concepire una direttiva in grado di:

(i) individuare la legge applicabile ai singoli aspetti della disciplina delle fusioni transfrontaliere, mediante la previsione di una serie norme di conflitto uniformi, aventi la funzione di eliminare ogni incertezza associata all'applicazione ed interpretazione delle norme di diritto internazionale privato dei singoli Stati membri, spesso in conflitto fra di loro;

(ii) introdurre una disciplina sostanziale armonizzata, mediante la previsione di norme materiali uniformi dirette a regolare taluni aspetti normativi particolarmente delicati, per lo più relativi alla protezione degli interessi delle categorie c.d. deboli dei soggetti coinvolti (creditori, azionisti di minoranza e lavoratori, *etc.*), per evitare il rischio che trovassero applicazione norme nazionali insufficienti sotto questo profilo.

L'impianto normativo della Decima direttiva risponde perfettamente alle esigenze sopra elencate. Il modello disciplinare della direttiva è infatti basato su una combinazione di norme di diritto materiale e di norme di diritto internazionale privato. In particolare, il legislatore comunitario ha optato per un livello minimo di armonizzazione della disciplina materiale, tanto da potersi affermare che più che il diritto materiale, ciò che risulta armonizzato dalla direttiva è il diritto internazionale privato.

Il carattere transnazionale dell'operazione e la particolare natura degli interessi dei soggetti coinvolti, oltre che esigenze di certezza del diritto, hanno reso necessario integrare la disciplina internazionalprivatistica con una serie di norme di diritto materiale. Ciò è avvenuto nel rispetto dei principi di sussidiarietà e proporzionalità e, dunque, nei limiti di quanto strettamente necessario ad assicurare un'adeguata tutela degli interessi dei soggetti deboli coinvolti nell'operazione, che rischiavano di non risultare sufficientemente protetti dalle leggi nazionali. Si tratta di una tutela minima e pertanto ampliabile - nei limiti del rispetto della libertà di stabilimento - dal legislatore nazionale.

Così com'è strutturata, la direttiva sulle fusioni transfrontaliere sembrerebbe in astratto idonea a sviluppare una concorrenza fra gli ordinamenti degli Stati membri, soprattutto nell'ambito del diritto societario. Facilitando la realizzazione delle fusioni transfrontaliere, la Decima direttiva favorisce infatti la mobilità delle imprese all'interno dell'Unione europea e, con essa, la possibilità delle imprese di scegliere liberamente l'ordinamento che meglio consente di soddisfare le loro esigenze. In particolare, le fusioni transfrontaliere consentono alle imprese di

trasferire di fatto la propria sede e cambiare così la legge applicabile, senza dover procedere preventivamente allo scioglimento con liquidazione e alla ricostituzione di un nuovo soggetto in un ordinamento diverso, mantenendo in tale maniera la propria identità. In linea teorica, la Decima direttiva sembrerebbe avere quindi tutti i presupposti per dare vita ad un vero e proprio mercato delle regole simile a quello sviluppatosi negli Stati Uniti, dove il fenomeno della concorrenza regolamentare fra gli Stati federati è ormai da decenni particolarmente diffuso.

Peraltro, da un'analisi condotta in un'ottica comparatistica, mettendo a confronto la realtà politica e legislativa dell'Unione europea con quella degli Stati Uniti, emerge che all'interno dell'Unione europea non sussistono in concreto le condizioni che, allo stato, consentono la nascita e lo sviluppo di un fenomeno analogo a quello statunitense.

Le rilevanti dimensioni degli Stati comunitari e l'eterogenea composizione dell'elettorato al loro interno non consente di sfruttare i vantaggi della concorrenza regolamentare, a differenza di quanto avviene in alcuni Stati americani come il Delaware. Inoltre, un sistema come quello comunitario, che prevede l'armonizzazione delle norme poste a tutela degli interessi dei soci e dei creditori, relega lo sviluppo della concorrenza fra ordinamenti alla disciplina di aspetti che assumono un'importanza secondaria nell'ambito della normativa societaria e non incidono significativamente sulla scelta della *lex societatis* da parte delle imprese. Non si devono, infine, trascurare, i numerosi ostacoli fiscali, politici, linguistici e culturali che rendono spesso costosa per l'impresa la scelta di un ordinamento straniero.

Alla luce di queste considerazioni - oltre che dell'analisi dei costi e dei benefici legati in astratto alla concorrenza regolamentare quale alternativa all'armonizzazione - ci si è infine proposti di verificare se il legislatore comunitario abbia optato per il giusto livello di armonizzazione nella disciplina delle fusioni transfrontaliere.

Le norme del Trattato non stabiliscono con chiarezza quale debba essere l'esatto confine fra armonizzazione e concorrenza regolamentare in quei settori normativi, come quello societario, nei quali è previsto un concorso di competenze fra la Comunità e gli Stati membri. Il Trattato si limita a fissare dei principi di massima, come quello di sussidiarietà, che si prestano alle interpretazioni più disparate.

I risultati degli studi giuseconomici sui costi e benefici dell'armonizzazione e della concorrenza regolamentare inducono a ritenere che in materia societaria il livello di armonizzazione più efficiente sia un livello di armonizzazione minimo. L'intervento armonizzatore del legislatore comunitario non sembrerebbe, infatti, in grado di garantire i benefici legati allo sfruttamento di economie di scala nella produzione del diritto, né sembrerebbe in grado di risolvere i problemi di *public choice*, razionalità limitata e *path dependency* che si verificano a livello nazionale, trattandosi di problemi che si pongono anche (e talvolta persino con maggiore intensità) a livello centralizzato. Appare, inoltre, quantomeno dubbio che la concorrenza fra gli ordinamenti degli Stati membri possa portare ad una *race to the bottom* che richieda un intervento legislativo centralizzato. In ogni caso, per prevenire i problemi legati ad una eventuale *race to the bottom* è sufficiente un



livello di armonizzazione minimale, che imponga ai legislatori nazionali uno *standard* minimo di tutela degli interessi coinvolti.

Inoltre, quella dell'armonizzazione minima rappresenta la scelta più coerente con i principi del Trattato ed in particolare con il principio di sussidiarietà (articolo 5 CE), nonché con il principio secondo cui il ravvicinamento delle legislazioni deve avvenire nella misura necessaria a garantire il funzionamento del mercato comune (articolo 3, paragrafo 2, lettera h, CE). Lo stesso Trattato, per quanto riguarda più specificatamente proprio la materia societaria, prevede che le direttive di armonizzazione vengano adottate nella misura strettamente necessaria a garantire uno *standard* minimo di tutela degli interessi dei soggetti coinvolti (articolo 44, paragrafo 2, lettera g, CE), affinché le divergenze fra le legislazioni nazionali non pongano ostacoli la libertà di stabilimento e, in ultima analisi, al funzionamento del mercato unico

Pertanto, l'armonizzazione dovrebbe essere utilizzata solo nella misura strettamente necessaria a garantire il funzionamento del mercato unico e non anche al fine di correggere le inefficienze delle legislazioni nazionali, le quali possono essere meglio superate attraverso lo sviluppo di una concorrenza fra ordinamenti.

Alla luce di queste riflessioni, appare equilibrata la scelta di un livello di armonizzazione minimo per la Decima direttiva, la quale regola direttamente soltanto gli aspetti più delicati della disciplina delle fusioni transfrontaliere e affida gran parte della disciplina alle normative nazionali applicabili in base ai criteri di collegamento previsti dalla direttiva stessa.