

## Le concentrazioni tra istituti di credito nei periodi di crisi economico-finanziarie: esempi del passato e previsioni future

Leopoldo Esposito

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Le fusioni *cross-border*. – 3. La riforma della direttiva (UE) 2017/1132, direttiva (UE) 2019/2121: verso un diritto societario europeo. – 4. Libertà di stabilimento e libera prestazione dei servizi bancari. – 5. Le fusioni bancarie dopo la crisi del 2007, un possibile strumento risolutivo della crisi?. – 6. La disciplina delle fusioni transfrontaliere degli istituti di credito nel diritto italiano. – 7. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato: poteri e sanzioni nel settore del credito. – 8. Le concentrazioni bancarie all'interno dell'Unione europea, tra stabilità e efficienza. – 9. Le concentrazioni bancarie in costanza di crisi sanitaria. – 10. Conclusioni.

### 1. *Introduzione*

Fino a qualche decennio fa, la diffusione delle operazioni straordinarie, ed in particolare delle fusioni transfrontaliere, era limitata da un duplice ordine di ragioni. Per un verso la ridotta dimensione delle imprese e la capacità di adattamento di queste ultime alle esigenze del mercato fungevano da deterrente a qualsiasi fenomeno di tipo aggregativo; per altro verso, la competizione economica tra le stesse impediva logicamente la realizzazione di operazioni di concentrazione.

Ad oggi, le mutate condizioni del mercato internazionale e della realtà economica hanno creato l'ambiente ideale per il fiorire di nuove opportunità di fusioni, al punto tale da ritenerle uno strumento fondamentale per l'aumento della redditività delle imprese.

L'indagine si propone, quindi, di verificare gli effetti positivi (e negativi) delle fusioni transfrontaliere in generale, e gli effetti delle stesse sulla redditività degli istituti di credito in particolare, ovvero dell'analisi dei benefici generati da una concentrazione bancaria sui mercati finanziari in costanza di crisi economiche.

Ciò premesso, il lavoro sarà suddiviso in tre parti. Nella prima parte sarà analizzato il concetto di fusione e la normativa sulle fusioni societarie *cross-border* con particolare riferimento alla riforma del diritto societario di cui alla direttiva (UE) 2019/2121, nonché dei principi di diritto che regolano questa attività. Ci si riferisce in particolare al principio di libertà di stabilimento delle imprese, espressa, ai fini del presente lavoro, nelle fusioni transfrontaliere. Nella seconda parte, si analizzerà la legislazione bancaria relativa alla disciplina delle fusioni bancarie e dei meccanismi di vigilanza sulle concentrazioni bancarie. In questa sezione del contributo sarà presente un *focus* in particolare prima sulla disciplina europea, e successivamente su quella nazionale.

Infine, nella terza parte, si tenterà di valutare l'impatto delle fusioni bancarie durante le crisi economiche, siano esse scatenate da uno *shock* finanziario (*recitius*: crisi del 2007), ovvero da una crisi economica derivata da un elemento esogeno (*i.e.* un'emergenza sanitaria).

## 2. *La normativa delle fusioni cross-border*

Al fine di percorrere gli itinerari lungo i quali si muove la disciplina delle fusioni transfrontaliere, è opportuno definire il concetto di fusione. Snichelotto definisce la fusione come «la compenetrazione in un'unica organizzazione sociale di più organizzazioni autonome»<sup>1</sup>. La fusione è sostanzialmente un atto negoziale a formazione progressiva, poiché la sua istituzione segue un percorso tecnico-giuridico e una certa durata nel tempo; in altre parole, si può dire che la fusione consista nella unificazione di due o più società in una sola entità. Essa si realizza principalmente con due differenti modalità: con la costituzione di una nuova società, che prende il posto di tutte le altre che in essa si fondono (fusione in senso stretto); o mediante assorbimento in una società preesistente di una o più altre società (fusione per incorporazione)<sup>2</sup>. Quest'ultima è la forma di fusione più diffusa nella pratica. Realizzando una fusione in senso stretto, le società coinvolte perdono la loro personalità giuridica e si estinguono confluendo in un nuovo soggetto. Contemporaneamente, vengono fatte annullare le singole azioni o quote appartenenti ai soci delle partecipanti all'operazione e, in una fase successiva, vengono sostituiti-

<sup>1</sup> M. Snichelotto, A. Pegoraro, *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, in *RiVi-sta*, 2009, 88. Si veda anche F. Riganti, *Fusione per incorporazione e recesso del socio*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2017, 2421 e A. Busani, F. Urbani, *Operazioni straordinarie: la fusione*, in *Le Società: rivista di diritto e pratica commerciale, societaria e fiscale*, 2018, 354-372.

<sup>2</sup> In questo senso cfr. N. Gasperoni, *La trasformazione delle società*, Milano, 1952, 258.

te con partecipazioni societarie proporzionali al valore delle precedenti partecipazioni sulla base del rapporto di cambio<sup>3</sup>.

La fusione è quindi volta alla realizzazione, non già di una mera operazione di concentrazione, quanto piuttosto di «un vero e proprio riposizionamento della società»<sup>4</sup>. Attraverso un'operazione straordinaria, taluni soggetti, quali i soci della società, ovvero investitori esterni, si proiettano verso il rilancio della stessa.

Tra il novero delle fusioni, rientrano in larga misura le fusioni transfrontaliere, consistenti in operazioni con le quali le società possono sottoporsi alle norme di un ordinamento diverso da quello di appartenenza per il tramite dell'incorporazione in una società straniera. Le fusioni transfrontaliere che vedono coinvolte società italiane si realizzano generalmente attraverso due modelli principali.

Un primo modello prevede l'integrazione della società, preceduta dalla costituzione di una diversa società per azioni olandese<sup>5</sup> (*Naamloze Vennootschap*) con socio unico, seguita poi da una fusione transfrontaliera inversa della controllante italiana nella controllata di diritto olandese. Uno schema diverso di fusione invece consiste nella incorporazione di una società emittente di diritto italiano, nella propria controllata totalitaria di diritto inglese, di nuova costituzione, con parallela realizzazione di un'altra fusione (quest'ultima regolata dalle leggi dello Stato del Delaware<sup>6</sup>) di una società veicolo – interamente controllata dal veicolo di diritto inglese di cui sopra – in un'emittente azioni quotate di diritto statunitense. Conseguentemente a tale operazione, l'emittente statunitense è interamente controllata dal veicolo inglese<sup>7</sup>, assegnando agli azionisti dell'emittente statunitense partecipazioni di tale veicolo destinato alla successiva quotazione su due mercati esteri<sup>8</sup>.

<sup>3</sup> L. Albertini, *Trasferimento del marchio e operazioni societarie straordinarie (trasformazione, fusione, scissione)*, in *Contratto e impresa*, 2012, 912.

<sup>4</sup> P. Marchetti, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat - Chrysler*, in *Rivista delle Società*, 2014, 1124.

<sup>5</sup> Un esempio tipico di questo tipo di fusioni sono le fusioni FIAT-Chrysler e Mediaset. Questa tecnica di fusione ha il vantaggio della semplice determinazione del rapporto di cambio, aprendo inoltre la possibilità per gli azionisti della controllante italiana di accedere alla maggioranza di voto che il diritto olandese conosce e che lo statuto della società risultante dalla fusione prevede.

<sup>6</sup> Sui motivi e vantaggi dell'incorporazione delle società, nello Stato del Delaware vi è fitta dottrina. In particolare si veda W.J. Carney, G.B. Sheperd, *The mystery of Delaware law's continuing success*, *Emory Law and Economics Research Paper*, 2008, 28 «one of the principal advantages of incorporating in Delaware is its court system» e si confronti anche, D.G. Kaouris, *Is Delaware Still a Haven for Incorporation?*, in *The Delaware Journal of corporate law*, 1995, 965.

<sup>7</sup> Si ricorda che precedentemente nel veicolo inglese si era fusa l'emittente italiana.

<sup>8</sup> La legittimazione delle fusioni transfrontaliere, nel diritto dell'Unione europea, trova le sue radici in un principio più risalente, ossia nella libertà di circolazione, riconosciuta a livello comunitario. Il diritto alla mobilità era stato sancito già dall'articolo 293 del Trattato che istituisce la Comunità Europea, secondo il quale «Gli Stati membri avvieranno fra loro, per quanto occorra, negoziati intesi a garantire, a favore dei loro cittadini [...] il reciproco riconoscimento delle società a mente dell'articolo 48, comma secondo, il mantenimento della personalità giuridica in caso di trasferimento della sede da un paese a un altro e la possibilità di fusione di società soggette a legislazioni nazionali diverse» così G. Petrelli, *Lo stabilimento delle società comunitarie in Italia*, in *Rivista del notariato*, 2004, 346. L'articolo 293 TCE è una norma programmatica che ha richiesto la stesura di accordi tra gli Stati per garantire la realizzazione della libertà di movimento. Tra i vari obiettivi, il legi-

La partecipazione alle fusioni transfrontaliere rende possibile l'incontro di due interessi convergenti, consistenti in primo luogo nell'adeguamento dell'impresa all'evoluzione del mercato<sup>9</sup> e, in secondo luogo, nella ricerca di una convergenza dell'impresa al contesto europeo<sup>10</sup>.

---

slatore europeo aveva quello della realizzazione di un mercato unico, dando vita ad uno spazio all'interno del quale le persone potessero circolare e le merci potessero essere liberamente scambiate. All'articolo 49 TFUE è sancita la libertà di esercizio da parte di ogni cittadino degli Stati membri, di attività economiche autonome, per la cui definizione si fa riferimento ad un'interessante Sentenza della Corte del 20 novembre 2001, Causa C-268/99 *Aldona Malgorzata Jany e altri contro Staatssecretaris Van Justitie*, disponibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A61999CJ0268>, con la quale la Corte di Giustizia ha individuato le condizioni che devono essere soddisfatte per l'esercizio del diritto di stabilimento, che sono: 1) assenza di vincoli di subordinazione; 2) svolgimento dell'attività sotto la propria responsabilità, con conseguente assunzione del rischio di successo o di fallimento dell'attività; e 3) percezione diretta del corrispettivo pagato per lo svolgimento dell'attività e corrispettivo idoneo a retribuire integralmente l'attività svolta. La libertà di stabilimento include inoltre la libertà di costituire e gestire imprese alle stesse condizioni stabilite per i cittadini dello Stato membro "ospitante", fatte salve le disposizioni in materia di circolazione dei capitali. In particolare, l'articolo in questione riconosce due forme di esercizio del diritto di stabilimento. Il diritto di stabilimento che è quello che si realizza nel caso in cui una società decida di «lasciare il proprio Stato membro di origine per stabilirsi – al fine di svolgervi permanentemente un'attività economica – in un altro Stato membro alle medesime condizioni previste per [...] le persone giuridiche di quest'ultimo Stato» cessando contestualmente la medesima attività in quello d'origine, sul punto si confronti R. Torino, *Diritto di stabilimento delle società e trasferimento transnazionale della sede. Profili di diritto europeo e italiano*, Atti del seminario "Aspetti di interesse notarile nel diritto dell'Unione europea", Viterbo, 2011, 10, al link [https://d1wqtqxts1xzle7.cloudfront.net/15611095/Diritto\\_di\\_stabilimento\\_e\\_trasferimento\\_transnazionale\\_della\\_sede.\\_Profili\\_di\\_diritto\\_europeo\\_e\\_italiano-with-cover-page-v2.pdf?Expires=1636486968&Signature=XzP0Jcpfd92he3Mnh91hp9xhGOM5TK7ZR DfHBykLEpOp9rt3v5WfssLgwJb7kaYfjYDXYYkq01HY6c46CMPiOs4ZX0NS2NfKa7u8pu-8brKFrW1P-qySlIgaWm8J0vxh2Jj3VoHAg40kQy91ic94gNML26uVmUW5PhtCMJd5Fmo2EHAdJNijYog6LteEYyEIPEn4ynPA1cPDUCGrL7D0whEk4bz-o0xckZ8bng9PzscBAoNanCOAatvwzMG0WbH2f5O1bLGr-uGEX HBbSFu-4vP8Mgl1AhVraXD1jcvz3GVTj5deDJ6WNUF10zdUgDOv3JMFS-dHoy65XnLRxn8hNqw\\_\\_&Key-Pair-Id=APKAJLOHF5GGSLRBV4ZA](https://d1wqtqxts1xzle7.cloudfront.net/15611095/Diritto_di_stabilimento_e_trasferimento_transnazionale_della_sede._Profili_di_diritto_europeo_e_italiano-with-cover-page-v2.pdf?Expires=1636486968&Signature=XzP0Jcpfd92he3Mnh91hp9xhGOM5TK7ZR DfHBykLEpOp9rt3v5WfssLgwJb7kaYfjYDXYYkq01HY6c46CMPiOs4ZX0NS2NfKa7u8pu-8brKFrW1P-qySlIgaWm8J0vxh2Jj3VoHAg40kQy91ic94gNML26uVmUW5PhtCMJd5Fmo2EHAdJNijYog6LteEYyEIPEn4ynPA1cPDUCGrL7D0whEk4bz-o0xckZ8bng9PzscBAoNanCOAatvwzMG0WbH2f5O1bLGr-uGEX HBbSFu-4vP8Mgl1AhVraXD1jcvz3GVTj5deDJ6WNUF10zdUgDOv3JMFS-dHoy65XnLRxn8hNqw__&Key-Pair-Id=APKAJLOHF5GGSLRBV4ZA).

<sup>9</sup> Un'impresa nazionale può adeguarsi agli sviluppi e all'evoluzione del mercato in diversi modi. Uno di questi è ad esempio aprendo una sede secondaria in altri Stati membri dell'Unione europea, quest'ultima attività resa possibile dal riconoscimento del diritto di stabilimento secondario. Il diritto di stabilimento secondario è quello che viene esercitato «allorquando la società, pur continuando a svolgere la propria attività economica nel territorio dello Stato d'origine, inizia a compiere detta attività economica anche nel territorio di un altro Stato membro, aprendo o istituendo in detto Stato filiali (ossia società controllate) ovvero agenzie, succursali o sedi secondarie ossia forme di stabilimento funzionali allo svolgimento in via permanente dell'attività economica». Per circoscrivere la definizione di libertà di stabilimento si può fare riferimento a talune pronunce della Suprema Corte di Cassazione; la Corte degli Ermellini ritiene che si ha sede secondaria con rappresentanza stabile nel caso di esistenza in Italia di un'azienda o di uno stabilimento o comunque di un nucleo imprenditoriale organicamente collegato con la sede principale all'estero, che sia dotato di una certa autonomia amministrativa e la cui gestione sia affidata ad un soggetto abilitato ad agire in nome e per conto della società estera con carattere di discontinuità (cfr. Cass. n. 3041/1960, n. 341/1969 e n. 762/1969 al link <https://www.foroplus.it>) «Non è sufficiente per realizzare la sede secondaria, l'esistenza di un'agenzia generale che pure svolga un'attività di carattere costitutivo nell'interesse e per conto della società straniera. Lo svolgimento presso una sede diversa da quella principale di attività meramente ausiliarie o accessorie non comporta, di norma, l'insorgere di una sede secondaria» (cfr. anche Trib. Milano, sent. 26.4.1984; Trib. Roma, sent. 5.2.1986 al link <https://www.foroplus.it>).

<sup>10</sup> Così M. Saggiocca, *Appunti in tema di fusione transfrontaliera: tra nuove frontiere in ambito europeo e vecchie tutele dei creditori sociali*, in *Rivista delle società*, 2019, 1074.

### 3. *La riforma della direttiva (UE) 2017/1132, direttiva (UE) 2019/2121: verso un diritto societario europeo*

I modelli di fusione transfrontaliera poc' anzi menzionati forniscono lo spunto per talune riflessioni sulla nuova disciplina organica in materia, che prende il nome di *Company Law Package*<sup>11</sup>. Il diritto societario europeo, infatti, è stato oggetto di molti aggiornamenti negli ultimi decenni; in questo senso, la direttiva (UE) 2019/2121<sup>12</sup> si pone in linea con il percorso di riforma già avviato dal legislatore europeo<sup>13</sup>. L'obiettivo della norma è quello di riformare la direttiva (UE) 2017/1132<sup>14</sup> in quanto «la valutazione di queste disposizioni [...] ha mostrato che tali norme devono essere modificate»<sup>15</sup>, al fine di «garantire un controllo della legittimità delle operazioni transfrontaliere prima che queste prendano effetto, al fine

<sup>11</sup> Sul punto J. Schmidt, *Cross-border Mergers, Divisions and Conversions: Accomplishments and Deficits of the Company Law Package*, in *European Company and Financial Law Review*, 2019, 222-272.

<sup>12</sup> La direttiva è stata oggetto di lavoro del Parlamento e del Consiglio dell'Unione europea sin da poco dopo l'entrata in vigore della direttiva (UE) 2017/1132. Il 25 Aprile 2018 la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di direttiva del Parlamento e del Consiglio Europeo in tema di trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere. La direttiva (UE) 2019/2121 riporta molti passaggi già affrontati con la proposta di riforma *COM (2018) 241, 2018/0114* nel cui preambolo viene riconosciuto come strumento indispensabile alla crescita delle aziende, e del mercato unico, la fusione transfrontaliera, che pertanto merita di essere oggetto di semplificazione per agevolarne la diffusione e l'utilizzo, si parla di opportunità. Nella proposta di riforma era inoltre previsto che la stessa seguiva l'ottica di «sets safeguards against fraud and abuse such as mandatory identification control, rules on disqualified directors and a possibility for Member States to require the involvement of a person or body in the process, such as notaries or lawyers». Come sarà dimostrato nel proseguo del lavoro, gran parte degli obiettivi della riforma sono stati poi realizzati.

<sup>13</sup> Si precisa inoltre che la direttiva dovrà essere recepita dagli Stati membri entro 36 mesi dalla sua entrata in vigore.

<sup>14</sup> Pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 30 giugno 2017. Deve precisarsi che la direttiva (UE) 2017/1132 è una direttiva "contenitore", in quanto la stessa aveva raccolto in un testo unico europeo le direttive preesistenti, tra cui: la Prima direttiva in materia societaria del 9 marzo 1968 in materia di pubblicità, obblighi e nullità delle società di capitali (poi confluita nella direttiva (CE) 2009/101 ed poi nella direttiva (UE) 2017/1132; la Seconda direttiva del 13 dicembre 1976 che disciplina la costituzione delle società per azioni e la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale, modificata nel 2006, poi confluita nella direttiva (UE) 2012/30 ed successivamente nella direttiva (UE) 2017/1132; la Terza e la Sesta direttiva, rispettivamente del 9 ottobre 1978 e del 17 dicembre 1982 in materia di fusione e scissione di società per azioni, poi trasfuse nella direttiva (UE) 2011/35, quanto alle fusioni, e poi nella direttiva (UE) 2017/1132; la Quarta e la Settima direttiva, del 25 luglio 1978 e del 13 giugno 1983, in materia i conti annuali e consolidati delle società di capitali ora trasfuse nella direttiva (UE) 2013/34; l'Ottava direttiva del 10 aprile 1984 in materia di revisione legale dei conti, abrogata dalla direttiva (CE) 2006/43; la Decima direttiva, in materia di fusione transfrontaliera, direttiva (CE) 2005/56 poi trasfusa nella direttiva (UE) 2017/1132; l'Undicesima direttiva del 21 dicembre 1989 in materia di pubblicità delle succursali delle società di altri paesi UE confluita nella direttiva (UE) 2017/1132; la Dodicesima direttiva in materia di società a responsabilità limitata unipersonale poi confluita nella direttiva (CE) 2009/102; le direttiva in materia di informazione societaria tra cui la direttiva (CE) n. 2004/109, la direttiva (CE) 2003/71 in materia di prospetto per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione poi sostituita dal regolamento UE n. 2017/1129, la direttiva (CE) n. 2003/6 in materia di abusi di mercato poi sostituita dal regolamento (UE) n. 2014/596; la direttiva in materia di OPA del 21 aprile 2004; la direttiva (CE) 2007/36, modificata da ultimo con la direttiva (UE) 2017/828 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti delle società quotate.

<sup>15</sup> Considerando n. 1 della direttiva (UE) 2019/2121.

di fornire certezza del diritto»<sup>16</sup>. Con la direttiva (UE) 2019/2121, il Parlamento ed il Consiglio europeo intendono, attraverso l'armonizzazione della legislazione in materia<sup>17</sup>, consolidare le basi, già predisposte con la direttiva (UE) 2017/1132, per la creazione di un diritto societario europeo omogeneo, in grado di promuovere in termini di massima effettività la libertà di stabilimento<sup>18</sup> e garantire la libertà d'impresa<sup>19</sup>, come sancito dall'articolo 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. In particolare, la direttiva in analisi ambisce a contemperare l'interesse alla protezione dei diritti fondamentali con altri obiettivi, quali l'integrazione europea e la protezione sociale di cui agli articoli 3 TUE e 9 TFUE, nonché la promozione del dialogo sociale di cui agli articoli 150 e 151 TFUE.

L'obiettivo della direttiva (UE) 2019/2121 è rinvenibile nella sistematizzazione della normativa europea in materia di diritto societario. Da un lato infatti abroga la direttiva (UE) 2017/1132, e dall'altro introduce, per la prima volta, un regime armonizzato per le trasformazioni e scissioni transfrontaliere, seppure, quanto alle seconde, solo ove attuate attraverso la costituzione di una o più Newco<sup>20</sup>. In tal modo, il legislatore europeo pare abbia posto le basi per il superamento dell'incertezza e la frammentazione delle regole in materia di operazioni straordinarie transfrontaliere che, in alcuni casi, hanno costituito un limite alla definizione dell'operazione e, in altri casi, hanno determinato un eccessivo aggravio dei costi e dei tempi delle stesse, in definitiva ostacolando la libertà di stabilimento garantita a livello europeo.

Di fondamentale rilevanza è in questo senso soprattutto il progetto di armonizzazione della disciplina sulle operazioni straordinarie, con il quale la direttiva (UE) 2019/2121 intende attribuire particolare attenzione anche al coordinamento delle informazioni e delle garanzie a tutela di soci<sup>21</sup> e dei terzi.

<sup>16</sup> Considerando n. 10 della direttiva (UE) 2019/2121.

<sup>17</sup> Per un'analisi comparata sullo sviluppo della libertà di stabilimento, si veda E.M. Kieninger, *The Legal Framework of Regulatory Competition Based on Company Mobility: EU and US Compared*, in *German Law Journal*, 2005, 641.

<sup>18</sup> Per una raccolta degli orientamenti della giurisprudenza comunitaria in materia di libertà di stabilimento si rimanda a M. Colangelo, *Da Centros a Inspire Art. Libertà d'impresa e competizione regolamentare nella più recente giurisprudenza comunitaria*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 2003, 1220.

<sup>19</sup> Tra le sentenze comunitarie più importanti in materia di libertà di stabilimento, *inter alia*, Sevic C-411/03 (cfr. P. Behrens, "A. Court of Justice-Case C-411/03, SEVIC Systems AG, Judgment of the Grand Chamber of the Court of Justice of 13 December 2005, [2005] ECR I-10805.", in *Common Market Law Review*, 2006, 1669); Cartesio C-210/06; VALE, C-378/10; e Polbud, C-106/16.

<sup>20</sup> A tal proposito è ancora più chiaro l'*animus* della direttiva, che è appunto quello di recepire i dettami della sentenza del 25 ottobre 2017, Polbud Wykonawstwo, C-106/16 (ECLI:EU:C:2017:804) in materia di libertà di stabilimento, così come era già avvenuto con la direttiva (CE) 2005/56 in materia di fusioni transfrontaliere.

<sup>21</sup> M. Ventoruzzo, *Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 2007, 22.

Con la direttiva (UE) 2019/2121, il legislatore europeo – in continuità con il percorso di riforma già avviato con la direttiva (UE) 2017/1132 – ha posto le basi per uniformare il diritto societario europeo, al fine di garantire sintonia alle operazioni transfrontaliere tra i gruppi societari appartenenti a uno dei 27 Stati membri che, in assenza di una disciplina uniforme, verrebbero applicati in maniera disomogenea, sia con riferimento alle società stabilite all'interno di ciascuno Stato membro, sia a quelle straniere che si approssimano all'ingresso nel territorio di un Paese diverso.

La direttiva (UE) 2019/2121 si divide sostanzialmente in tre parti, tutte con lo scopo di modificare la direttiva (UE) 2017/1132. La prima parte (dall'articolo 86-*bis* all'articolo 86-*unvicies*) afferisce all'introduzione della disciplina delle trasformazioni nella direttiva (UE) 2017/1132; la seconda parte (dall'articolo 127 all'articolo 127-*bis*) invece riguarda la sostituzione della vecchia disciplina del certificato preliminare alla fusione. Infine, la terza parte tratta della modifica al regime di pubblicità delle fusioni (dall'articolo 160 all'articolo 160-*duovicies*).

Ai fini del presente lavoro, la sezione della direttiva (UE) 2019/2121 di nostro interesse è quella che attiene alle fusioni e alle relative semplificazioni introdotte. In quest'ottica si segnala, ad esempio, l'articolo 86-*sexies*, comma 4, che dispone l'accelerazione della procedura di fusione mediante la rinuncia alla presentazione delle relazioni per i soci e per i lavoratori nel caso in cui gli azionisti siano d'accordo ovvero, nel caso in cui la società, o una delle sue controllate, non abbia lavoratori subordinati dipendenti.

La norma introduce, inoltre, la possibilità per i lavoratori e per i soci di rinunciare alle relazioni: in tal caso a questi sarà garantita un'adeguata conoscenza del progetto di fusione e, nel caso di rinuncia, sarà garantita una più celere definizione dell'operazione<sup>22</sup>. A tutela dei soci è prevista anche un'ulteriore disposizione, consistente nella legittimazione di questi ad adire l'autorità competente, o l'organismo incaricato dalla norma nazionale, ove si siano espressi contro il trasferimento della sede societaria all'estero e ritengano inadeguata la liquidazione offerta<sup>23</sup> da quest'ultima<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> Ed invero sul punto la direttiva, se confrontata con il diritto nazionale, ha ben poco di innovativo. Il diritto di recesso del socio in costanza del trasferimento della sede sociale all'estero è disciplinato dall'articolo 2437, comma 1, lettera c) del Codice Civile, cfr. anche F. Capotorti, *Il trasferimento di sede di una società da uno Stato all'altro*, in *Il Foro Italiano*, 1958, 209-210, S. Bernasconi, *Il trasferimento all'estero della (sola) sede statutaria delle società di fronte alla Corte di giustizia: la sentenza Polbud*, in *Rivista di diritto internazionale privato e processuale*, 2018, 635.

<sup>23</sup> Trattasi di una interessante novità che l'articolo 126-*bis*, all'ultimo periodo del paragrafo 6, rimetta agli Stati membri la scelta se disporre che il rapporto di cambio delle azioni stabilito dalla decisione dell'autorità competente che accolga il ricorso di uno o più soci che abbiano contestato il rapporto di cambio «si applichi a qualsiasi socio della società partecipante alla fusione», acquisendo in tal modo efficacia *erga omnes*.

<sup>24</sup> Per completezza, occorre precisare che, anche questa previsione, non consiste di una novità per l'ordinamento giuridico nazionale che, ai sensi dell'articolo 2501-*ter* Codice Civile, prevede la fissazione da par-

Ancora, con l'obiettivo di arginare le fusioni transfrontaliere che sottendono intenti fraudolenti o abusivi, la direttiva (UE) 2019/2121 ha introdotto il limite al rilascio del certificato preliminare di fusione. Infatti, è previsto un *diniego di tale certificato*<sup>25</sup> qualora le autorità competenti degli Stati membri verifichino che la fusione è realizzata «per scopi abusivi o fraudolenti, comportando la o essendo diretta all'evasione o all'elusione del diritto dell'Unione o nazionale, ovvero per scopi criminali»<sup>26</sup>.

Con la direttiva (UE) 2019/2121 si è tentato inoltre di “digitalizzare” il procedimento di fusione. L'obiettivo è quello di incoraggiare l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario europeo, attribuendo agli Stati membri l'onere di «garantire che lo svolgimento di alcune fasi procedurali, vale a dire la pubblicazione del progetto, la richiesta del certificato preliminare, nonché la presentazione di tutte le informazioni e i documenti ai fini del controllo della legalità dell'operazione transfrontaliera da parte dello Stato membro di destinazione», e che il processo di fusione «possa essere ultimato integralmente per via telematica, senza che i richiedenti debbano comparire di persona dinanzi a un'autorità competente negli Stati membri»<sup>27</sup>.

Quanto alla tutela dei creditori (anteriori alla fusione transfrontaliera), la direttiva (UE) 2019/2121 rimette agli Stati membri il compito di provvedere alla protezione di questi ultimi qualora non si ritengano soddisfatti dalle garanzie offerte nel progetto di fusione<sup>28</sup>.

Se con la direttiva (UE) 2017/1132 erano state poste le tanto agognate basi per lo sviluppo di un diritto societario uniforme a livello europeo, la direttiva (UE) 2019/2121 è *senz'altro* uno strumento utile per l'ulteriore consolidamento che si muove verso questa direzione.

Ciò premesso, se da un lato è apprezzabile lo sforzo compiuto dal legislatore europeo nel tentativo di cristallizzare la normativa in materia di operazioni straordinarie, da un altro lato occorre evidenziare che l'ampio spazio autorizzativo lasciato in capo agli ordinamenti nazionali rischia di nascondere un eccesso di potere discrezionale delle singole autorità dei Paesi membri. Tale rischio è particolarmente evidente nel caso in cui venga negato il rilascio del certificato in pre-

---

te dell'organo amministrativo del rapporto di cambio delle azioni/quote ovvero di un adeguato conguaglio in denaro in costanza di un progetto di fusione.

<sup>25</sup> La norma era già stata prevista nella proposta di riforma in quanto anche precedentemente foraggiata in talune Risoluzioni del Parlamento, per tutte si veda Risoluzione del Parlamento europeo del 2 febbraio 2012 recante raccomandazioni alla Commissione su una 14<sup>a</sup> direttiva di diritto societario in materia di trasferimenti transfrontalieri di sedi di società (2011/2046(INI)).

<sup>26</sup> Articolo 86-*quaterdecies*, comma 8.

<sup>27</sup> Considerando 41 della direttiva (UE) 2019/2121.

<sup>28</sup> Questa previsione è parzialmente già prevista nell'ordinamento giuridico italiano, precisamente all'articolo 2503 Codice Civile.



senza di un mero sospetto di operazione fraudolenta<sup>29</sup>; se così fosse, la verifica di compatibilità dell'operazione con il diritto alla libertà di stabilimento sembrerebbe essere rimessa interamente ai diritti societari nazionali, allontanandosi dallo spirito di integrazione sotteso alla direttiva. La verifica dei parametri interpretativi, in un primo momento affidata all'indagine della Corte di Giustizia (si veda ad esempio la pronuncia sul caso *Polbud*<sup>30</sup>), oggi impone<sup>31</sup> agli Stati membri di prestare un controllo amministrativo o giudiziario<sup>32</sup> volto ad impedire riorganizzazioni societarie transfrontaliere, che siano giudicate dallo Stato membro originario, finalizzate a "scopi abusivi e fraudolenti".

In considerazione del fatto che la nozione di abuso richiama per sua natura una fattispecie "in bianco", vi è da domandarsi se davvero fosse necessario operare una così ampia delega a favore degli Stati membri. Il rischio è che in futuro talune disposizioni nazionali, formalmente in attuazione della clausola di protezione prevista dalla direttiva (UE) 2019/2121, impediscano alla Corte di Giustizia di considerare le suddette norme in violazione del diritto primario europeo. Così operando si rischierebbe di soggiogare il diritto europeo alla politica (più o meno restrittiva in tema di operazioni transfrontaliere) nazionale di ogni Stato membro. In questo senso, la riforma deve leggersi anche in accoglimento delle richieste della Commissione europea che, in passato, in merito alla mobilità transfrontaliera nell'Unione europea, ha ritenuto non «garantite alle imprese le condizioni ottimali in termini di un quadro giuridico chiaro, prevedibile e appropriato che possa incrementare l'attività economica, in particolare per le PMI, come riconosciuto dalla strategia per il mercato unico del 2015»<sup>33</sup>.

Meritano alcune riflessioni anche le relazioni che devono essere predisposte ad opera di un esperto indipendente in costanza di trasformazione<sup>34</sup>. Si prevede l'obbligo di un progetto di trasformazione transfrontaliera e di due relazioni destinate agli azionisti e ai lavoratori sulle conseguenze dell'operazione. Inoltre, le medie e grandi imprese devono domandare all'autorità competente la nomina di

---

<sup>29</sup> Articolo 86-*quaterdecies*, paragrafo 8 per la trasformazione transfrontaliera; articolo 127, paragrafo 8 per la fusione transfrontaliera; articolo 160-*quaterdecies*, paragrafo 8 per la scissione transfrontaliera.

<sup>30</sup> La Corte di giustizia dell'Unione europea ha ritenuto che la libertà di stabilimento sancita dall'articolo 49 del TFUE implicasse il diritto, per le società stabilite in uno Stato membro, di trasferire la propria sede in un altro Stato membro mediante una trasformazione transfrontaliera, senza perdere la propria personalità giuridica. In particolare, si veda la sentenza *Polbud*.

<sup>31</sup> L'imposizione *de quo* è peraltro un ulteriore passo rispetto al dettato della Corte di Giustizia che invece precedentemente ha meramente legittimato il diritto alla libertà di stabilimento.

<sup>32</sup> La scelta è rimessa a ciascuno Stato membro così come previsto dall'articolo 86-*quaterdecies*, paragrafo 1.

<sup>33</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Migliorare il mercato unico: maggiori opportunità per i cittadini e per le imprese", COM (2015) 550.

<sup>34</sup> Articolo 86-*quinqüies* della direttiva (UE) 2019/2121.

un esperto indipendente che esamini l'adeguatezza del progetto di trasformazione e le relazioni elaborate dall'impresa (articolo 86-*septies*). La relazione summenzionata, presentata per iscritto, è alla base della valutazione dell'autorità competente in merito al rischio di abusi precedentemente citati. La relazione ad opera dell'esperto indipendente rappresenta un ulteriore aggravio di costi nella realizzazione delle fusioni, andando quindi contro quella che è la *ratio* della norma, la relazione dell'esperto ha infatti un contenuto complesso e in questo senso appare un rallentamento più che una semplificazione.

La relazione dovrebbe essere inoltre uno degli strumenti che l'autorità competente deve utilizzare per la valutazione della legalità della trasformazione transfrontaliera. All'articolo 86-*octies* è dunque previsto il controllo delle autorità in due possibili fasi: la prima, limitata ad un mese, nella quale l'autorità competente valuterrebbe la legalità della trasformazione transfrontaliera, quindi rispetto delle condizioni della direttiva e della legislazione nazionale, dove in sostanza si controlla l'eventuale "artificiosità" della proposta. Al termine di questo periodo, se il controllo ha esito positivo, l'autorità rilascia il certificato preliminare alla trasformazione. In caso contrario, e quindi qualora il controllo *de quo* abbia avuto esito negativo, viene rifiutato il rilascio del certificato; in alternativa, qualora ci siano fondati timori per ritenere che la trasformazione sottenda fini illeciti, o sia essa stessa illecita, l'autorità comunica all'impresa che intende procedere a un esame approfondito per quanto riguarda l'esistenza di un abuso; successivamente, entro due mesi, l'esame deve essere concluso e deve essere presa una decisione definitiva sulla bontà dell'operazione<sup>35</sup>.

In realtà anche questa novità mal si concilia con la volontà fortemente esplicitata nel preambolo della proposta di riforma<sup>36</sup> di semplificare le operazioni straordinarie transfrontaliere. Ammesso che le imprese riescano ad ottenere una valutazione positiva dell'esperto indipendente per la fusione da realizzarsi, non è escluso un rigetto da parte dell'autorità competente; oltre a ciò, l'eventuale periodo di approfondimento (2 mesi) determina senz'altro un rallentamento sui tempi totali di realizzazione dell'operazione. Il certificato che eventualmente la società ottiene è peraltro un preliminare, che *nulla osta* possa essere rigettato dall'autorità del paese entrante. In sostanza il legislatore europeo sembra che abbia mancato l'obiettivo (accelerare il procedimento di fusione) in questa prima fase dei lavori.

---

<sup>35</sup> Il controllo in realtà non termina in questa fase. Ottenuto il certificato in questione, lo stesso deve essere trasmesso all'autorità competente dello Stato membro di destinazione che, verificato il rispetto della normativa nazionale, provvede ad iscrivere la società nel registro delle imprese nazionale, dopo che la stessa ha provveduto alla cancellazione dal registro dello Stato di provenienza. Tutti i contatti tra i registri dovranno essere effettuati attraverso il sistema di interconnessione dei registri delle imprese (articolo 86-*octies*).

<sup>36</sup> *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere* - COM (2018) 241, 2018/0114.

Inoltre, occorre sottolineare ancora una volta il rischio che la procedura di pre-certificazione da parte dell'autorità competente di ogni Stato membro possa essere subordinata ad una forte ingerenza politica. Nulla vieta che un governo particolarmente stringente decida di limitare, attraverso decisioni arbitrarie sulla "fattibilità" dell'operazione, la fuoriuscita di aziende verso altri Stati membri.

La valutazione finale sulla direttiva (UE) 2019/2121 è per la maggiore negativa per la parte in cui si predilige un controllo *ex ante* della legittimità della trasformazione, mentre è esclusa qualsivoglia valutazione *ex post*<sup>37</sup> sulla stessa. Pur essendo vero che un controllo a posteriori potrebbe creare ancora maggiori rallentamenti se determinasse la nullità dell'intera operazione, sembrerebbe comunque un'opzione migliore rispetto a quella prevista dalla direttiva (UE) 2019/2121 nella misura in cui nel caso di frode, oltretutto di abuso dello strumento al solo fine di elusione fiscale, non sono previsti strumenti risolutivi del problema.

Attese quindi le analisi svolte sulle novità introdotte in materia di fusioni transfrontaliere, il proseguo della trattazione sarà incentrato sulla relativa disciplina in materia di concentrazioni bancarie. In particolare, si tenterà di verificare le peculiarità che caratterizzano le operazioni di fusione ove le stesse riguardino istituti di credito. Per tale ragione sarà preliminarmente fornito un breve approfondimento del quadro normativo vigente che regola l'operatività dei servizi bancari, per poi verificare quali siano le peculiarità che caratterizzano le concentrazioni bancarie rispetto alle fusioni tra società di capitali. Il lavoro, come anticipato, culminerà poi con un giudizio prognostico sull'impatto che eventi straordinari ed esogeni (*i.e.* pandemie) rispetto all'attività svolta dagli istituti di credito, potranno avere nel futuro più prossimo sulle concentrazioni bancarie.

#### 4. *Libertà di stabilimento e libera prestazione dei servizi bancari*

In Europa (e in Italia<sup>38</sup>) il settore finanziario a partire dalla metà degli anni Ottanta<sup>39</sup> è stato interessato da considerevoli misure regolamentari. Le disposizioni che disciplinano l'autorizzazione all'attività, l'acquisizione di partecipazioni qualificate, l'esercizio della libertà di stabilimento e della libera prestazione di ser-

---

<sup>37</sup> Non è possibile dichiarare la nullità della trasformazione che abbia precedentemente ricevuto i *nulla osta* delle autorità competenti, Articolo 86-*unvicies* «Non può essere pronunciata la nullità della trasformazione transfrontaliera che ha acquistato efficacia nel rispetto delle procedure previste in recepimento della presente direttiva».

<sup>38</sup> D. Focarelli, F. Panetta, *La trasformazione del sistema bancario italiano e i suoi effetti sulle imprese e sui risparmiatori*, in *Banche e Banchieri*, 2002, 342.

<sup>39</sup> F. Panetta, D. Focarelli, C. Salleo, *Determinanti e conseguenze delle acquisizioni e fusioni bancarie in Italia: un'analisi empirica, 1984-1996*, in *Banca Impresa Società*, 1999, 75.

vizi, i poteri in materia delle autorità di vigilanza dello Stato membro d'origine e di quello ospitante e le disposizioni che disciplinano il capitale iniziale e la revisione prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento<sup>40</sup> sono state più volte modificate nel corso degli anni e, da ultimo, le direttive (CE) 2006/48/ e (CE) 2006/49 sono state integrate nella direttiva (UE) 2013/36<sup>41</sup>, nonché nel regolamento n. 575 del 26 giugno 2013 del Parlamento e del Consiglio europeo.

Precedentemente la direttiva (CE) 2006/48, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed all'esercizio della stessa, e la direttiva (CE) 2006/49, sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, avevano sostituito la prima direttiva bancaria (77/778/CEE) e la seconda direttiva bancaria (89/646/CEE). Con la prima direttiva bancaria<sup>42</sup> è stato introdotto per la prima volta in Europa il principio della libertà di stabilimento delle imprese bancarie; con la seconda direttiva bancaria<sup>43</sup> è stato, invece, sancito il principio del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni (*home country control*) e delle competenze di vigilanza dello Stato di origine.

La direttiva (UE) 2013/36 costituisce il quadro normativo della disciplina delle attività bancarie, in particolare in materia di vigilanza e sulle norme prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento. L'obiettivo ultimo della norma era quello di avvicinarsi quanto più possibile all'Unione bancaria (anche) attraverso il meccanismo di vigilanza unico che costituisca l'origine di un percorso diretto alla stabilità economico-finanziaria. Tale direttiva attribuisce dunque centralità al principio di mutuo riconoscimento, così come disposto dal considerando n. 10, dal quale si evince che gli enti creditizi autorizzati nel loro Stato membro d'origine dovrebbero poter esercitare in tutta l'Unione tutte o parte delle attività che figurano nell'elenco delle attività soggette al mutuo riconoscimento, tramite lo stabilimento di succursali o mediante prestazione di servizi.

---

<sup>40</sup> Considerando n. 2 direttiva (UE) 2013/36 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013.

<sup>41</sup> La direttiva (UE) 2013/36 è attualmente in vigore e sarà oggetto di analisi del presente lavoro.

<sup>42</sup> G. Bracchi, D. Masciandaro, *Banche e geografia. Nuove mappe produttive e metamorfosi del credito*, in *Bancaria Editrice*, Roma, 2006, 61.

<sup>43</sup> G. Bracchi, D. Masciandaro, op. cit., 62. La seconda direttiva bancaria stabilisce che ogni istituto creditizio autorizzato in un Paese dell'Unione europea può aprire sportelli e offrire servizi finanziari transfrontalieri all'interno dell'Ue previa autorizzazione della propria autorità nazionale (passaporto unico). Il controllo sulla solvibilità spetta all'autorità dello Stato di origine e si estende agli sportelli esteri e alle filiali (anche estere) da consolidare per ragioni di vigilanza. Lo Stato ospite può intervenire solo per tutelare il "pubblico interesse", o per ragioni inerenti alla politica monetaria e la liquidità (*home-country control*). L'apertura di filiali all'estero segue le stesse condizioni del Paese di origine, ma è soggetta alla vigilanza del Paese ospite (che per le filiali è di "origine").

Il titolo V della direttiva (UE) 2013/36 contiene le disposizioni relative alla libertà di stabilimento e alla libera prestazione dei servizi<sup>44</sup>, definendo in primo

<sup>44</sup> La libertà di stabilimento si concretizza anche attraverso il trasferimento della sede sociale. Si precisa che esistono diversi tipi di trasferimento, consistenti nel: *i*) trasferimento della sede legale, dove per sede legale si deve intendere il luogo in cui all'atto costitutivo essa risulta avere il centro dei propri affari; *ii*) trasferimento della sede amministrativa, luogo da cui derivano le decisioni inerenti all'attività imprenditoriale svolta, il "centro degli affari"; in queste ultime si trovano gli uffici dell'impresa, nella quale vengono svolte le attività politiche e gestionali, il concetto di "centro degli affari" invero può essere ricondotto al mero luogo di notifica della corrispondenza legale e la sede legale può essere anche una casella postale; *iii*) trasferimento della sede dell'attività principale, cioè del luogo in cui viene svolta, in via principale, la concreta attività imprenditoriale; e *iv*) trasferimento di sedi secondarie all'estero, strutture imprenditoriali che costituiscono parte integrante della sede principale e che sono dotate di un elevato grado di autonomia operativa e gestionale. Il consenso di un ordinamento al trasferimento di una società è subordinato al principio di collegamento territoriale che quello stesso Stato adotta. Dal collegamento dipende sia il riconoscimento stesso delle società nell'ambito di quell'ordinamento, che la relativa legge applicabile (cd. *lex societatis*). A livello internazionale la materia è caratterizzata da una profonda divisione tra la c.d. teoria della sede effettiva (*Sitztheorie*) e la cd. teoria della costituzione o incorporazione (*Gründungstheorie*). Diversi sono i contesti storici e le esigenze politiche che hanno dato origine a tali regole di diritto internazionale-privatistico. La *Gründungstheorie*, ha origine in Inghilterra, dove i giudici inglesi del XIX secolo mossi da intenti di natura puramente imperialistica, si preoccupano di estendere l'applicazione del diritto inglese dell'impresa anche ai Paesi lontani ove operavano le società incorporate in patria. Con la *Gründungstheorie* si consentiva infatti la penetrazione in sempre nuovi territori del diritto e delle imprese inglesi, indipendentemente dal fatto che il territorio di operatività appartenesse alla corona. La *Sitztheorie*, invece trova origine in Francia, verso la metà del XIX secolo, e sostiene lo scopo di impedire la fuga delle società francesi verso l'Inghilterra o il Belgio, così F. M. Mucciarelli, *Libertà di stabilimento comunitaria e concorrenza tra ordinamenti societari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, 6, 557, mentre per una panoramica dei sistemi adottati nei vari Stati europei, si veda H. Wymeersch, *Il trasferimento della sede della società nel diritto societario europeo*, in *Rivista delle Società*, 2003, 729 ss. Secondo la teoria della sede reale o effettiva le società sono collegate al luogo in cui è situata la loro sede effettiva. Questi ordinamenti seguono la tesi per la quale le società devono avere un legame reale con lo Stato del cui sistema giuridico richiedono l'applicazione. Se per ipotesi tale legame venisse meno, perché ad esempio una società trasferisce la sua sede effettiva, a questa non è più permesso "qualificarsi" secondo il diritto dell'ordinamento di origine, ma sarà necessario un procedimento di "riqualificazione" nello Stato in cui si colloca la relativa sede effettiva. I Paesi che sposano questa teoria non riconoscono gli enti privi di collegamenti territoriali nello Stato e, pertanto, negano il riconoscimento delle società che appartengono a giurisdizioni diverse rispetto a quella in cui è stabilita la sede reale. Il trasferimento della sede societaria è poi soggetto ad un duplice controllo, sia da parte dell'ordinamento dello Stato d'origine, che di quello in cui la società vuole effettuare il trasferimento di sede. Gli ordinamenti devono verificare l'ammissibilità del trasferimento, oltre che i termini, le condizioni e le conseguenze, che il suddetto atto comporta. Durante la realizzazione di questa attività di verifica deve essere rispettato un principio fondamentale per il quale gli Stati membri devono evitare discriminazioni nei confronti di coloro che intendano esercitare la loro attività economica negli stati ospitanti. In questo senso è di fondamentale importanza la famosa sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea, Gebhardĭ, C-55/94 Reinhard Gebhard c. Consiglio dell'ordine degli avvocati e procuratori di Milano in Raccolta C. Giustizia UE 1995, I-04165. La Corte in questa occasione ha adottato una interpretazione estensiva del diritto di stabilimento ritenendo che ogni misura – anche non discriminatoria – che renda difficoltoso l'accesso al mercato o comporti una restrizione alla libera circolazione delle persone può configurare una violazione dell'articolo 49 TFUE. Una violazione può crearsi anche qualora le limitazioni o le restrizioni messe in atto dagli Stati membri riguardino le modalità di esercizio delle attività economiche, i termini e le condizioni del loro esercizio. In ogni caso per gli Stati membri è comunque riconosciuta la facoltà di limitare il diritto di stabilimento; tale che *ex* articolo 52, comma 1, TFUE qualora ricorrano esigenze di ordine pubblico, di pubblica sicurezza o sanità pubblica e solamente quando queste esigenze soddisfino quattro condizioni: *a*) la limitazione deve applicarsi nello stesso modo sia ai cittadini che agli stranieri cittadini di altri Stati membri (la misura non deve dar luogo a ingiustificate discriminazioni); *b*) devono essere presenti "motivi imperativi di interesse pubblico", i quali ricorreranno qualora sussista una minaccia grave ed effettiva ad un interesse fondamentale della collettività (il quale non necessariamente deve avere natura fiscale

luogo gli enti creditizi ed enti finanziari, i parametri per l'esercizio del diritto di stabilimento degli enti creditizi e indicando i criteri a tutela della libera prestazione dei servizi.

Tali disposizioni consentono alle banche europee, a seguito dell'autorizzazione da parte dell'Autorità di Vigilanza del proprio Paese d'origine, di erogare i servizi ammessi al mutuo riconoscimento al di fuori del mercato domestico in qualsiasi altro Stato dell'Unione europea, consentendogli di stabilire succursali o anche sfruttando i benefici dell'accesso da remoto<sup>45</sup>. In tal modo, l'esercizio del diritto di stabilimento comporta un duplice vantaggio a favore delle banche che, da un lato estendono l'area della loro attività, e dall'altro lato, riducono i costi del personale<sup>46</sup>, attraverso la riallocazione delle risorse.

##### 5. *Le concentrazioni bancarie all'interno dell'Unione europea, tra stabilità e efficienza*

Nei rapporti bancari e finanziari un ruolo rilevante è ricoperto dal diritto dell'Unione europea. L'integrazione economica europea si è avuta anche e soprattutto grazie alle numerose direttive comunitarie che hanno tracciato il percorso del cambiamento al quale gli Stati membri hanno dovuto adeguarsi. Tra le intenzioni principali del legislatore europeo vi è certamente quella dell'allineamento dei sistemi finanziari, oltre che il rispetto dei principi che garantiscano la sana e prudente gestione, la libera competitività, nonché l'adozione di forme organizzative conformi allo sviluppo del settore. Le fusioni e incorporazioni<sup>47</sup> *cross-border* nell'Unione europea, soprattutto negli ultimi anni, possono essere equiparate ad operazioni di tipo domestico, tenuto conto della sostanziale omogeneità dei

---

od economica); c) deve essere adatto a raggiungere lo scopo prefissato; d) la limitazione posta in essere deve essere adeguata e non sproporzionata rispetto all'obiettivo che si vuole garantire. Infine, l'articolo 54 TFUE stabilisce che il diritto di stabilimento può essere beneficiato solo dalle società costituite in conformità con la legislazione di uno degli Stati membri e che le stesse abbiano la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea. Il primo requisito è soddisfatto solo a seguito dell'esame delle singole normative nazionali ed in particolare per gli elementi ritenuti essenziali per la costituzione delle società. Per ciò che attiene invece al criterio della conformità della società con la legislazione di uno Stato membro, lo stesso è soddisfatto ogniqualvolta la società abbia la propria sede sociale, amministrativa o la dell'attività principale, in uno degli Stati membri.

<sup>45</sup> Il *remote banking*, o attività bancaria a distanza, non è uno specifico canale distributivo, ma l'insieme degli strumenti alternativi che possono essere utilizzati dalle banche per offrire i propri servizi.

<sup>46</sup> A. Landi, *Dimensioni, costi e profitti delle banche italiane*, Bologna, 1990, 67.

<sup>47</sup> G. Schiavon, *Fusione per incorporazione, cessione d'azienda bancaria e azione revocatoria fallimentare* Nota a Trib. Milano 8 giugno 2000, n. 7032 Trib. Milano 29 gennaio 2001, n. 1011 in *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2001, 999-1016.

sistemi bancari europei e delle normative che li regolamentano<sup>48</sup>. Inoltre, l'intenzione del legislatore di condurre le banche e tutti gli intermediari finanziari verso un'operatività che oltrepassasse i confini nazionali era stata già evidenziata nel c.d. "rapporto Lamfalussy"<sup>49</sup>.

Le concentrazioni bancarie, come già detto, consentono agli istituti di credito di raggiungere maggiore stabilità, ma allo stesso tempo comportano la riduzione di specializzazione dell'attività bancaria, da intendersi nel senso della limitazione dell'offerta sul mercato di prodotti bancari e finanziari. Si consideri inoltre che, minore offerta implica minore concorrenza tra le banche e, tendenzialmente, servizi minori e costi più alti per i destinatari dell'offerta. Più in generale però, i benefici delle concentrazioni bancarie all'interno dell'Unione europea sono superiori agli svantaggi per diverse ragioni<sup>50</sup>.

Innanzitutto, si osserva come l'aumento di concentrazioni sul territorio europeo ha determinato la diminuzione del rischio di crisi bancarie<sup>51</sup>. In secondo luogo, in un mercato con tanta diversificazione in termini di offerta bancaria, i guadagni sono più bassi e l'istituto di credito è costretto a diminuire i prezzi per competere con la concorrenza, cosa che non si verifica in un mercato con meno operatori. La terza ragione trova spiegazione nei costi delle fusioni transfrontaliere; infatti, per quanto un'operazione transfrontaliera abbia dei costi ingenti per la sua realizzazione, la stessa garantisce benefici significativi soprattutto nei periodi di crisi nazionale. Avendo diversificato il portafoglio clienti, una banca estera che opera in uno Stato membro in crisi, soffrirà costi proporzionati al relati-

---

<sup>48</sup> Anche la politica monetaria comune e i requisiti espressi dal Patto di Stabilità e di Crescita rappresentano dei fattori che rendono similari i Paesi appartenenti all'Unione europea. Il Patto di Stabilità e di Crescita è stato stipulato nel 1997, a correzione ed integrazione del precedente Trattato di Maastricht del 1992. Esso prevede per gli Stati aderenti l'obbligo di possedere una situazione di bilancio con saldo a pareggio o positivo nel medio-termine e di adottare tutte le misure e le manovre necessarie per il raggiungimento degli obiettivi dei programmi di stabilità o convergenza.

<sup>49</sup> Il rapporto Lamfalussy, *i.e. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, è stato approvato dal Consiglio Europeo di Stoccolma il 23 marzo 2001, per approfondimenti in questo senso, per tutti A.M. Carozzi, *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo: opportunità, limiti, nuove soluzioni*, *Bancaria Editrice*, 2007, 12.

<sup>50</sup> In questo senso si è espressa anche Margrethe Vestager ritenendo che le fusioni possano essere, ancor di più nei periodi di crisi economica, uno strumento utile per la ripartenza del mercato europeo, a condizione che siano tenute le «*EU merger rules up to date*» ovvero stabilendo dei parametri sempre aggiornati oltre i quali occorre richiedere il benessere dell'Unione europea per realizzare operazioni straordinarie, così M. Vestager, *The future of EU merger control*, 11 settembre 2020 al link [https://ec.europa.eu/commission/commissioners/2019-2024/vestager/announcements/future-eu-merger-control\\_en](https://ec.europa.eu/commission/commissioners/2019-2024/vestager/announcements/future-eu-merger-control_en).

<sup>51</sup> In questo senso, E. Montanaro, M. Tonveronachi, *I processi di concentrazione nella gestione delle crisi bancarie. Il caso italiano, 1992-2004*, in *Banca impresa società*, 2006, 315-340, e B. Raganelli, *Crisi bancarie e giustizia europea*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2016, 439-460, nonché D. Morgan, P. Strahan, *Foreign bank entry and business volatility: Evidence from US states and other countries*, in *Working Papers Central Bank of Chile*, 2003, 229.

vo investimento<sup>52</sup>. Un'altra ragione del perché i benefici siano superiori ai costi di una fusione *cross-border* in Europa, consiste del fatto che i costi che una banca deve sopportare ingrandendosi all'estero non sono strettamente collegati alla sua dislocazione territoriale; in altre parole, il costo non è *per se* derivato dal fatto che la fusione sia transfrontaliera, ma dal semplice fatto che è cresciuta la dimensione dell'istituto di credito.

Le concentrazioni bancarie all'interno dell'Unione europea sono oggetto di stringente controllo delle autorità di vigilanza al fine di evitare che gli accordi tra le imprese possano «pregiudicare il commercio tra Stati membri e che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato interno»<sup>53</sup>, gli accordi restrittivi della concorrenza dunque trovano la loro spiegazione nel divieto di «sfruttamento abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante sul mercato interno o su una parte sostanziale di questo»<sup>54</sup>. Le norme citate non erano però sufficienti a garantire la libera concorrenza tra le imprese nel mercato europeo, tanto che il legislatore ha adottato il regolamento (CEE) n. 4064, del Consiglio, del 21 dicembre 1989, sul controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese, poi sostituito con il nuovo regolamento (CE) n. 139, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese («Regolamento comunitario sulle concentrazioni»). La nozione di concentrazione è rinvenibile nel regolamento *de quo* all'articolo 3<sup>55</sup>, secondo cui si ha un'operazione di concentrazione quando «due o più imprese precedentemente indipendenti procedono ad una fusione; oppure b) quando: una o più persone che già detengono il controllo di almeno un'impresa o una o più imprese, acquisiscono direttamente o indirettamente, sia tramite acquisto di partecipazioni nel capitale o di elementi del patrimonio, sia tramite contratto o qualsiasi altro mezzo, il controllo dell'insieme o di parti di una o più altre imprese». I paragrafi successivi dell'articolo 3 precisano in cosa consiste il controllo di un'impresa su un'altra, ossia della «possibilità di esercitare un'influenza determinante sull'attività di un'impresa», ovvero quando la creazione di un'impresa comune (*rectius: joint-venture*) costituisce una concentrazione, quando tale entità «esercita stabilmente tutte le funzioni di una entità economica autonoma». La procedura di controllo prevista nel regolamento si applica solo alle concentrazioni che presentano una dimensione comunitaria tale che le concentrazioni

<sup>52</sup> Supponendo ad esempio che una banca italiana abbia investito in Francia, Spagna e Grecia, in costanza della crisi sul territorio ellenico, continuerà a guadagnare in Francia e Spagna.

<sup>53</sup> Articolo 101 TFUE.

<sup>54</sup> Articolo 102 TFUE.

<sup>55</sup> Il considerando 20 del regolamento precisa che è conveniente «definire la nozione di concentrazione in modo da coprire le operazioni che producono una modifica duratura del controllo delle imprese interessate e pertanto nella struttura del mercato».



che si pongono al di sotto della soglia di rilevanza comunitaria sono sottoposte al controllo delle autorità nazionali garanti della concorrenza, in applicazione della relativa legislazione in materia<sup>56</sup>. Nel rispetto del principio della barriera unica<sup>57</sup>, gli Stati membri non possono applicare la propria legislazione nazionale in materia di concorrenza delle concentrazioni di dimensione comunitaria<sup>58</sup>. L'articolo 9 dispone invece un'eccezione a tale soluzione, prevedendo la possibilità che la Commissione decida, su richiesta dello Stato membro interessato, il rinvio alle competenti autorità nazionali di un caso di concentrazione che riguardi un mercato interno allo Stato membro richiedente che presenti le caratteristiche di un mercato distinto e non costituisca una parte sostanziale del mercato europeo; si tratta quindi di un'ipotesi di rinvio in cui l'autorità nazionale applicherà al caso la propria legislazione nazionale. Lo stesso procedimento, a parti inverse, è disciplinato dall'articolo 22, che parla invece di rinvio alla Commissione. Questo può avvenire successivamente alla richiesta di uno o più Stati membri interessati, ove la concentrazione, anche se non raggiunga la soglia comunitaria, pregiudichi il commercio tra Stati membri ovvero comprometta in maniera significativa la concorrenza nel territorio di uno Stato membro. I criteri per stabilire se una concentrazione abbia una dimensione comunitaria fanno riferimento al fatturato delle imprese coinvolte (si segnala peraltro che i parametri sono stati abbassati nel tempo, determinando un'estensione del campo d'applicazione della disciplina dell'Unione)<sup>59</sup>. L'articolo 1 del regolamento sulle concentrazioni stabilisce i criteri di applicazione del regolamento, che inizialmente dava rilievo soltanto al fatturato realizzato dalle imprese oggetto di concentrazione nell'intera Unione, mentre successivamente è stato stabilito di prendere in considerazione anche il fatturato, tanto totale, quanto individuale, realizzato in un numero significativo di Stati membri (almeno 3)<sup>60</sup>. In sostanza le operazioni di concentrazione non sono ammesse se non sono compatibili con il mercato comune. La compatibilità con il mercato comune si ricava dall'articolo 2, paragrafi 2 e 3, del regolamento sulle concentrazioni. Si noti innanzitutto che rispetto al corrispondente articolo

---

<sup>56</sup> L. Daniele, *Diritto del mercato unico europeo. Cittadinanza, libertà di circolazione, aiuti di Stato*, Milano, 2012, 351.

<sup>57</sup> Sul principio della barriera unica si consulti A. Bernardi, C. Grandi, *Il diritto della concorrenza nella esperienza italiana. Profili penali e penal-amministrativi*, in *Annuario Università Ferrara, Scienze Giuridiche*, 2001, 22 ss.

<sup>58</sup> Articolo 21 regolamento comunitario sulle concentrazioni.

<sup>59</sup> Inoltre, il considerando n. 10 del regolamento comunitario sulle concentrazioni chiarisce che «Si dovrebbe considerare che una concentrazione abbia dimensione comunitaria quando il fatturato totale delle imprese interessate supera determinate soglie, e ciò indipendentemente dal fatto che le imprese che attuano la concentrazione abbiano o no nella Comunità la loro sede o il loro campo principale di attività, qualora vi svolgano attività sostanziali».

<sup>60</sup> Modifica introdotta con il regolamento (CE) n. 97/1310, del Consiglio, del 30 giugno 1997, che modifica il regolamento (CEE) n. 4064/89 relativo al controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese.

del regolamento (CE) n. 4064/1989, il punto focale non è più la nozione di posizione dominante, ma rileva il concetto di “ostacolo significativo alla concorrenza”. In sostanza non è più sufficiente che l’operazione non crei ovvero rafforzi una posizione dominante, ma occorre dimostrare che la concentrazione non ostacoli in modo significativo la concorrenza.

Per ciò che attiene il controllo sulle concentrazioni, questo spetta alla Commissione; pertanto, le operazioni di concentrazione vanno notificate preventivamente alla Commissione, così che la Commissione esamini formalmente la concentrazione. Constatato che non sussistono seri dubbi sulla bontà dell’operazione, la Commissione dichiara con decisione la compatibilità della concentrazione con il mercato comune. In caso contrario viene avviata la procedura di esame formale<sup>61</sup>, che termina con esito positivo o negativo. Le operazioni di concentrazione soggette ad obbligo di sospensione, non possono essere realizzate prima di essere notificate alla Commissione, né prima di essere dichiarate compatibili con il mercato comune ovvero, in alternativa, prima che siano decorsi invano i termini sopra richiamati. Nel caso in cui non venga rispettato l’obbligo di sospensione, la Commissione ai sensi dell’articolo 8, paragrafo 4, con decisione, può ordinare la separazione delle imprese, la cessazione del controllo o ogni altra misura utile. La Commissione ha inoltre il potere di adottare misure provvisorie idonee a ripristinare o mantenere una concorrenza effettiva. Ai sensi degli articoli 14 e 15, la Commissione può comminare ammende e penali di mora<sup>62</sup>, il cui ammontare (dell’ammenda) varia dal tipo e dalla gravità dell’infrazione<sup>63</sup>.

A seguito di una consultazione pubblica terminata il 1° ottobre 2020, e al fine di agevolare le fusioni transfrontaliere tra istituti di credito, il 12 gennaio 2021 la Banca Centrale Europea ha pubblicato la guida sul sistema di vigilanza

<sup>61</sup> In ogni caso la decisione deve essere presa entro 25 giorni lavorativi, decorsi i quali la concentrazione «è ritenuta essere dichiarata compatibile con il mercato comune» articolo 10, paragrafi 1 e 6 del regolamento sulle concentrazioni.

<sup>62</sup> La peculiarità consiste del fatto che possono essere sanzionati soltanto i comportamenti commessi “intenzionalmente o con negligenza”.

<sup>63</sup> Tra la vasta giurisprudenza in materia di concentrazioni, si segnalano per importanza le sentenze del 3 luglio 2014, causa C-84/13 P, *Electrabel*, sulle sanzioni inflitte in caso di violazione dell’obbligo di sospensione, 15 febbraio 2005, causa C-12/03 P, *Tetra Laval*, sulla portata del controllo *ex ante* affidato alla Commissione, 9 settembre 2008, causa T-212/03, *My Travel*, e 6 luglio 2010, causa T-342/07, *Ryanair*, sugli impegni che le imprese interessate possono offrire per ottenere una decisione di compatibilità della concentrazione, 25 settembre 2003, causa C-170/02 P, *Schlüsselverlag J.S. Moser GmbH - Medienhäuser - Medianet*, sui limiti temporali entro cui la Commissione deve svolgere il proprio esame, 10 luglio 2008, causa C-413/06 P, *Bertelsmann*, sulla portata del sindacato giurisdizionale svolto dal Tribunale e dalla Corte sulle decisioni della Commissione, 21 novembre 1991, causa C-269/90, *Technische Universität München*, e sentenza 7 maggio 2009, causa T-151/05, *NVV*, sulle garanzie che spettano alle parti nel corso del procedimento di esame da parte della Commissione, e 16 luglio 2009, C-440/07 P, *Shneider Electric*, sulla responsabilità extracontrattuale della Commissione derivante dall’annullamento di decisioni che dichiarano l’incompatibilità di una concentrazione con il mercato comune.

per il consolidamento (*Guide on the supervisory approach to consolidation in the banking sector*)<sup>64</sup>.

La guida si rivolge principalmente agli istituti di credito soggetti al Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU), ma i principi ivi contenuti sono applicabili su base “*case-by-case*” anche alle altre concentrazioni non afferenti queste banche. La guida ha sostanzialmente l’obiettivo di delineare la procedura per realizzare le concentrazioni bancarie, ovvero di catalogare la relativa disciplina, a dimostrazione del fatto che l’Unione europea le considera strumenti utili sotto più fronti. Nel documento sono identificate tre fasi principali che caratterizzano l’operazione. La fase comunicativa durante la quale le parti interessate sono invitate ad ottenere riscontro dalla BCE in merito alla fattibilità dell’operazione. La fase successiva è l’*application phase* nella quale a seguito di una richiesta formale la BCE fornisce un riscontro positivo o negativo in merito alla concentrazione. Infine, vi è la fase di implementazione, nella quale la BCE si premurerà di monitorare il soggetto risultante della fusione e, in particolare, di controllare il rispetto del *business plan*.

Con la guida in questione vengono riordinati i passaggi necessari per procedere ad una concentrazione bancaria *cross-border* in modo tale da rendere più agevole l’intero processo e consentire che l’entità derivante dalla fusione rispetti tutti i parametri prudenziali richiesti tale che la “*business combination*” *post* fusione sia sostenibile al momento della fusione e lo possa essere anche all’esito della stessa.

## 6. *La disciplina delle fusioni transfrontaliere degli istituti di credito nell’ordinamento giuridico italiano*

Il sistema bancario italiano si contraddistingue per la cospicua presenza di istituti di credito, nonché per la loro differenziazione in termini di dimensione e forma giuridica. In Italia operano principalmente quattro<sup>65</sup> grandi gruppi bancari affiancati da settanta gruppi medio piccoli e seicento istituti bancari non appartenenti a nessun gruppo<sup>66</sup>. Si è ravvisato peraltro, negli ultimi anni, un notevole

<sup>64</sup> Disponibile al link <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.it.html>.

<sup>65</sup> La Banca d’Italia ha identificato, per il 2020, i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) autorizzate in Italia. Rispetto allo scorso anno il gruppo Monte dei Paschi di Siena è tornato a essere identificato come O-SII. La valutazione ha coinvolto tutti i gruppi bancari e le banche non facenti parte di un gruppo bancario operanti in Italia. L’identificazione ha preso in considerazione, per ciascuna banca/gruppo bancario, il contributo dei quattro profili (dimensione, importanza per l’economia italiana, complessità e interconnessione con il sistema finanziario) indicati dalle linee guida dell’EBA, statistiche disponibili *online* [https://www.bancaditalia.it/compiti/stabilita-finanziaria/politica-macroprudenziale/comunicato-gruppi-risist/index.html#:~:text=La%20Banca%20d’Italia%20ha,%20DSII\)%20autorizzate%20in%20Italia](https://www.bancaditalia.it/compiti/stabilita-finanziaria/politica-macroprudenziale/comunicato-gruppi-risist/index.html#:~:text=La%20Banca%20d’Italia%20ha,%20DSII)%20autorizzate%20in%20Italia).

<sup>66</sup> Per gli Albi, elenchi e gruppo si rimanda a <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/albi-elenchi/>.

le consolidamento del sistema bancario nazionale anche attraverso la riduzione dei gruppi bancari operanti nel territorio. Tale processo di rafforzamento ha permesso di migliorare l'efficienza del settore bancario italiano accentrando i servizi generali e realizzando un risparmio sui costi di gestione, che ha generato un miglioramento delle *performance* delle banche ed aumentato il loro potere di mercato, così da poter competere con i più grandi istituti di credito europei<sup>67</sup>.

La normativa italiana delle fusioni bancarie è contenuta nel Testo Unico Bancario agli articoli 56 e 57 per la parte generale e, nel dettaglio, all'articolo 31 per le banche popolari, e all'articolo 36 per le banche di credito cooperativo. L'articolo 57, comma 1, T.U.B. in applicazione del principio generale previsto dal precedente articolo 56 in ordine a tutte le modifiche statutarie, sottopone le operazioni di fusione e di scissione a cui partecipano le banche all'esame della Banca d'Italia, che le autorizza quando non siano in contrasto con il criterio di sana e prudente gestione. Esulano dall'ambito applicativo dell'articolo 57 T.U.B. le operazioni di concentrazione, in particolare quelle realizzate mediante l'acquisizione, da parte di una banca, di partecipazioni di controllo di un'altra banca, che sono soggette ai controlli sugli assetti proprietari. L'autorizzazione costituisce condizione per l'iscrizione nel registro delle imprese del progetto di fusione o di scissione, cui fanno seguito la pubblicazione dello stesso, l'approvazione da parte di ciascuna delle società interessate e, infine, trascorso il termine abbreviato<sup>68</sup> per l'eventuale opposizione dei creditori, la realizzazione dell'operazione. Al fine del rilascio dell'autorizzazione alla fusione, la Banca d'Italia considera tanto la capacità di rispettare le regole prudenziali in materia di adeguatezza patrimoniale, di concentrazione dei rischi, di trasformazione della scadenza, quanto l'adeguatezza della struttura organizzativa alle nuove dimensioni, con riguardo al sistema dei controlli interni e all'integrazione dei flussi informativi nonché il livello dei costi, sia fissi, che per il personale. Nel rilascio dell'autorizzazione alle fusio-

<sup>67</sup> I motivi che spingono gli istituti di credito alla concentrazione sono, come accennato, i più disparati. Da un lato sussistono motivazioni economico-aziendali, quali la ricerca di maggiore efficienza, diversificazione dei rischi, accrescimento del potere di mercato, nonché salvataggio di intermediari a rischio. Dall'altro lato, vi sono motivazioni extraaziendali, riconducibili a finalità e interesse del *management* aziendale; tra queste vi sono motivazioni opportunistiche e private dei managers, finalità protettive/difensive, emulazione. Per un approfondimento sul punto cfr. A. Resti, a cura di, *Le fusioni bancarie. La lezione dell'esperienza: effetti, opportunità e rischi*, in *Bancaria Editrice*, Roma, 2006, 15.

<sup>68</sup> Deve segnalarsi che la riduzione a 15 giorni del termine per l'opposizione dei creditori, disposta dal comma 3 dell'articolo 57 T.U.B., non costituisce l'unica deroga al normale regime previsto dal codice civile per le operazioni di fusione e scissione. Il comma 4 dell'articolo 57 T.U.B. prevede che i privilegi e le garanzie a favore di banche incorporate da altre banche, di banche partecipanti a fusioni comportanti costituzione di nuove banche e di banche scisse conservano la loro validità ed il loro grado senza necessità di alcuna formalità o annotazione in favore, rispettivamente, della banca incorporante, della banca risultante dalla fusione e della banca beneficiaria del trasferimento per scissione, R. Costi, F. Vella, *Commentario breve al testo unico bancario*, Padova, 2019, nonché F. Capriglione, *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2018.

ni a cui partecipano banche caratterizzate da aspetti problematici, la Banca d'Italia può anche consentire, per limitati periodi di tempo, deroghe a singole regole di vigilanza prudenziale.

Più in generale, il processo di concentrazione del polo bancario italiano è stato realizzato seguendo tre diverse strategie: *i)* con la creazione di una nuova *holding* per gli apporti di capitale fatti dalle banche partecipanti, evitando così di modificare l'autonomia giuridica delle banche conferenti, consistenti nelle operazioni in cui una banca (acquirente) acquista la maggioranza assoluta del capitale con diritto di voto di un'altra banca (acquisita) ma senza assorbirla, consentendo alle due banche, all'esito dell'operazione di concentrazione, di svolgere separatamente la propria attività, presumibilmente in modo coordinato; *ii)* fusione di più banche con la creazione di una nuova banca, ovvero le operazioni in cui una banca (banca incorporante) assorbe un'altra banca (banca incorporata), formando all'esito dell'operazione una singola entità; e *iii)* acquisizione di banche da parte di altri istituti o gruppi bancari.

### 6.1. *Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato: poteri e sanzioni nel settore del credito*

La competenza in materia di vigilanza bancaria è stata modificata con l'articolo 19, comma 11, della legge 262/2005<sup>69</sup>, che ha trasferito all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato la competenza a conoscere le intese, le concentrazioni<sup>70</sup> e gli abusi di posizione dominante<sup>71</sup> nel settore bancario. Con questa importante modifica, seppur a rilento, sono aumentate nel tempo le sanzio-

---

<sup>69</sup> Legge n. 262 del 28 dicembre 2005, Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Prima di tale riforma, a norma dell'articolo 20, comma 2, legge n. 287/90, il relativo potere era attribuito alla "competente autorità di vigilanza", *i.e.* Banca d'Italia.

<sup>70</sup> S. Mezzacapo, *Promozione e tutela della concorrenza bancaria dopo la "legge sul risparmio"* (n. 262 del 2005), in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2007, 48-72.

<sup>71</sup> Per la valutazione degli indici di posizione dominante «Nel corso del 2016, l'Autorità ha tendenzialmente confermato i propri orientamenti in tema di individuazione degli indici di valutazione della costituzione ovvero rafforzamento di una posizione dominante, nonché di idoneità dell'operazione ad eliminare ovvero ridurre, in maniera sostanziale e durevole, la concorrenza nei mercati rilevanti individuati, secondo i parametri previsti dall'art. 6, 1. *antitrust*» così S. Dell'Atti, *Le operazioni di concentrazione (anno 2016)*, in *Concorrenza e Mercato*, 2017, 315.

ni irrogate dall'AGCM, sia per quantità, che per importi<sup>72</sup>, che hanno imposto un adeguamento al complesso normativo anche da parte delle grandi imprese<sup>73</sup>.

Diversi sono i poteri che vengono attribuiti all'Autorità in relazione all'esito dell'istruttoria sulle concentrazioni<sup>74</sup> e che possono consistere, tra gli altri, in un provvedimento di divieto, una decisione di archiviazione, un provvedimento che autorizza una concentrazione altrimenti vietata, un provvedimento che prescrive le misure necessarie affinché vengano ripristinate le condizioni di concorrenza effettiva nei confronti di concentrazioni già realizzate, o un'ordinanza di ingiunzione che ordina l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie. Oltre ai poteri summenzionati, il decreto-legge 2006, n. 223 ha esteso le competenze dell'Autorità, introducendo l'articolo 14-*bis*, sulle misure cautelari, integrando i poteri dell'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni, affidando all'AGCM un importante nuovo strumento di intervento volto a prevenire, piuttosto che a sanzionare, eventuali illeciti; il comma 2-*bis* all'articolo 15, che prevede i casi in cui la sanzione amministrativa pecuniaria può non essere applicata o ridotta; e, infine, l'articolo 14-*ter* che dispone una procedura alternativa per l'accertamento dell'infrazione. Il 15 febbraio del 2006 l'Autorità ha poi provveduto ad approvare, in via definitiva, il provvedimento sulle procedure di clemenza<sup>75</sup>, di cui hanno la possibilità di beneficiare tutte le imprese che collaborano con l'*antitrust* per individuare i casi di maggior rilievo di accordi restrittivi che danneggiano o minacciano la concorrenza, in particolar modo quelle violazioni contrassegnate da peculiari difficoltà di accertamento (questo procedimento è assimilabile alla "*moral suasion*" che caratterizzava il rapporto tra Banca d'Italia e i soggetti vigilati<sup>76</sup>).

<sup>72</sup> Dall'ultima relazione annuale disponibile in merito all'attività svolta dall'AGCM, si apprende che «Nel 2018 l'Autorità ha portato a termine 7 procedimenti istruttori in materia di abusi di posizione dominante. In 4 casi il procedimento si è concluso con l'accertamento della violazione del divieto di abuso di posizione dominante ai sensi dell'art. 102 TFUE. In due casi l'Autorità ha concluso il procedimento istruttorio con una decisione ai sensi dell'art. 14-*ter*, comma 1, della l. 287/1990 con la quale ha accettato, rendendoli obbligatori, gli impegni presentati dall'impresa» inoltre, per quanto riguarda le statistiche sulle concentrazioni analizzate si legge che «Nel corso del 2018, i casi di operazioni di concentrazione esaminati sono stati 73. In 6 casi l'Autorità ha avviato un'istruttoria ai sensi dell'art. 16 della l. 287/1990. In particolare, in 4 casi ha autorizzato l'operazione di concentrazione subordinatamente all'adozione di alcune misure correttive, in un caso l'Autorità ha modificato le misure precedentemente imposte, mentre in un caso ha autorizzato l'operazione di concentrazione senza condizioni» disponibile [https://www.agcm.it/dotcmsdoc/relazioni-annuali/relazioneannuale2018/Relazione\\_annuale\\_2019.pdf](https://www.agcm.it/dotcmsdoc/relazioni-annuali/relazioneannuale2018/Relazione_annuale_2019.pdf).

<sup>73</sup> F. Ghezzi, G. Olivieri, *Diritto antitrust*, Torino, 2013, 439.

<sup>74</sup> E. Bani, *Concentrazioni bancarie e tutela della concorrenza*, Padova, 2007, 67.

<sup>75</sup> Come si legge nella Relazione Annuale sull'attività svolta – 2013, al link [https://www.agcm.it/dotcmsDOC/relazioni-annuali/relazioneannuale2012/Cap2\\_4\\_2013.pdf](https://www.agcm.it/dotcmsDOC/relazioni-annuali/relazioneannuale2012/Cap2_4_2013.pdf) «Il legislatore italiano ha provveduto ad adeguare l'ordinamento interno alle previsioni del regolamento CE n. 1/2003, così ulteriormente avvicinando la posizione delle imprese coinvolte in procedimenti *antitrust* davanti all'Autorità italiana a quella delle imprese chiamate a difendersi di fronte alla Commissione europea».

<sup>76</sup> C. Leone, *Gli impegni nei procedimenti antitrust*, Milano, 2012, 44.

Nel suddetto contesto strutturale, il trasferimento di competenze in materia di concorrenza bancaria dalla Banca d'Italia all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha avuto un impatto più forte sul piano della vigilanza delle intese rispetto a quello della vigilanza sulle concentrazioni, dato che, prima della riforma, si sono registrate posizioni contrastanti tra le due Autorità<sup>77</sup>, che si sono se non assopite, quanto meno ridotte successivamente alle riforme citate.

### 7. *Le fusioni bancarie dopo la crisi del 2007, un possibile strumento risolutivo della crisi?*

Gli istituti di credito sono stati investiti da numerosi cambiamenti negli ultimi decenni<sup>78</sup> in termini di regolazione, globalizzazione, consolidamento e privatizzazione, oltre che oggetto di crisi finanziarie. Tali processi di riforma, peraltro, non sono casuali, ma derivano da una spinta dei governi verso le banche domestiche che, con l'aumento della concorrenza, hanno dovuto necessariamente rivedere la loro offerta e adeguarsi ai *c.d. market standards*<sup>79</sup>. È opportuno considerare come, tuttavia, la *deregulation* non apporti necessariamente benefici al mercato in quanto, talvolta, potrebbe indurre gli istituti di credito ad adottare politiche di eccessivo *risk-taking*, che potrebbero terminare con il collasso del sistema finanziario e conseguenti crisi bancarie<sup>80</sup>.

Le operazioni straordinarie, e in particolare le fusioni e acquisizioni, nel settore bancario, in alcuni paesi, sono state spesso guidate dalle crisi economiche<sup>81</sup> e

---

<sup>77</sup> Tra le divergenze tra autorità possiamo ricordare la vicenda delle NUB oggetto di un importante provvedimento nel 1994 (n. 12 del 3 dicembre 1994) che portò la Banca d'Italia a prendere posizione contro le intese bancarie, ma anche a "salvare" il più possibile le "indicazioni" che l'ABI rivolse alle proprie associate.

<sup>78</sup> P. Mottura, *Banche: strategie, organizzazione e concentrazioni*, EGEA spa, 2011, 95.

<sup>79</sup> In questo senso si veda Batiz-Lazo, *Strategic alliances and competitive edge: Insights from Spanish and UK banking histories*, in *Business History*, 2004, 46, 1, 23-56.

<sup>80</sup> J. Crotty, *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the "new financial architecture"* in *Cambridge Journal of Economics*, 2009, 563-580, secondo cui «*The current financial system is riddled with perverse incentives that induce key personnel in virtually all important financial institutions – including commercial and investment banks, hedge and private equity funds, insurance companies and mutual and pension funds – to take excessive risk when financial markets are buoyant*». Si ritiene corretta la lettura fornita sul "comportamento" tenuto dagli istituti finanziari nei mercati in espansione, dove questi ultimi, talvolta sono interessati a correre il rischio economico in cambio di un maggiore profitto ma, altre volte, decidono di investire in attività con grosso rischio economico in quanto è lo stesso mercato in espansione che sottintende un rischio maggiore e non offre invece investimenti più solidi.

<sup>81</sup> Sul ruolo e l'importanza dei governi «*governments often play important roles in constraining or encouraging cross-border consolidation activity by changing the explicit or implicit regulatory or supervisory limits on consolidation, by directly approving or disapproving individual M&As, or by providing M&A assistance during periods of financial crisis*» A.N. Berger, R. DeYoung, H. Genay, F. Udell, *Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance*, in *Brookings Papers on Financial Services*, 2000, 23-120.

talvolta sono state addirittura sostenute dai governi<sup>82</sup> in quanto ritenute uno strumento utile per la stabilizzazione del mercato. Sussiste peraltro una considerevole differenza in termini di quantità di concentrazioni bancarie tra i paesi sviluppati e i paesi in via di sviluppo<sup>83</sup>, ma con una costante: la riduzione delle operazioni di fusioni bancarie a livello globale in costanza di crisi economiche<sup>84</sup>. In particolare, durante la crisi del 2007 i paesi dell'eurozona sono stati colpiti duramente, evidenziando la debolezza strutturale del settore bancario negli Stati membri<sup>85</sup>.

A contrario, rispetto alla crisi del 2007, remore degli impatti negativi subiti dal mercato, il legislatore europeo ha adottato con relativa celerità talune misure per contrastare la crisi economica determinata dalla pandemia da Covid-19<sup>86</sup>. In questo scenario assume rilevanza specifica il nuovo regolamento (UE) n. 873/2020 approvato dal Parlamento Europeo<sup>87</sup>, su proposta della Commissione Europea, con l'obiettivo di fornire uno strumento di intervento<sup>88</sup> diretto e a supporto dell'e-

<sup>82</sup> Un esempio in questo senso è quello della crisi delle banche Scandinave degli anni Novanta, cfr. T. O. Sigurjonsson, M.W. Mixa, *Learning from the "worst Behaved": Iceland's financial crisis and the Nordic comparison*, in *Thunderbird International Business Review*, 2011, 209-223. Altro caso di "assistenza" dello Stato è quello della c.d. Legge Amato, che fece della concentrazione uno dei suoi obiettivi primari per rafforzare il mercato creditizio italiano. Ed invero, operando sulla struttura e sul patrimonio delle banche partecipanti, fusione e scissione sottostavano al vaglio della Autorità di Vigilanza, che le autorizzava «quando non contrastino con il criterio di una sana e prudente gestione». Si avverte in questo periodo l'inizio del controllo dello Stato sulle operazioni straordinarie. Funzione, criterio ed oggetto del controllo amministrativo si colgono solo muovendo dalla scelta di vertice del testo unico di fare della società per azioni (e della società cooperativa per azioni a r.l.) il modulo organizzativo tipico per l'esercizio di una attività bancaria, così M. Maugeri, *Fusioni e scissioni di società per azioni bancarie*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1998, 18.

<sup>83</sup> In particolare, nei mesi successivi alla crisi "Lehman Brothers" si sono viste notevoli differenze tra i paesi sviluppati e non sviluppati dettate soprattutto dalla disponibilità di capitali «*We find that banks with more shareholder-friendly boards performed worse during that period. In contrast, banks with more Tier 1 capital, more deposits, and more loans performed better*» così, A. Beltratti, R.M. Stulz, *Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation*, in *Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, NBER working paper serie*, 2009, 21.

<sup>84</sup> La tendenza opposta (nel senso di un aumento di operazioni bancarie straordinarie) è stata invece osservata nel Regno Unito e negli Stati Uniti dove, il più grande fallimento bancario della storia, Washington Mutual nel settembre 2008 e l'acquisto di Bear Stearns da parte di JP Morgan Chase nel marzo 2008, hanno causato il *credit crunch* e la conseguente crisi bancaria mondiale, così M. Dooley, M. Hutchison, *Transmission of the US subprime crisis to emerging markets: Evidence on the decoupling/re-coupling hypothesis*, in *Journal of International Money and Finance*, 28, 1331-1349.

<sup>85</sup> M.R. Arezki, B. Candelon, Sy Manr, *Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt crisis*, in *IMF Working Papers*, 2011, 22.

<sup>86</sup> Si segnala tra le altre un pacchetto di misure realizzate a sostegno delle banche europee, *Coronavirus response: Banking Package to facilitate bank lending- Supporting households and businesses in the EU*, al link [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda\\_20\\_757](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_20_757).

<sup>87</sup> Il testo è stato approvato in prima lettura con la risoluzione legislativa finale del Parlamento europeo del 18 giugno 2020.

<sup>88</sup> Così come anche sostenuto dal parlamentare J. Fernández, relatore della proposta approvata dal Parlamento europeo, «*The CRR quick fix' gives temporary capital relief to banks so they can lend to the real economy at a time of great need for companies*».



conomia reale<sup>89</sup>. Il regolamento (UE) 873/2020, in particolare, ha modificato i regolamenti (UE) 575/2013 (c.d. CRR) e il regolamento (UE) 876/2019 (c.d. CRR2) in risposta all'emergenza sanitaria legata alla diffusione del Covid-19. Le modifiche introdotte sono volte ad aumentare la capacità del sistema bancario europeo di mitigare l'impatto economico della pandemia, di sostenere e incoraggiare la ripresa e di mantenere uniforme il quadro della vigilanza prudenziale. Questo tipo di intervento dell'Unione europea ha sostanzialmente l'obiettivo di regolare lo *status* di sottocapitalizzazione generale degli istituti di credito nonché di tentare indirettamente di arginare i danni economici causati dalla pandemia.

Osservando l'andamento delle concentrazioni durante la crisi del 2007, si utilizzano quale riferimento i dati empirici forniti dal *World Bank Financial Development and Structure Dataset*<sup>90</sup> sulle fusioni tra istituti di credito antecedentemente e successivamente la crisi, in modo da rinvenire eventuali uniformità tra le due crisi economiche oggetto di analisi. Innanzitutto, la riduzione dei *deal* conclusi, sia nel settore bancario, che in altri settori<sup>91</sup>. Inoltre, come accennato, sussiste un'evidente differenza tra i paesi in via di sviluppo e i paesi sviluppati<sup>92</sup>, tale che il valore delle operazioni concluse nei mercati emergenti è quasi triplicato (da 7.9 bilioni di dollari nel 2000-2006 a 22 bilioni di dollari nel 2007-2013), mentre le operazioni di *M&A* nei mercati più sviluppati si sono ridotte a circa la metà. Coerentemente con questo *trend*, nel periodo *post* crisi, si sono addirittura quadruplicate le acquisizioni bancarie nei mercati sviluppati realizzate da istituti di credito appartenenti a mercati emergenti<sup>93</sup>, con una crescita esponenziale sia nel volume, che nel valore degli affari. Parimenti, la media delle operazioni

---

<sup>89</sup> Il regolamento (UE) n. 2020/873 ha diverse finalità, tra le altre si segnala: *i*) la valutazione dell'impatto delle perdite attese su crediti ed impatto sui fondi propri dell'istituto di credito; *ii*) la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate garantite o assicurate da agenzie per il credito all'esportazione; *iii*) le misure di agevolazione a favore delle esposizioni verso amministrazioni pubbliche e in titoli di Stato; e *iv*) il trattamento prudenziale favorevole rispetto a, *inter alia*, taluni prestiti erogati a pensionati e lavoratori dipendenti, piccole e medie imprese. Il regolamento (UE) n. 2020/873, tra l'altro, prevede misure di flessibilità che erano già contenute nel regolamento (UE) n. 2013/575 e ampiamente richiamate nella recente Comunicazione interpretativa della Commissione del 28 aprile 2020 sull'applicazione dei quadri contabili e prudenziali per agevolare i prestiti bancari nell'UE. L'obiettivo del regolamento (UE) n. 2020/873 consiste di: *i*) supportare le risorse degli Stati Membri; *ii*) garantire una maggiore capacità di finanziamento dell'economia reale; e *iii*) facilitare l'erogazione di prestiti bancari nell'Unione nel grave contesto determinato dalla pandemia di Covid-19.

<sup>90</sup> Le statistiche in questione sono disponibili *online* <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database>.

<sup>91</sup> *United Nations Conference on Trade and Development*, 2009. *World investment report: Transnational corporations, agricultural production and development*, New York-Geneva, al link <https://unctad.org/en/Docs/wir2009en.pdf>.

<sup>92</sup> Per una classifica aggiornata che differenzia i mercati emergenti, dai mercati già sviluppati, al link <https://www.msci.com/market-classification>.

<sup>93</sup> In questo senso «*the value of transactions from EM banks acquiring developed-market banks has quadrupled, from \$1.1 billion to \$4.8 billion. Moreover, this is the only category where both the value and volume of deals has increased*» così R. Rao Nicholson, J. Salaber, *Impact of the Financial Crisis on Cross-Border Mergers and Acquisitions and Concentration in the Global Banking Industry*, in *Thunderbird international business review*, 2016, 161.

di acquisizione realizzate da istituti appartenenti a paesi sviluppati verso paesi in via di sviluppo, si è ridotta da 664 milioni di dollari a 430 milioni di dollari; la conseguenza di tale mutamento si deve, evidentemente, ad una progressiva affermazione, nel periodo in questione, delle banche dei paesi emergenti quali *leader* nelle acquisizioni<sup>94</sup>.

I cambiamenti più rilevanti hanno poi riguardato i paesi dell'Europa occidentale, dove le banche commerciali si sono ridotte da 6000 (nel 2001) a 3500 (nel 2005), per poi risalire a 5769 (nel 2009), a seguito, da un lato, del processo di integrazione e di consolidamento di istituti di credito a livello nazionale, e dall'altro lato, all'ingresso di banche straniere nei mercati nazionali. Si consideri inoltre che una percentuale minoritaria della riduzione degli istituti di credito summenzionata deve attribuirsi all'uscita dal mercato di alcune banche.

Più in generale, nel periodo successivo alla crisi del 2007, l'aumento delle concentrazioni bancarie nei paesi in via di sviluppo ha avuto conseguenze significative; nel breve periodo l'aumento delle concentrazioni bancarie ha ridotto (o quasi del tutto eliminato) la concorrenza, in considerazione del fatto che le banche nei sistemi economici con un elevato numero di concentrazioni bancarie godono di maggiore potere negoziale, che consente di aumentare i loro profitti<sup>95</sup>; nel lungo periodo invece si evidenzia che qualora i processi di consolidamento siano guidati da crisi finanziarie, le operazioni straordinarie diminuiranno nel breve periodo successivo.

In altri termini, la crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti, diffusasi velocemente in tutti i paesi sviluppati<sup>96</sup>, ha generato cambiamenti significativi nel mercato delle concentrazioni bancarie, inducendo le banche ad investire a livello regionale piuttosto che globale<sup>97</sup>. A conferma di quanto già detto rispetto all'andamento delle concentrazioni nei paesi in via di sviluppo, meritano di essere segna-

---

<sup>94</sup> J. Goddard, P. Molyneux, T. Zhou, *Bank mergers and acquisitions in emerging markets: Evidence from Asia and Latin America*, in *European Journal of Finance*, 2012, 419-438.

<sup>95</sup> T. Beck, A. Demirgüç Kunt, R. Levine, *Bank concentration, competition, and crises: First results*, in *Journal of Banking & Finance*, 2006, 1581.

<sup>96</sup> La stessa Commissione Europea ha riconosciuto la forte integrazione dei mercati, tanto da affermare «Data l'integrazione dei mercati finanziari internazionali e il rischio di contagio delle crisi finanziarie, si rende necessario un forte impegno da parte dell'Unione a livello globale» considerando n. 7 regolamento (UE) n. 2010/1092.

<sup>97</sup> «For example, we find that in East Asia and the Pacific, 84% of the total value was concentrated in this region. Similarly, in East Europe/Central Asia, we observe that 83% of the deals were intraregional. Thus, in these EMs, the focus of the acquiring banks is linked to regional consolidation and gaining market power in neighboring countries» R. Rao Nicholson, J. Salaber, op. cit., 165.

late gli acquisti di una banca Svizzera<sup>98</sup> da parte di Brazilian Grupo Safra ovvero l'acquisizione di Austrian Volksbank International da parte di una banca Russa<sup>99</sup>.

Evidenziati i dati empirici sulle fusioni bancarie in costanza della crisi economica, occorre valutarne i vantaggi. Una spinta alle aggregazioni bancarie, come detto, proviene talvolta dai governi stessi. Questi tenderanno a incoraggiare gli intermediari bancari economicamente e finanziariamente sani ad acquistare le banche che versano in situazioni di difficoltà, tenuto conto della probabilità di queste ultime a risollevarsi dalla temporanea fase di dissesto, sfruttando le migliori capacità gestionali, oltre che il maggiore capitale disponibile, delle banche acquirenti. È importante evidenziare che, generalmente, in seguito ad una concentrazione, il nuovo soggetto giuridico che ne deriva tende ad assumere una dimensione maggiore rispetto a quella antecedente all'operazione, consentendogli di ottenere, da parte delle autorità di vigilanza, maggiori garanzie in caso di un eventuale futuro momento di difficoltà. In buona sostanza, le banche derivate da un processo di consolidamento, per effetto della maggiore soglia dimensionale raggiunta, vengono considerate "*too big to fail*", troppo grandi<sup>100</sup> cioè per essere lasciate fallire in caso di crisi, dal momento che il rischio sistemico, superato un certo livello, tende a crescere con la dimensione della banca stessa.

In taluni casi, inoltre, le operazioni *cross-border* vengono realizzate con la finalità di razionalizzare e semplificare le funzioni amministrative e gestionali oltre che con il desiderio di ottenere una quota di mercato internazionale con relativo abbassamento dei costi di esercizio<sup>101</sup>.

## 8. *Le concentrazioni bancarie in costanza di crisi sanitaria*

Descritti gli effetti positivi e negativi generati dalle concentrazioni bancarie, si tenterà di verificare se, e come, negli anni a venire le concentrazioni aumenteranno o diminuiranno (determinando eventualmente effetti positivi o negativi sul mercato finanziario) con la diffusione della crisi pandemica da Covid-19. Le operazioni straordinarie tradizionalmente sono determinate da diversi fattori, *in primis* dalla stabilità dell'economia; difatti le acquisizioni sono rette da un rischio

---

<sup>98</sup> L'acquisto di Bank Sarasin per 1.13 bilioni di dollari completato nel novembre 2011, seguita poi nel 2013 da una fusione tra Bank Sarasin e Bank J. Safra, [https://www.jsafrasarasin.com/internet/com/media\\_release\\_28.01.2013.pdf](https://www.jsafrasarasin.com/internet/com/media_release_28.01.2013.pdf).

<sup>99</sup> Sberbank of Russia ha acquisito Volksbank International AG nel febbraio 2012.

<sup>100</sup> A. Demodaran, *Finanza Aziendale*, Milano, 2001, 15.

<sup>101</sup> R. Vander Vennt, R. Gropp, *Cross-border Mergers in European Banking and efficiency*, in *Foreign direct investment in the real and financial sector of industrial countries*, Berlin-Heidelberg, 2002, 295.

economico calcolato e basato sulle valutazioni prospettiche dei possibili utili della *acquirenda* società<sup>102</sup>.

Nell'incertezza economica più totale che caratterizza i tempi moderni, ovvero in una fase in cui le previsioni sono aleatorie, diventa ancora più complesso pronosticare eventuali concentrazioni societarie e, in particolare, concentrazioni bancarie<sup>103</sup>. La crisi economica causata dalla diffusione della pandemia che almeno a livello globale non sembra diminuire<sup>104</sup> e del cui virus si conosce ancora poco<sup>105</sup>. Inoltre, il problema maggiore della crisi economica del 2020-2022 è che, se confrontata con la crisi del 2007, ha una differenza sostanziale: non si conosce ancora la sua durata, né tantomeno quando questa possa terminare. Evidentemente quest'ultimo dato (l'incertezza) inciderà su ogni pronostico.

Atteso quindi che si tratta di due crisi economiche (quella del 2007 e quella del 2020) che hanno cause diverse, si può pacificamente affermare che hanno una caratteristica comune: la diffusione globale. Ebbene, la crisi "Lehman Brothers" pur originata negli Stati Uniti si è propagata in tutto il mondo<sup>106</sup>, generando grosse perdite economiche così come anche la crisi attuale. Tanto è rilevante la diffusione della crisi a livello globale che, nello stato pandemico attuale, l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ha dichiarato che «*global GDP growth is projected to slow from 2.9% in 2019 to 2.4% this year, before picking up to around 3.14 per cent in 2021 as the effects of the coronavirus fade and output gradually recovers*»<sup>107</sup>, tale che lo scenario prospettato per i mesi a

<sup>102</sup> O.A. Romanenko, *Caratteristiche Fusioni e Acquisizioni Valutazione*, in *Italian Science Review*, 2015, 163-166.

<sup>103</sup> Le statistiche per i prossimi mesi, e il prossimo anno 2021, sono piuttosto negative, sia per ripresa dei consumi, che degli investimenti, in questo senso si veda un recente comunicato di giugno 2020 da parte dell'ISTAT, *Comunicato stampa le prospettive per l'economia italiana nel 2020-2021*, disponibile <https://www.istat.it/it/archivio/243906>.

<sup>104</sup> Prescindendo dal mutamento del virus e dalla diversa aggressività dello stesso, tecnicismi che esulano dallo *scope* del presente lavoro, e per i quali si rimanda per tutti a J. Sun, W.T. He, L. Wang, A. Lai, X. Ji, X. Zhai, M. Veit, *COVID-19: epidemiology, evolution, and cross-disciplinary perspectives*, in *Trends in Molecular Medicine*, 2020, 1.

<sup>105</sup> «*Based on what is known about other coronaviruses, experts believe COVID-19 primarily spreads from person-to-person through close contact (approximately 6 ft) by respiratory droplets [4,8,14,23,27]. Transmission of the virus through contaminated surfaces or fomites with subsequent contact with the eyes, nose, or mouth may also occur [14,23,27]. Patients are felt to be at highest risk of spreading the illness when they are most symptomatic*» S. Chavez-B. Long, A. Koyfman, A. Liang, *Coronavirus Disease (COVID-19): A primer for emergency physicians*, in *The American Journal of Emergency Medicine*, disponibile [https://www.ajemjournal.com/article/S0735-6757\(20\)30178-9/fulltext](https://www.ajemjournal.com/article/S0735-6757(20)30178-9/fulltext).

<sup>106</sup> Così come già affermato «*In a financially integrated world, however, where large shares of assets are traded on international markets, the contagion effects were more pronounced and more immediate. In reality, the crisis spread through many channels, most of them closely connected to cross-border financial and banking linkages*» F. Allen, *Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies*, London, CEPR - Centre for Economic Policy Research, 2011, 3.

<sup>107</sup> *Evaluating the initial impact of COVID-19 containment measures on economic activity*, giugno 2020, disponibile <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/evaluating-the-initial-impact-of-covid-19-con>

seguire era di riduzione costante della crescita a livello globale. Salvo che successivamente, atteso l'arrivo dei vaccini e la ripartenza a livello globale, le affermazioni di cui sopra sono state superate, così come si legge nel report del Fondo Monetario Internazionale, *WORLD ECONOMIC OUTLOOK Recovery During a Pandemic Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures* «*The global economy is projected to grow 5.9 percent in 2021 and 4.9 percent in 2022, 0.1 percentage point lower for 2021 than in the July forecast*».

Ebbene, volgendo lo sguardo alla crisi del 2007, si evince che le concentrazioni bancarie hanno avuto un effetto sistemico negativo «*the acute banking crises in several countries were, in part, the result of over-concentrated bank operations*», tanto che se al contrario le banche fossero state caratterizzate da una maggiore diversificazione «*property crashes might have been more easily absorbed*»<sup>108</sup>. Da questa prospettiva si può trarre un'importante lezione di politica economica consistente nell'obiettivo, da un lato, di ridurre l'esposizione comune delle banche ad un rischio reale (crisi economica globale), e dall'altro, di costruire un sistema bancario europeo (e internazionale?) più stabile, al fine di evitare che la crisi pandemica ed economica si riveli ancora più dannosa della precedente. Si è potuto pertanto apprezzare che, durante la crisi Lehman Brothers, le banche centrali si sono ben coordinate per affrontare i problemi di liquidità dei mercati finanziari internazionali<sup>109</sup>, mentre a livello regolamentare è mancata la coesione necessaria soprattutto in materia di diritto fallimentare<sup>110</sup>. Ciò che è emerso inoltre durante la crisi del decennio passato è la mancanza di un quadro normativo che disciplinasse le fusioni bancarie *cross-border*, lacuna che, almeno teoricamente, è stata colmata, da ultimo, dalla direttiva (UE) 2019/2121 (direttiva che però, come precedentemente analizzato, sconta talune lacune e opacità).

Ebbene in considerazione della diversità delle crisi economiche oggetto del presente studio, sembra opportuno ipotizzare soluzioni diverse, con caratteri comuni. Essendo evidenti gli effetti sistemici che le diffusioni delle concentrazioni bancarie determinano a livello globale, consistenti soprattutto in trascinamenti delle crisi a catena, deve auspicarsi in costanza di questa crisi pandemica, una risposta coordinata ed equilibrata tra le istituzioni europee.

Ciò premesso, sembra quasi imprevedibile pronosticare come agiranno gli operatori bancari durante la crisi, ovvero stabilire se le concentrazioni bancarie

---

tainment-measures-on-economic-activity-b1f6b68b/.

<sup>108</sup> F. Allen, op. cit., 30.

<sup>109</sup> Una risposta simile in questo senso c'è stata durante la crisi in corso ad opera dell'Unione europea, che ha presentato «la proposta relativa a un piano di ripresa di ampio respiro» in *Il momento dell'Europa: riparare e preparare per la prossima generazione*, 27 maggio 2020, disponibile [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_20\\_940](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_20_940).

<sup>110</sup> Questo *gap* regolamentare è stato poi parzialmente colmato con il regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015 relativo alle procedure di insolvenza.

aumenteranno o diminuiranno, anche se da ultimo, qualche segnale di assorbimento, pare essere già arrivato, almeno a livello nazionale<sup>111</sup>. Invero, a favorire le operazioni di concentrazione nei prossimi mesi, saranno le valutazioni ancora basse (in media un rapporto tra prezzo delle azioni e patrimonio netto tangibile di 0,4 volte), alti *badwill* (differenza tra valore del patrimonio e prezzo), la componente *Dta* (attività fiscali differite) e il bisogno di sfruttare sinergie nell'attuale contesto di bassi tassi e di incombente recessione. Pur non essendo però prevedibile valutare se le fusioni aumenteranno, sulla base dell'analisi della crisi precedente, e dei risultati ottenuti fino al terzo trimestre 2021<sup>112</sup>, sembrerebbe ipotizzabile un aumento delle concentrazioni nel periodo *post*-crisi soprattutto da parte dei paesi in via di sviluppo verso i paesi più sviluppati. Questo comportamento, infatti, potrebbe generare una maggiore diversificazione del rischio nei paesi più deboli e, maggiore concorrenza nei paesi più forti, tendendo a riequilibrare i mercati finanziari internazionali.

Sembra ragionevole ritenere infatti che, sulla base della somiglianza di diffusione globale delle due crisi oggetto di confronto, gli operatori bancari si comporteranno tendenzialmente allo stesso modo. Unico punto di domanda resta semmai la valutazione sul lungo termine; la crisi sanitaria, infatti, se allo stato attuale sembra rallentare sul territorio nazionale, nel resto del mondo continua ad espandersi e, fintantoché non ci sarà una stabilità sanitaria, non si ritiene possibile fare previsioni attendibili.

## 9. Conclusioni

Il mercato bancario italiano ed europeo è stato protagonista di un periodo di forti innovazioni e cambiamenti a partire dagli anni Novanta. L'elevato numero di processi di concentrazione messi in atto dagli operatori ha determinato delle modifiche profonde nella struttura dei sistemi bancari: questi fenomeni aggregativi sono stati una conseguenza diretta dei processi di globalizzazione, di *deregu-*

---

<sup>111</sup> A seguito di una OPS del gruppo Intesa Sanpaolo su UBI Banca, per la quale vi è stata un'istruttoria dall'AGCM, C12287 - *Avviata istruttoria in relazione all'operazione di concentrazione Intesa Sanpaolo - UBI*, al link <https://www.agcm.it/media/comunicati-stampa/2020/5/C12287>, in data 12 aprile 2021 si è realizzata la fusione per incorporazione di UBI nel Gruppo Intesa. Si segnala che il gruppo nell'ultimo decennio si è molto ingrandito, *inter alia*, con la fusione, proprio nel 2007 tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI. Sembrerebbe quasi una tendenza del gruppo quella di cogliere l'occasione del momento di crisi per allargarsi sul mercato.

<sup>112</sup> «The momentum for consolidation “shows no signs of slowing down” and is set to continue in 2022, Scope Ratings said, adding that the focus would likely still be with domestic deals, which would take “the lion’s share of activity” despite a supervisory push for cross-border deals. For Jumabhoy, domestic and regional consolidation could even escalate in the short-to-medium term» disponibile al link <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/qa-streamlining-analytics-for-tcfd-reporting>.

lation e delle grandi innovazioni nel campo della tecnologia, che hanno permesso alle banche europee di raggiungere dimensioni consistenti e, allo stesso tempo, di sviluppare canali di distribuzione di carattere internazionale. Infatti, si è potuto apprezzare che non sempre le operazioni di *M&A* hanno generato un miglioramento dell'ambiente competitivo, ed anzi talvolta hanno determinato condizioni di instabilità a livello di sistema. In questo senso infatti c'è chi si è espresso negativamente rispetto alle concentrazioni, sostenendo che «la concentrazione, accompagnata dalla continua ricerca di assetti dimensionali adatti ad operare in un mercato reso senza frontiere dal progresso della tecnologica, delle informazioni e della comunicazione, da “mito” – perlomeno questo è stato per il sistema bancario italiano – sembra si sia trasformata in un “incubo”, tanto da spingere verso l'individuazione di disincentivi alla crescita dimensionale, che il “buon senso” fa ormai ritenere opportuni e indispensabili»<sup>113</sup>.

Occorre precisare però che, considerando la complessità del fenomeno, non possono essere dettate regole generali: dagli studi analizzati è emerso che le operazioni di concentrazione bancaria devono essere prese in considerazione singolarmente, analizzandone caso per caso sia gli obiettivi, sia i risultati, che possono produrre nel mercato creditizio e finanziario. Si evidenzia infatti che, alla base delle operazioni di fusione transfrontaliera, siano esse di società di capitali, siano esse di banche, vi possono essere le più disparate motivazioni, talvolta meramente di carattere economico, e quindi che mirano al miglioramento delle *performance* aziendali e all'arricchimento degli azionisti; in altri casi invece le motivazioni sono di carattere completamente estraneo al mondo aziendale, come il prestigio o l'aumento di possibilità di carriera del *management* aziendale. Osservando invece gli effetti che il fenomeno delle concentrazioni bancarie può provocare a livello sistemico, la dottrina ha evidenziato la tendenza alla diminuzione degli operatori, con il conseguente aumento della loro quota di mercato. Visto il contesto generale, i fenomeni di concentrazione all'interno del mercato italiano hanno ricoperto un ruolo fondamentale nel lento e graduale processo di evoluzione del sistema bancario nazionale. Prima degli anni Novanta la stringente normativa in materia di concentrazioni impediva alle banche di espandersi e di aumentare la propria dimensione, causando una rilevante disparità nel confronto con le grandi banche europee. Con l'introduzione del T.U.B. le banche italiane hanno però iniziato a intraprendere strategie di crescita esterna anche nei confronti di operatori non domestici.

Dalla fine del 2007 a causa della crisi economico-finanziaria è stata ridimensionata questa tendenza all'aumento delle concentrazioni bancarie. La stessa concezione delle operazioni straordinarie è cambiata significativamente, tanto che le

---

<sup>113</sup> Così A. Brozzetti, *Concentrazione bancaria: da mito a incubo? Il ruolo della regolamentazione rispetto alla forma del gruppo*, in Belli-Corvese, a cura di, Mazzini, Pisa, 2011, 18.

Autorità di vigilanza hanno dovuto introdurre limitazioni e disincentivi al conseguimento di dimensioni eccessive, in modo da tutelare il sistema bancario e la relativa clientela. Ad oggi, quindi, il fattore dimensionale non è sempre considerato come elemento positivo per il mercato, soprattutto quando non presidiato e controllato da organi di vigilanza<sup>114</sup>. Peraltro, è emerso congiuntamente il problema del *too big to save*<sup>115</sup>, inerente al salvataggio degli intermediari e delle banche di grandi e grandissime dimensioni attraverso fondi pubblici.

Emerge quindi, in conclusione, che i *leitmotiv* delle concentrazioni tra istituti di credito possono essere diversi e, talvolta, provenire anche da fattori esogeni rispetto all'opportunità imprenditoriale fine a sé stessa. Come visto, infatti, in alcuni casi sono gli stessi interventi delle Autorità di vigilanza che suggeriscono, e favoriscono, ovvero disincentivano, a seconda dell'esigenza dei mercati, l'incorporazione degli istituti di credito in difficoltà. Diversamente accade per le incorporazioni, e più in generale per tutti i tipi di operazioni straordinarie, che coinvolgono società di capitali diverse dalle banche. Queste, infatti, trovano la loro unica, o quasi unica, *ratio* nella scelta dell'imprenditore di acquisire, o incorporare, realtà diverse, solo al fine di aumentare i propri profitti, e prescindono dal fatto che la società Target, per il caso della pura acquisizione, sia *in bonis*. Inoltre, si evidenziano delle differenze di tipo sostanziale tra le concentrazioni bancarie e quelle tra istituti di credito nei periodi di crisi. Infatti, come visto le fusioni bancarie aumentano esponenzialmente, almeno nei paesi sviluppati, nei periodi *post* crisi, in accoglimento all'esigenza di stabilizzazione dei mercati globali. Diversamente invece le fusioni tra società di capitali sono maggiori numericamente nei periodi di crisi economica, anche in considerazione del fatto che le realtà di più piccole dimensioni, che subiscono maggiori danni economici durante i periodi di dissesto economico, costituiscono dei bersagli appetibili per i grandi operatori del mercato. Queste differenze sostanziali tra le concentrazioni bancarie e le concentrazioni tra (altre) società di capitali, giustificano quindi sia la differente regolazione, che è più stringente per le prime, che i diversi risultati che si ottengono all'esito delle stesse. Come anche costituiscono il motivo delle principali differenze sussistenti nei risultati delle operazioni straordinarie transfrontaliere che

<sup>114</sup> Salvo le dovute eccezioni, quali ad esempio le modifiche che hanno riguardato la normativa delle banche popolari e le banche di credito cooperativo. Si ricordano infatti le innovative riforme del 2015, le cui innovazioni si collocano nell'ambito della nuova disciplina comunitaria in materia di regolamentazione e vigilanza bancaria. L'Unione Europea ha introdotto una serie di strumenti per gestire e superare le crisi bancarie. La riforma delle banche popolari, in tale contesto, mira a realizzare una profonda razionalizzazione delle forme organizzative dell'impresa bancaria. Assume rilievo la necessità di assicurare che le società bancarie, quale che sia il modello organizzativo adottato, possano rispondere prontamente ad esigenze di rafforzamento patrimoniale e capitalizzazione, così M. Micossi, *ASSONIME, CIRCOLARE N. 32 DEL 24 NOVEMBRE 2015 La riforma delle banche popolari*, in *Rivista del Notariato*, 2015, 1120.

<sup>115</sup> F. Allen, op. cit., 44.



coinvolgono questi diversi tipi di società durante le crisi economiche, siano essere derivanti dai mercati, sia da eventi straordinari.

La crisi globale in occasione della pandemia ha fatto sostanzialmente emergere le grandi debolezze dei sistemi creditizi e finanziari a livello internazionale, innescando processi di rivisitazione e rielaborazione delle normative, che hanno coinvolto e coinvolgeranno in futuro anche l'istituto delle concentrazioni bancarie transfrontaliere.

Si auspica che, nonostante l'aumento delle concentrazioni pronosticato durante la crisi sanitaria da Covid-19, con gli opportuni controlli sui gruppi bancari rilevanti, possano essere raggiunti risultati positivi, non solo per gli istituti di credito, ma anche per la relativa clientela e i lavoratori delle imprese.

*Le concentrazioni tra istituti di credito nei periodi di crisi economico-finanziarie: esempi del passato e previsioni future*

Lo studio delle fusioni transfrontaliere è costante oggetto di approfondimento del diritto societario moderno, anche in considerazione dello sviluppo economico della comunità internazionale che ha, in parte, determinato l'aumento negli ultimi decenni delle concentrazioni cross-border (dove per concentrazioni si intendono le fusioni, le incorporazioni, le cessioni delle attività e passività, nonché l'acquisizione di pacchetti azionari di controllo).

L'obiettivo del presente lavoro consiste innanzitutto nel descrivere l'evoluzione in materia di fusioni societarie registrata fino ad oggi, con focus sulla disciplina delle fusioni bancarie, sia europee che italiane, ovvero dello studio della relativa normativa. L'analisi trae origine dal principio della libertà di stabilimento e della declinazione dello stesso nel riconoscimento delle fusioni transfrontaliere quale mezzo per la relativa realizzazione. Saranno poi oggetto di verifica i risultati prodotti da un'operazione di concentrazione bancaria in termini di rendimento ed efficienza dei grandi gruppi.

Da ultimo, attraverso lo studio e l'analisi degli effetti prodotti dalla crisi economica del 2007, si tenterà di verificare l'impatto delle concentrazioni (in particolare quelle bancarie) in costanza di una crisi economica generata da una pandemia.

*Mergers cross-border and banks concentration in economic and financial crisis periods: examples from the past and future prospects*

The study of cross-border mergers is a recurrent focus of modern corporate law, partly in view of the international economic development, leading to an increase in cross-border mergers in recent decades (whereby mergers include mergers, incorporations, transfers of assets and liabilities, and control share acquisitions). The aim of this paper is initially to describe the evolution of corporate mergers to date, with a focus on the regulation of bank mergers, both European and Italian, or the study of the relevant legislation. It starts from the principle of freedom of establishment and its application to the recognition of cross-border mergers. Following that, the article moves towards the verification of the results produced by a banking concentration transaction in terms of the performance and efficiency of large groups. Finally, through the study and analysis of the effects of the 2007 economic crisis, the paper will attempt to verify the effects of mergers (especially banking mergers) during an economic crisis caused by a pandemic.