

# LE NUOVE LEGGI CIVILI COMMENTATE

RIVISTA BIMESTRALE  
ANNO XLIII

a cura di  
**GIORGIO CIAN**  
**ALBERTO MAFFEI ALBERTI**

## 4/2020

> [edicolaprofessionale.com/NLC](http://edicolaprofessionale.com/NLC)

### Direzione:

G. Balena, M. Campobasso, M. Cian, G. De Cristofaro,  
M. De Cristofaro, F. Delfini, G. Guerrieri, M. Meli,  
S. Menchini, E. Minervini, S. Pagliantini, D. Sarti

### Responsabile di Redazione:

A. Finessi

**La disposizione del proprio corpo *post mortem*  
a fini didattici e scientifici (l. n. 10/20)**

**I *golden powers* italiani (d.l. n. 23/20, conv. l. n. 40/20)**

**Riunioni assembleari e legislazione di emergenza  
(d.l. n. 18/20, conv. l. n. 27/20)**

**Il punto e la linea: nullità contrattuale e rilievo  
ufficio dopo il 2014**

**L'identificazione degli azionisti dopo l'attuazione  
della seconda direttiva azionisti**

**Dal consenso dell'interessato alla "responsabilizzazione"  
del titolare del trattamento dei dati genetici**

**Dispositivi domotici e dati personali**

**Polizza assicurativa indennitaria e immobili  
«da ristrutturare»**

**Struttura e forma del *pactum fiduciae* nella ricostruzione  
delle Sezioni Unite (Cass. n. 6459/20)**



Wolters Kluwer

FEDERICO RIGANTI (\*)  
Ricercatore nell'Università di Torino

## **I GOLDEN POWERS ITALIANI TRA «VECCHIE» PRIVATIZZAZIONI E «NUOVA» DISCIPLINA EMERGENZIALE**

(Artt. 15, 16 e 17, d.l. 8 aprile 2020, n. 23, convertito con modificazioni  
dalla l. 5 giugno 2020, n. 40; d.l. 15 marzo 2012, n. 21,  
convertito con modificazioni dalla l. 11 maggio 2012, n. 56)

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Premessa: l'antecedente storico e la disciplina in tema di *golden shares*. – 2.1. La «corsa all' (azione d') oro», tra privatizzazioni «all'italiana» e spunti di diritto comparato. – 2.1.1. *Segue*: cenni di diritto comparato. – 3. Il quadro di riferimento delle *golden shares* italiane. – 3.1. *Segue*: ...e il loro contenuto, tra previsione normativa ed «evoluzione» giurisprudenziale. – 4. Il passaggio dal sistema delle *golden shares* a quello dei *golden powers*. Profili ricostruttivi della materia. – 4.1. I settori della difesa e della sicurezza nazionale (con un cenno in tema di «5G») – 4.1.1. Alcuni punti di debolezza (o, meglio, di ambiguità) della disciplina. – 4.1.2. *Segue*: la materia del «5G». – 4.2. I settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. – 4.2.1. *Segue*: una parentesi in tema di controllo e patti parasociali. La necessaria interpretazione estensiva delle fattispecie. – 5. I «nuovissimi» *golden powers* di matrice emergenziale. Premessa. – 5.1. Le direttrici della nuova previsione. Lo stato dell'arte. – 5.2. Pregi e limiti all'attuale impostazione. – 6. Una breve annotazione conclusiva.

### *1. Introduzione.*

Tra le varie misure emergenziali adottate dall'esecutivo negli ultimi mesi per prevenire – e curare – le conseguenze negative derivanti, a diverso titolo, dall'esplosione della pandemia Covid-19, il rafforzamento dei c.d. *golden powers*, in determinati settori di rilevanza strategica per l'economia nazionale, rappresenta una novità di non poco conto.

Tale rafforzamento, come noto introdotto dal d.l. 8 aprile 2020, n. 23, convertito con modifiche dalla l. 5 giugno 2020, n. 40, è infatti destinato ad avere importanti ricadute, di fatto segnando un ulteriore passo in avanti in quel percorso di progressiva *revanche* da parte di un «pubblico» che, dal suo ruolo di (supposto) «*semplice*» regolatore, intende occuparsi attiva-

---

(\*) Contributo pubblicato previo parere favorevole di un Componente del *Comitato Scientifico*.

mente di un mercato, nei cui confronti parrebbe finanche porsi quale moderno «doganiere»<sup>(1)</sup>.

La materia è di grande interesse e inevitabilmente sconfinata in ambiti metagiuridici: dalla politica all'economia, il menzionato ritorno dello Stato, ora dotato di nuovi e più estesi poteri di intervento, implica un'attenta riflessione di sistema, finalizzata ad interrogarsi su quella che sarà la nuova linea di confine posta a difesa del «privato», forse mai pienamente apprezzato e valorizzato da alcune visioni politiche all'apparenza oggi finanche un po' *demodées*.

Il contributo che segue, lungi dall'interrogarsi su questioni di vertice quali quelle appena accennate – di gran lunga distanti dalla competenza di chi scrive – intende limitarsi a delineare gli estremi della materia, così come di recente aggiornata dal d.l. poc'anzi citato, offrendo, in conclusione, alcuni minimi spunti di riflessione circa alcune criticità della normativa in parola.

## 2. Premessa: l'antecedente storico e la disciplina in tema di golden shares.

L'esame dei rinnovati *golden powers* italiani impone una disamina, quantunque necessariamente sintetica, del contesto di riferimento all'interno del quale gli stessi hanno preso forma e sostanza.

Tale disamina, a sua volta, non può che concentrarsi, in via preliminare e sebbene per cenni, sul precedente «*stato delle cose*» e, così, (i) sulle interferenze tra «pubblico» e «privato» come noto caratterizzanti gli esiti dell'opera privatizzatrice italiana degli anni Novanta del Secolo scorso; nonché (ii) sulle soluzioni in punto adottate da altri Paesi europei, onde verificarne eventuali assonanze e dissonanze, e relative conseguenze applicative, rispetto al quadro di riferimento nazionale.

Solo un'analisi come sopra prospettata risulta infatti capace di offrire gli strumenti per comprendere al meglio gli estremi dei poteri di intervento oggi delineati dal d.l. n. 23/20.

Poteri che, con un taglio tutto sommato paradossalmente esterofilo per una materia di contro connotata da un certo «*amor patrio*», in un primo tempo sono stati unanimemente ricondotti alla dicitura inglese – e tuttavia etimologicamente non precisa per il caso italiano<sup>(2)</sup> – delle

---

(1) Il termine, particolarmente calzante, è utilizzato da NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giorn. dir. amm.*, 2019, p. 549 ss.

(2) In cui, come si dirà con maggiore precisione, vi è potere anche senza partecipazione.

*golden shares*, da definirsi, secondo le conclusioni presentate il 6 novembre 2008, nella Causa C-326/07 (Commissione delle Comunità europee contro Repubblica italiana), dell'Avvocato Generale Dàmaso Ruiz-Jarabo Colomer, quale «qualsiasi struttura giuridica applicabile alle singole imprese, che conserva o contribuisce a mantenere l'influenza dell'autorità pubblica su tali società»<sup>(3)</sup>.

2.1. *La «corsa all' (azione d') oro», tra privatizzazioni «all'italiana» e spunti di diritto comparato.*

Al di là di alcune «tracce» presenti nelle disposizioni previgenti alla riforma societaria – il riferimento, come *infra* precisato, è agli artt. 2458 c.c. e ss. a.r.<sup>(4)</sup> –, risulta corretto individuare il nucleo fondante degli attuali *golden powers* nell'art. 2 del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni, convertito con modifiche dalla l. 30 luglio 1994, n. 474<sup>(5)</sup>.

Tale articolo, modificato dal d.l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modificazioni dalla l. 11 maggio 2012, n. 56, si inserisce in un provvedimento chiave del processo italiano di vendita di *assets* pubblici, del cui «puzzle» normativo – già in parte delineato dalla l. 29 gennaio 1992, n. 35<sup>(6)</sup> e dalla l. 8 agosto 1992, n. 359<sup>(7)</sup> – costituiva un pezzo essenziale, poiché inteso a portare a termine, anche sotto il punto di vista «sostanziale», una privatizzazione che fino a quel momento aveva assunto carattere eminentemente «formale», in quanto innanzitutto intesa ad assicurare la

<sup>(3)</sup> Reperibile qui: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=67893&doclang=IT>.

<sup>(4)</sup> Individua in questo articolo la prima traccia di alcuni poteri, poi ricompresi nelle *golden share*, LOMBARDO, voce *Golden Share*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1998, XVII, p. 7.

<sup>(5)</sup> L'analisi è offerta, in dottrina, da più autori. Tra questi, per un esame particolarmente efficace e preciso, si veda SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici. L'equilibrio tra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, Torino, 2018; Id., *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contr. impr./Europa*, 2015, p. 619 ss. Sempre in argomento, si vedano anche, *ex multis*, GASPARI, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici. La nuova golden share tra diritto interno, comunitario e comparato*, Torino, 2015, p. 63 ss. e LOMBARDO, *op. cit.*, p. 1 ss. Di recente, si veda poi, su problematiche di più ampio raggio, CUCCU, *Partecipazioni pubbliche e Governo societario*, Torino, 2019, p. 1 ss.

<sup>(6)</sup> Recante «Conversione in legge del decreto-legge 5 dicembre 1991, n. 386, recante trasformazione degli enti pubblici economici, dismissione delle partecipazioni statali ed alienazione di beni patrimoniali suscettibili di gestione economica».

<sup>(7)</sup> Recante «Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 11 luglio 1992, n. 333, recante misure urgenti per il risanamento della finanza pubblica».

preliminare e necessaria «*configurazione*», in forma di società per azioni, degli enti pubblici interessati dal processo di cessione in oggetto.

Come noto, le privatizzazioni «*all'italiana*» non sono state esenti da talune controindicazioni di particolare rilevanza, teorica e operativa, da subito oggetto di critica da parte della dottrina più attenta<sup>(8)</sup>.

Tra queste, oltre all'eccessiva frammentazione del relativo *iter* e senza volere affrontare, in questa sede, altri profili di prima importanza e attualità<sup>(9)</sup>, vanno annoverate le ricadute in ambito societario del fenomeno in

<sup>(8)</sup> Per un'analisi della questione si vedano, innanzitutto, AA. VV., *Le privatizzazioni in Italia. Saggi, leggi e documenti*, in MARCHETTI (a cura di), Milano, 1995; AMOROSINO, *Le privatizzazioni in Italia: mito e realtà*, in *Foro amm.*, 1999, 6, p. 1637 ss.; BONELLI e ROLI, voce *Privatizzazioni*, in *Enc. dir.*, Milano, 2000, IV, agg., p. 994 ss.; CAPRIGLIONE, *Le fondazioni bancarie e la legge sulle privatizzazioni*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, 80 ss.; ID., *Ad un anno dalla legge Amato*, in *Banca impr. soc.*, 1991, 441 ss.; CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato?*, in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 1996, p. 579 ss. CLARICH e PISANESCHI, voce *Privatizzazioni (I Agg.)*, in *Dig. disc. pubb.*, Torino, 2000, p. 432 ss.; CLAUSI, *Profili giuridici delle privatizzazioni*, in *Giur. merito*, 1999, I, p. 435 ss.; COSTI, *Privatizzazioni e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 77 ss.; CUCCU, *Partecipazioni pubbliche e Governo societario*, Torino, 2019; DI CHIO, *Voce Società a partecipazione pubblica*, in *Dig. disc. priv.*, 1997; FERRO-LUZZI, *La «trasformazione» degli enti pubblici in s.p.a. e la speciale «riserva»*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 507 ss.; IRTI, *Dall'ente pubblico economico alla società per azioni (profilo storico giuridico)*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 474 ss.; ID., *Problemi dello Stato azionista: il caso Enel*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 23 ss.; JAEGER, *Privatizzazioni; «Public Companies»; problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 5 ss.; LIBONATI, *La faticosa «accelerazione» delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 20 ss.; MARASÀ, *Profili giuridici delle privatizzazioni*, Torino, 1998; MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Italia: la legge 474/94 e nuovi documenti*, in ID. (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia. Saggi, leggi e documenti*, Milano, 1995, p. 177 ss.; MAZZONI, *Privatizzazioni e diritto antitrust: il caso italiano*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 34 e ss.; MINERVINI, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche «privatizzate»*, in MARCHETTI (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia. Saggi, leggi e documenti*, Milano, 1995, p. 165 ss.; OPPO, *La privatizzazione dell'impresa pubblica: profili societari*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, p. 771 ss.; PARDOLESI e PERNA, *Fra il dire e il fare: la legislazione italiana sulle privatizzazioni delle imprese pubbliche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1994, p. 568 ss.; PIZZA, *Le società per azioni di diritto singolare tra partecipazioni pubbliche e nuovi modelli organizzativi*, Milano, 2007, p. 299 ss.; ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 385 ss.; SCARCHILLO, *op. cit.*; SCHLESINGER, *La legge sulle privatizzazioni degli enti pubblici economici*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 129 ss. In ambito comparato, per un esame recente ed approfondito della questione cfr., *ex multis*, BERNITZ e RINGE, *Company Law and Economic Protectionism. New Challenges to European Integration*, Oxford, 2010.

<sup>(9)</sup> Opportuno ricordare, in questa sede, anche il tema specifico delle privatizzazioni del settore bancario e i problemi circa la sorte incerta dei c.d. enti conferenti, in merito ai quali, per una ricostruzione, si vedano *ex multis*, ALPA, *Le «fondazioni bancarie» tra codice civile e normativa speciale*, in *Vita not.*, III, 2005, p. 659 ss.; AMOROSINO e CAPRIGLIONE, *Le fondazioni bancarie*, Padova, 1999; CLARICH, *La riforma delle fondazioni bancarie*, in *Banca impr. soc.*, 2000, p. 125 ss.; CAPRIGLIONE, *Privatizzazioni e mercato: le fondazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 344 ss.; CLARICH e PISANESCHI, *Le fondazioni bancarie. Dalla holding creditizia all'ente non-profit*, Bologna, 2001, p. 19 ss.; COSTI, *La riforma delle fondazioni bancarie*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, Milano, 1998, II, p. 227 ss.;

esame, di sicuro traduttive, forse meglio di altri elementi, delle criticità di un passaggio storico potenzialmente capace di segnare una netta svolta rispetto al sistema precedente, a favore di un ordinamento ispirato ai valori della concorrenza e del mercato.

Un passaggio, giova evidenziare, di cui già molto si è discusso e che, innanzitutto per motivazioni politico-economiche e per finalità rette più da esigenze pratiche (quali la costante necessità di ridurre il *deficit* di bilancio con i relativi introiti) che da auspiccate aspirazioni teoriche e precisi ideali (intesi ad assicurare un sistema trasparente, efficiente e competitivo, *in primis* grazie all'intervento di investitori privati), pare oggi non essere stato colto nel pieno delle sue potenzialità ed anzi essere divenuto frutto, secondo i dettagli di seguito esaminati, di un'attenta ma faticosa opera di bilanciamento tra istanze privatistiche e *raison d'état*, quest'ultima per l'appunto garantita da un penetrante potere di intromissione di natura pubblicistica in dinamiche che, dal «pubblico», tuttavia si supponeva fossero emancipate.

È tuttavia opportuno e corretto sottolineare che, come noto, la scelta di compromesso appena delineata non rappresenta un'anomalia nel panorama coevo, anzi trovando corrispondenze, più o meno precise, in altri ordinamenti stranieri, tra i quali meritano particolare attenzione – restringendo il campo, ai fini di questo esame, alla zona europea – ad esempio quelli di Gran Bretagna, Francia e Belgio<sup>(10)</sup>.

---

FIMMANÒ e COPPOLA, *Sulla natura giurpubblicistica delle fondazioni bancarie*, in *Riv. not.*, 2017, I, p. 649 ss.; GENTILI, *La riforma delle fondazioni bancaria*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p. 399 ss.; LAMANDA, *Da fondazioni bancarie a enti non profit: natura giuridica e rapporti con il Ministero del Tesoro*, in *Riv. soc.*, 1995, I, p. 431 ss.; MALTONI, *Le fondazioni di origine bancaria al vaglio del giudice delle leggi: enti privati a «statuto speciale»*, in questa *Rivista*, 2003, p. 1387 ss.; MUCCIARELLI, *Attività e impresa nelle fondazioni bancarie*, Milano, 2005; NIGRO, *Fondazioni bancarie*, in *Banca impr. soc.*, 1995, I, p. 431 ss.; PISANESCHI, *Brevi osservazioni sulla natura giuridica delle fondazioni bancarie*, in *Banca impr. soc.*, 2000, p. 129 ss.; PORTALE, *Fondazioni «bancarie» e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 23 ss.; PORZIO, *Le c.d. «fondazioni bancarie»: mostri o modello?*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, p. 389 ss.; RAGUSA MAGGIORE, *La fondazione bancaria. Luci ed ombre*, in *Dir. fall.*, 1993, I, p. 365 ss.; RIGANTI, *Brevi note sulle fondazioni di origine bancaria a seguito del Protocollo di intesa MEF - ACRI del 22 aprile 2015*, in questa *Rivista*, 2016, p. 167 ss.; RINALDI, *La natura di imprese delle fondazioni bancarie e la inapplicabilità dell'esonero della ritenuta d'acconto sui dividendi: luci ed ombre della sentenza a Sezioni Unite*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 972 ss.; SCHLESINGER, *Le c.d. «fondazioni bancarie»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, p. 428 ss.; TANZI, *Sulle c.d. fondazioni bancarie: alcune considerazioni critiche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 257 ss.; VELLA, *La «missione» delle fondazioni bancarie e gli investimenti culturali: vincoli e opportunità del nuovo ordinamento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, p. 455 ss.; ID., *Il Protocollo d'intesa MEF/ACRI e la nuova governance delle Fondazioni bancarie*, in *Giur. comm.*, 2016, p. 617 ss.

<sup>(10)</sup> Per l'esame di altri ordinamenti, quale quello tedesco – caratterizzato da noto caso

Tali sistemi, in particolare, hanno infatti adottato con distinte sfumature di intensità – e diversa «fortuna» – previsioni specifiche in tema di poteri di intervento pubblici a seguito delle rispettive privatizzazioni. Poteri che, è bene anticipare, ad eccezione del caso belga, sono stati oggetto di censura da parte della Corte di giustizia dell'Unione europea<sup>(11)</sup>, in quanto, in estrema sintesi, costituenti una indebita restrizione alla libertà di stabilimento e alla libertà di circolazione dei capitali all'interno dei confini comunitari.

### 2.1.1. Segue: cenni di diritto comparato.

Proprio il profilo comparato è, dunque, di particolare aiuto nell'analisi della materia e, pertanto, meritevole delle ulteriori seguenti e sintetiche annotazioni.

Volendo iniziare l'esame dal sistema britannico in tema di poteri di intervento – antesignano rispetto al resto d'Europa –, è noto come questo presenti alcune peculiarità degne di nota, tra le quali figurano, da un lato, la fonte tendenzialmente privatistica dello strumento in esame e, dall'altro lato, la duplicità di schema secondo cui lo stesso si attua.

Con riferimento al primo profilo, va innanzitutto evidenziato che, come già sottolineato a più voci dai commentatori dell'argomento, la *golden share* inglese non rientra in un più ampio disegno normativo a carattere organico,

---

«Volkswagen», in relazione al quale v. *ex multis* FERRARIS FRANCESCHI, *Analisi comparata di alcune esperienze di privatizzazione in Europa: Italia e Germania*, in ID. (a cura di), *Privatizzazioni e problemi di governance. Esperienze a confronto: il caso tedesco*, Torino, 2002, p. 12 ss.; RINGE, *The Volkswagen Case and the European Court of Justice*, in *Com. Mark. Law Rev.*, 2008, p. 537 ss.; SANTONASTASO, *La «saga» della «golden share» tra libertà di movimento di capitali e di stabilimento*, in *Giur. comm.*, 2007, p. 302 ss.; e SPATTINI, «Vere» o «false» «golden shares» nella giurisprudenza comunitaria. La «deriva sostanzialista» della Corte di giustizia, ovvero il «formalismo» del principio della «natura delle cose»: il caso Volkswagen, e altro..., in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 2008, p. 303 ss. – e spagnolo, si veda GASPARI, *op. cit.*, p. 77 s. e 83 s. Per quanto attiene a spunti di diritto comparato più ampi, sebbene già ricollegati al tema dei *golden powers* e relazionati allo strumento dei fondi sovrani, si vedano anche ALVARO, LAMANDINI, POLICE e TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. I golden power dello stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2019, 20, p. 17 s.

<sup>(11)</sup> In questo scritto, l'esame giurisprudenziale delle *golden shares* è preso in considerazione solo per cenni. Per un'analisi più approfondita dello stesso si vedano le indicazioni bibliografiche di cui alle note seguenti, tra le quali, *in primis*, BALLARINO e BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario. A proposito delle recenti sentenze della Corte comunitaria*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 2 ss.; DE VIDO, *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares: violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali o sul diritto di stabilimento?*, in *Dir. comm. int.*, 2007, p. 861 ss.; SANTONASTASO, *op. cit.*, p. 302 ss.; SCIPIONE, *La «golden share» nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Società*, 2010, p. 855 ss.

venendo di contro rimessa alle singole previsioni statutarie delle società un tempo controllate dallo Stato<sup>(12)</sup>, con conseguente qualificazione privatistica dello strumento e annessi problemi in tema di *judicial review*<sup>(13)</sup>.

Tale conformazione a «*geometria variabile*», poggiante su un preciso (ma controverso)<sup>(14)</sup> precedente giurisprudenziale (il caso *Bushell vs Faith*), ha dunque portato all'adozione di soluzioni statutarie e di interventi *tailor made* per le singole imprese privatizzate, in alcuni casi a tal punto estese – si pensi al caso della British Airports Authority – da subire la censura della Corte europea per i profili di illegittimità sopra anticipati<sup>(15)</sup>.

Il Regno Unito, in altri termini, non ha optato per la previsione di una disciplina astratta e generale in relazione al processo di dismissione di partecipazioni pubbliche e ha di contro incentivato la configurazione di un sistema (i) connotato da un'apposita disciplina dei singoli settori privatizzati, in cui (ii) l'azionista pubblico «*superstite*» è trattato alla stregua di «*azionista privilegiato*» o «*special shareholder*», in quanto dotato di specifici poteri di intervento, delineati contrattualmente a seconda delle esigenze del caso concreto.

La lettura e l'applicazione della materia offerte dall'ordinamento d'oltramanica paiono dunque caratterizzarsi per la notevole elasticità e capacità di adattamento. Quanto precede, in un quadro maggiormente rispettoso dell'azionariato privato – come noto «*caro*» alla politica *thatcheriana*<sup>(16)</sup> –, la cui posizione viene garantita da distinti indici, quali ad esempio la durata (tendenzialmente<sup>(17)</sup>) limitata dei poteri di intervento in

<sup>(12)</sup> In argomento si veda, tra i tanti, SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power*, *cit.*, p. 628 ss.

<sup>(13)</sup> Sul punto, cfr. LOMBARDO, *op. cit.*, p. 4 s. Infatti, la fonte contrattuale dei poteri in questione ha portato i tribunali britannici a ricondurre gli stessi all'ambito dei rapporti tra privati, con conseguente rifiuto di sottoposizione a controllo giurisdizionale delle relative modalità di esercizio.

<sup>(14)</sup> Sul punto, tra i tanti, si veda nuovamente LOMBARDO, *op. cit.*, p. 3 s.

<sup>(15)</sup> Trattasi, per precisione, del caso C-98/01 - *Commission v United Kingdom*, deciso in data 13 maggio 2003, per un esame del quale si vedano, *ex multis*, BALLARINO e BELLODI, *op. cit.*, p. 2 ss.; GASPARI, *op. cit.*, p. 69.

<sup>(16)</sup> Si veda GRAHAM, *All that Glitters: Golden Shares and Privatised Enterprises*, in *The comp. law.*, 1988, p. 23, richiamato anche da SCARCHILLO, *Privatizzazioni*, *op. cit.*, p. 5, che correttamente sottolinea la «*fede incontrollata*» riposta dal Governo conservatore nell'impresa privata, ritenuta sempre e comunque più efficiente di quella pubblica. In argomento, cfr. anche, tra i tanti, GRAHAM e PROSSER, *Golden Shares: Industrial Policy by Stealth*, in *Pub. law*, 1988, p. 413 ss.; ID. e ID., *Privatising nationalized industries: constitutional issues and new legal techniques*, in *The Mod. Law. Rev.*, 1987, p. 34 ss.; e RUTABANZIBWA, *What is Golden in the Golden Shares?: Company Law implications of Privatizations*, in *The comp. law.*, 1996, p. 40 s.

<sup>(17)</sup> Talvolta, infatti, il valore strategico della società nel cui statuto veniva inserita la *golden share* portava quest'ultima ad essere di durata pressoché illimitata. Lo evidenzia,

capo all'esecutivo. Oltreché, si è già anticipato, la necessaria correlazione tra detti poteri e qualità di azionista, secondo un rapporto che – sebbene inversamente proporzionale tra ampiezza dei primi e consistenza del pacchetto azionario con conseguente inevitabile asimmetrica distribuzione, tra i diversi soci, di rischi, poteri e proprietà – ha comunque preservato un coinvolgimento del «*pubblico*» in realtà imprenditoriali private, tuttavia non sottoposte, almeno formalmente, ad un potere esclusivamente autoritativo e meramente esterno da parte del Governo.

Quanto, invece, al secondo aspetto – relativo alla duplicità di schema secondo cui sono esercitati i poteri in questione – vi è da tenere a mente che, ferme restando, per un verso, la libertà statutaria anche in tema di *golden shares*, e, per l'altro verso, la ricorrenza di alcune direttrici condivise e intese a riconoscere, all'azionista pubblico, un sostanziale potere di veto, oltreché un *placet* circa la modifica delle previsioni statutarie, la dottrina ha tendenzialmente individuato due modalità operative espressive dell'intervento statale in parola: l'una, intesa a gravitare sui meccanismi assembleari e a incidere sul principio *one share one vote*, con dirette conseguenze sul mercato del controllo societario; l'altra, gravitante attorno al concetto di «*relevant person*».

In particolare, se la prima opzione (c.d. «*built in majority*») si sostanzia *inter alia* nell'attribuzione, allo *special shareholder*, (i) di un voto in più rispetto alla totalità delle azioni degli altri soci, così da assicurare al primo la maggioranza su determinati punti all'ordine del giorno e (ii) del diritto di convocare l'assemblea straordinaria, nella quale è assicurata la stessa maggioranza, la seconda via (incentrata sul meccanismo della c.d. «*relevant person*») è invece intesa a imporre ai soci di determinate società la notifica di partecipazioni superiori a predeterminate *thresholds* del capitale sociale e la dismissione (anche coattiva) delle azioni generalmente eccedenti una soglia dello stesso, con sterilizzazione dei diritti di voto collegati alla parte del pacchetto azionario detenuto eccedente la soglia massima stabilita in statuto.

Dalle scelte di politica legislativa adottate dalla Gran Bretagna si discosta, invece, l'ordinamento francese, nel quale il fenomeno privatizzatore si è manifestato in due ondate distinte, rispettivamente nel 1986<sup>(18)</sup> e nel 1993<sup>(19)</sup>, e si è confrontato con un sistema di riferimento a tal punto

---

mettendo in luce alcuni casi concreti, anche SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power*, *op. cit.*, p. 630 s.

<sup>(18)</sup> Trattasi della *Loi n. 86-793 du 2 juillet 1986 autorisant le Gouvernement à prendre diverses mesures d'ordre économique et social*, sulla quale è infine intervenuta l'*Ordonnance n. 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique*.

<sup>(19)</sup> Trattasi della *Loi n. 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation*, sulla quale è infine

protezionistico da relegare la dismissione in esame alle sole imprese pubbliche operanti in regime di concorrenza.

In particolare, la Francia – che, nella materia *de qua*, dell'Italia appare essere primo «*modello*» – si è dotata di leggi generali sulle privatizzazioni, completate da regolamentazioni di rango secondario (*i.e.* decreti governativi, istitutivi delle azioni specifiche in commento), con un elevato grado di formalizzazione e procedimentalizzazione<sup>(20)</sup> (si pensi solo all'istituzione dell'apposita *Commission des participations et des transferts*) e conseguente natura essenzialmente pubblicistica dei poteri in questione.

In un tale contesto, la tutela degli interessi pubblici è stata assicurata dallo strumento dell'*action spécifique* – in particolare modellato dalla l. 86/912 e aggiornato dalla l. 93/923 – e dall'istituto dei c.d. *noyaux durs*, sostanzialmente inteso a concedere al Ministero dell'economia e delle finanze di identificare, in caso di dismissione di partecipazioni pubbliche, acquirenti selezionati al di fuori del mercato, cui veniva di contro imposto un obbligo di stabilità (*i.e.* intrasferibilità), strumentale ad evitare la parcellizzazione tra piccoli e medi azionisti del capitale sociale di determinate imprese strategiche e conseguente loro perdita di competitività<sup>(21)</sup>.

Impostazione, questa che precede, poi criticata e modificata sul finire degli anni Ottanta del Secolo scorso, quando la l. 89/465 ha dato luogo, da un lato, al fenomeno del c.d. *dénoyautage*, inteso di contro ad affermare il fondamentale principio della libera trasferibilità delle azioni e ha inserito nell'ordinamento francese, dall'altro lato, la necessaria autorizzazione ministeriale ad acquisizioni di azioni delle società dismesse (e, quindi, ormai privatizzate) se superiori alla soglia del 10% del capitale sociale. Il potere in parola, in particolare, era slegato dalla qualifica, anche solo simbolica, di azionista ed era esercitabile entro il 31 dicembre 1992. Limite, questo, tuttavia ritenuto da solo non sufficiente per giustificare un giudizio positivo del nuovo strumento interventista il quale, infatti, veniva superato dalle previsioni della l. 93-923, come anticipato indirizzata a rileggere l'istituto dell'*action spécifique*.

intervenuta l'*Ordonnance n. 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique*.

<sup>(20)</sup> In merito, e per un esame più ampio del processo di dismissione francese, si veda MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Francia*, in Id. (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia. Saggi, leggi e documenti*, Milano, 1995, p. 264 ss. In argomento, si vedano poi GASPARI, *op. cit.*, p. 70 ss.; SCARCHILLO, *Privatizzazioni*, *op. cit.*, p. 52 ss.; TURRINI, *Privatisations et droit communautaire*, in *Revue de droit des affaires internationales*, 1993, 830 ss.

<sup>(21)</sup> Sul tema cfr. BALZARINI, *Privatizzazione delle imprese pubbliche francesi: modalità e procedura d'attuazione*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 944 ss. e SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici*, *op. cit.*, p. 74 ss.

La rivisitazione in oggetto, in particolare, poggiava sulla modifica e sul rafforzamento dei poteri – e, quindi, *a fortiori*, delle conseguenze – dello strumento in oggetto, nello specifico declinati nel (i) potere di gradimento, in capo al Ministero dell'economia, a determinati acquisti sopra soglia, onde addivenire ad una stabilizzazione della compagine societaria ed evitare eventuali scalate straniere; nel (ii) potere di nomina, tramite decreto, di membri nel c.d.a. delle società in questione, tuttavia non dotati di potere di voto, e destinati a divenire «*veri e propri occhi dello Stato*»<sup>(22)</sup>; e nel (iii) veto a operazioni di cessione di attivi se ritenuta lesiva dei citati – sebbene non precisamente definiti – interessi nazionali<sup>(23)</sup>. Nondimeno, rispetto all'assetto del 1986, la riforma del 1993 – che in linea di continuità con la disciplina previgente confermava un preciso apparato sanzionatorio in caso di mancato rispetto delle prerogative sopra dette – portava l'*action spécifique* ad assumere una durata temporale non più predefinita ad una data fissa (i precedenti cinque anni, con conseguente conversione automatica in azione ordinaria), bensì ad un elemento (l'interesse nazionale) che, per quanto indefinito, rendeva l'istituto almeno formalmente non indeterminato.

Si noti che il *framework* appena indicato – che senza dubbio alcuno delineava «*une bizarrerie du droit des sociétés*»<sup>(24)</sup>, per non dire una vera e propria «*mostruosità*»<sup>(25)</sup> – è stato attuato, per la prima volta, in occasione della privatizzazione della *Société nationale Elf-Aquitaine* (in relazione alla quale il *Décret* 93-1298 istitutiva un'azione specifica<sup>(26)</sup>) e, come noto, è stato oggetto di censura da parte della Corte di giustizia per incompatibilità con il diritto comunitario<sup>(27)</sup>.

Sorte, quest'ultima, di contro non toccata all'ordinamento belga, il cui assetto in tema di «*azioni d'oro*» – in quanto riguardante solo alcune società privatizzate operanti nel settore energetico e in estrema sintesi

(22) Espressione, questa, utilizzata da MARTIN e TURRINI, *Privatizzazioni: l'esempio francese*, in *Società*, 1994, p. 1285 ss.

(23) In argomento, si veda la ricostruzione sintetica ma efficace di GASPARI, *op. cit.*, p. 73 ss.

(24) Così DE ROUX, in *Journal Officiel, Ass. Nat.*, 18 juin 1993, p. 2663, indicato anche da SCARCHILLO, *Privatizzazioni*, *op. cit.*, p. 63.

(25) In tali termini CARREAU e TREUHOLD, *Privatisation, droit boursier, et pratiques del marchés*, in *Rev. des sociétés*, 1994, p. 10, indicati anche da SCARCHILLO, *Privatizzazioni*, *op. cit.*, p. 62.

(26) Trattasi del *Décret n° 93-1298 du 13 décembre 1993 instituant une action spécifique de l'Etat dans la Société nationale Elf-Aquitaine*, in merito al quale si veda, tra i tanti, l'inquadramento offerto da GASPARI, *op. cit.*, p. 73 ss.

(27) Con riferimento alla giurisprudenza comunitaria sulle scelte francesi, si vedano, nuovamente, BALLARINO e BELLODI, *op. cit.*, p. 2 ss.; GASPARI, *op. cit.*, p. 73 s.; e SANTONSTASO, *op. cit.*, p. 303 ss.

limitata a concedere *inter alia* al ministro competente il diritto di opporsi a determinate operazioni di cessione e di nominare due propri rappresentanti nei relativi c.d.a., il tutto al fine di garantire l'approvvigionamento minimo di gas naturale in caso di crisi energetica – è stato ritenuto dai giudici europei unico «virtuoso» in quanto puntuale e rispondente ai principi chiave di necessità e proporzionalità.

### 3. *Il quadro di riferimento delle golden shares italiane.*

Nel contesto poc'anzi descritto si innestano, dunque, le *golden shares* italiane, i cui tratti tipizzanti, così come delineati dal menzionato art. 2, d.l. n. 332/94 (conv. con l. n. 474/94), presentano a prima vista alcune affinità al modello francese.

In via preliminare, va precisato che l'esame dei poteri speciali italiani, così come tratteggiati dal 1994 in poi, non può esimersi da una sintetica rassegna di alcune previsioni che, di detti poteri, costituiscono fonte ispiratrice e/o complemento necessario.

In particolare, tanto la disciplina codicistica dell'epoca, quanto altre disposizioni coeve, offrono infatti, all'interprete, gli spunti necessari per comprendere la portata delle «azioni d'oro» italiane. Spunti che, pertanto, non possono che divenire oggetto di una (quantunque sintetica) analisi ricostruttiva introduttiva.

Orbene, con riferimento al codice civile, come già anticipato, alcuni autori hanno individuato «tracce» di poteri speciali negli artt. 2458 c.c. e ss., previgenti alla riforma societaria del 2003<sup>(28)</sup>.

L'art. 2458 c.c., giova ricordare, prevedeva la possibilità che l'atto costitutivo riconoscesse in capo allo Stato o agli enti pubblici proprietari di azioni in una società – ma tale requisito poteva essere superato, in forza dell'art. 2459 c.c. – la facoltà di nominarne uno o più amministratori o sindaci. L'art. 2460 c.c., inoltre, indirizzava la scelta del presidente del collegio sindacale tra i sindaci nominati dallo Stato e l'art. 2461 c.c., infine, confermava l'estensione delle norme in tema di società per azioni anche a quelle, tra queste, ritenute d'interesse nazionale, sebbene nei limiti di compatibilità con le disposizioni delle leggi speciali che stabilivano per tali società una particolare disciplina – e, quindi, una deroga alle disposi-

---

(28) Come noto, dopo la riforma del 2003, le disposizioni in questione sono state trasfuse, *mutatis mutandis*, nella nuova disciplina societaria. Per un'attenta analisi delle disposizioni si vedano GHEZZI e VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 668 ss.

zioni comuni – circa la gestione sociale, la trasferibilità delle azioni, il diritto di voto e la nomina degli amministratori, dei sindaci e dei dirigenti.

Previsione, quest'ultima, ritenuta in dottrina capace di costituire le basi giuridiche per le successive disposizioni in tema di poteri speciali in capo allo Stato, peraltro già in parte accennate in un disegno di legge del 1986, foriero di un primo nucleo di «azioni a diritto privilegiato speciale» (a.d.p.s.)<sup>(29)</sup>.

Sempre in argomento, è poi necessario ricordare talune altre importanti norme, tra le quali svetta l'art. 1, commi 381-384<sup>(30)</sup>, della l. 23 dicembre 2005, n. 266 (legge finanziaria per il 2006), inteso a prevedere quella c.d. «poison pill», fin da subito destinataria di specifiche critiche – sia riferite al caso di specie e relative (i) a profili di efficienza e compatibilità con l'architettura europea<sup>(31)</sup>; sia, ricollegate, più in generale, (ii) a

<sup>(29)</sup> Per un inquadramento, si veda SCARCHILLO, *Privatizzazioni*, op. cit., p. 134.

<sup>(30)</sup> Di seguito riportati per comodità del lettore «381. Al fine di favorire i processi di privatizzazione e la diffusione dell'investimento azionario, gli statuti delle società nelle quali lo Stato detenga una partecipazione rilevante possono prevedere l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, ai sensi dell'articolo 2346, sesto comma, del codice civile, ovvero creare categorie di azioni, ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile, anche a seguito di conversione di parte delle azioni esistenti, che attribuiscono all'assemblea speciale dei relativi titolari il diritto di richiedere l'emissione, a favore dei medesimi, di nuove azioni, anche al valore nominale, o di nuovi strumenti finanziari partecipativi muniti di diritti di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria, nella misura determinata dallo statuto, anche in relazione alla quota di capitale detenuta all'atto dell'attribuzione del diritto. Gli strumenti finanziari e le azioni che attribuiscono i diritti previsti dal presente comma possono essere emessi a titolo gratuito a favore di tutti gli azionisti ovvero, a pagamento, a favore di uno o più azionisti, individuati anche in base all'ammontare della partecipazione detenuta; i criteri per la determinazione del prezzo di emissione sono determinati in via generale con decreto del Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la CONSOB. Tutti gli strumenti finanziari e le azioni di cui al presente comma godono di un diritto limitato di partecipazione agli utili o alla suddivisione dell'attivo residuo in sede di liquidazione e la relativa emissione può essere fatta in deroga all'articolo 2441 del codice civile. 382. Le deliberazioni dell'assemblea che creano le categorie di azioni o di strumenti finanziari di cui al comma 381, nonché quelle di cui al comma 384, non danno diritto al recesso. 383. Le clausole statutarie introdotte ai sensi dei commi 381 e 384 sono modificabili con le maggioranze previste per l'approvazione delle modificazioni statutarie, e sono inefficaci in mancanza di approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari delle azioni o degli strumenti finanziari di cui ai commi da 381 a 384. 384. Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere, con le maggioranze previste per l'approvazione delle modificazioni statutarie, che l'efficacia delle deliberazioni di modifica delle clausole introdotte ai sensi dell'articolo 3 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, dopo il triennio previsto dal comma 3 del citato articolo, sia subordinata all'approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari delle azioni o degli strumenti finanziari di cui al comma 381. In tal caso non si applica il secondo periodo del citato comma 3. A seguito delle modifiche statutarie apportate in esecuzione di quanto disposto ai sensi dei commi da 381 a 383 cessa di avere effetto l'articolo 3 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 33».

<sup>(31)</sup> Evidenzia il profilo SANTONASTASO, *Dalla «golden share» alla «poison pill»: evo-*

profili di vera e propria legittimità e ipotetico abuso<sup>(32)</sup> – ed in estrema sintesi consistente nella possibilità, in caso di offerta pubblica di acquisto ostile riguardante società che annoverino lo Stato quale socio rilevante, di deliberare un aumento di capitale riservato all'azionista pubblico e strumentale all'accrescimento della sua partecipazione, in ottica preliminarmente difensiva rispetto al tentativo di offerta pubblica d'acquisto ostile<sup>(33)</sup> <sup>(34)</sup>.

Rientrando nei perimetri della disciplina delineata nel d.l. n. 332/94, va invece evidenziato il rischio che un'eccessiva attenzione per l'art. 2 della stessa, in tema di poteri speciali, conduca a «*sottovalutare*» le altre previsioni che di tale norma sono parte complementare e necessaria ad un'interpretazione doverosamente sistematica della disciplina.

Tra queste previsioni vi è, ad esempio, l'art. 1, i cui commi 3° e 4° riproponevano, *mutatis mutandis* ed in chiave nostrana, quella finalità di cristallizzazione della compagine sociale che – già evidenziata nell'ordinamento francese in relazione ai *noyaux durs* – si concretizzava in una modalità di trasferimento «*diretta*» del pacchetto azionario già in capo al pubblico a favore di investitori privati selezionati, costituenti un nucleo ritenuto stabile in quanto «*blindato*», tra gli altri, da un duplice sindacato (di voto e di blocco), da un divieto di alienazione delle partecipazioni acquistate, dalla previsione di specifiche penali in caso di inadempimento agli obblighi contrattuali assunti in occasione del trasferimento e, nel caso in cui del nucleo fosse stato parte anche il Ministro del tesoro, da una

*luzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381°-384° comma dell'art. 1 l. 223 dicembre 2005, n. 266, in Giur. comm., 2006, I, p. 383 ss.*

<sup>(32)</sup> In argomento, si veda l'analisi di SANTONASTASO, *op. ult. cit.*, p. 383 ss. Più in generale sul tema si vedano DESANA, *Opa e tecniche di difesa. Dalle misure difensive «successive» a quelle «preventive»*, Milano, 2003; ENRIQUES, *In tema di difese contro le opa ostili: verso assetti proprietari più contendibili o più piramidali*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 108 ss.; ID., *Né con gli scalatori né on i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 657 ss.; ID., *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, I, p. 134 ss.; ID., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2002; MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Torino, 2014; ID., *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche di acquisto di azioni quotate*, Milano, 2004. Su profili di interesse si vedano poi: DAVIES, SCHUSTER e VAN DE WALLE DE GHELCKE, *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?*, in BERNITZ e RINGE, *Company Law and Economic Protectionism.*, *op. cit.*, p. 105 ss.

<sup>(33)</sup> Sul corretto inquadramento della questione, oltre agli autori poc'anzi indicati, è possibile rifarsi anche a: [http://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/05/05\\_cap10\\_scb03.htm](http://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/05/05_cap10_scb03.htm).

<sup>(34)</sup> Sulle altre disposizioni intese alla tutela di società ritenute strategiche si v. GASPARI, *op. cit.*, p. 18 s.

prelazione a favore di quest'ultimo in caso di una cessione da parte di uno degli altri partecipanti.

Un sistema, in altri termini, particolarmente stringente e «costoso» per l'investitore privato acquirente dell'*asset* pubblico.

3.1. Segue: ...e il loro contenuto, tra previsione normativa ed «evoluzione» giurisprudenziale.

Del contenuto delle *golden shares* italiane, e delle relative censure mosse dalla Corte di Giustizia europea, si è discusso molto (e molto bene) in passato<sup>(35)</sup>.

Limitandosi in questa sede a dare atto degli estremi del discorso, va ricordato che, in particolare, il profilo problematico della materia riguardava innanzitutto la legittimità dei poteri di intervento italiani alla luce delle disposizioni fondanti i trattati comunitari ed europei e si traduceva in

---

<sup>(35)</sup> L'argomento è stato oggetto di molteplici interventi dottrinali, tra i quali vanno annoverati, per un primo esame, BALLARINO e BELLODI, *op. cit.*; CÂMARA, *The End of the «Golden » Age of Privatisations? – The Recent ECJ Decisions on Golden Shares*, in *Eur. bus. org. law rev.*, 2002, p. 505 ss.; CARBONE, *Golden Share e fondi sovrani: lo stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale*, in *Dir. comm. int.*, 2009, p. 503 ss.; CAVAZZA, *Golden share, giurisprudenza comunitaria e abrogazione dell'art. 2450 c.c.*, in questa *Rivista*, 2008, p. 1195 ss.; DE VIDO, *op. cit.*; FRENI, *Golden share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi*, in *Giorn. dir. amm.*, 2002, p. 1045 ss.; *Id.*, *Golden Share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto*, in *Giorn. dir. amm.*, 2007, p. 145 ss.; *Id.*, *Golden Share: raggiunta la compatibilità con l'ordinamento comunitario?*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, p. 25 ss.; GALLO, *Corte di giustizia UE, Golden Shares e investimenti sovrani*, in *Dir. comm. int.*, 2013, p. 917 ss.; GAROFOLI, *Golden share e Authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 1998, p. 159 ss.; GASPARI, *op. cit.*; GOBBATO, *Golden share ed approccio uniforme in materia di capitali nella recente giurisprudenza comunitaria*, in *Dir. UE*, 2004, p. 427 ss.; LAMANDINI, *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 5, p. 671 ss.; LOMBARDO, *op. cit.*; LOOIJESTIJN-CLEARIE, *All That Glitters Is Not Gold: European Court of Justice Strikers Down Golden Shares in Two Dutch Companies*, in *Eur. bus. org. law rev.*, 2007, p. 492 ss.; NASCIBENE, *Norme nazionali sulle golden shares e diritto comunitario*, in *Corr. giur.*, 2009, p. 1017 ss.; PATTI, *I diritti speciali dello Stato tra libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, p. 525 ss.; SALERNO, *Golden shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2002, p. 671 ss.; SAN MAURO, *La disciplina della Golden Share dopo la sentenza della Corte di Giustizia C-326/07*, in *Conc. merc.*, 2010, p. 409 ss.; SANTONASTASO, *Dalla «golden share», op. cit. ;* *Id.*, *Impresa, società e poteri pubblici. Una perenne «voglia » di Stato*, Roma, 2018; *Id.*, *La «saga », op. cit.*; SCIPIONE, *op. cit.*; SPATTINI, *op. cit.*; *Id.*, *La «golden share» «all'italiana » finalmente «presa sul serio » dalla Corte di giustizia? La nuova (e forse perplessa) condanna della «Grundnorm » delle privatizzazioni «sostanziali »*, in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 2009, p. 1599 ss.; SQUARATTI, *I limiti imposti dal diritto dell'unione europea all'intervento pubblico nell'economia: la neutralità delle modalità di perseguimento di obiettivi imperativi di interesse generale*, in *Dir. comm. int.*, 2014, p. 1073 ss.

un giudizio tendenzialmente negativo sull'architettura in merito proposta a seguito del processo di privatizzazione italiano.

In particolare, l'art. 2, comma 1°, d.l. n. 332/94, come convertito e modificato dalla l. 474/94, prevedeva che, tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi<sup>(36)</sup>, fossero individuate – con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su proposta del Ministro del tesoro, d'intesa con i Ministri del bilancio e della programmazione economica e dell'industria, del commercio e dell'artigianato, nonché con i Ministri competenti per settore, previa comunicazione alle competenti commissioni parlamentari – quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determinasse la perdita del controllo dovesse essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisse al Ministro del tesoro la titolarità di uno o più (e, quindi, in ipotesi, anche tutti) poteri speciali, da esercitare d'intesa con il Ministro del bilancio e della programmazione economica e con il Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato, tenuto conto degli obiettivi nazionali di politica economica e industriale.

Tali poteri, nel dettaglio, si sostanziavano in tre diverse categorie, da ritenersi tassative<sup>(37)</sup> a fronte della loro specialità (e al fine di salvaguardare, per quanto possibile, le parvenze di uno Stato di diritto!), riguardanti: (i) il gradimento (e cioè il potere di opporsi), da rilasciarsi espressamente (i.a) entro sessanta giorni<sup>(38)</sup>, all'assunzione, da parte dei soggetti nei confronti dei quali opera il limite al possesso azionario di cui all'articolo 3 della medesima previsione, di partecipazioni rilevanti, per tali intendendosi quelle che traducono almeno la ventesima parte del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie o la percentuale minore fissata dal Ministro del tesoro con proprio decreto; ed (i.b) entro sessanta giorni<sup>(39)</sup>, quale condizione di validità, alla conclusione di patti parasociali, nel caso in cui vi fosse rappresentata

---

<sup>(36)</sup> Nonché, come specificato dalla medesima norma alle società controllate, direttamente o indirettamente, da enti pubblici, anche territoriali ed economici, operanti nel settore dei trasporti e degli altri servizi pubblici e individuate con provvedimento dell'ente pubblico partecipante, al quale verranno riservati altresì i poteri speciali in commento. Scelta, questa, non immune da problematicità, come sottolineato, tra i tanti, da SCARCHILLO, *Privatizzazioni*, op. cit., p. 155 s.

<sup>(37)</sup> Concorde, SCARCHILLO, op. ult. cit., p. 152.

<sup>(38)</sup> Da calcolarsi, in questo caso, dalla data della comunicazione che deve essere effettuata dagli amministratori al momento della richiesta di iscrizione nel libro soci.

<sup>(39)</sup> Come precisato dalla norma, ai fini del rilascio del gradimento la Consob avrebbe informato il Ministro del tesoro dei patti e degli accordi rilevanti ai sensi dell'articolo in questione.

almeno la ventesima parte del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la percentuale minore fissata dal Ministro del tesoro con proprio decreto; (ii) il veto all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri di cui alla disciplina in questione, fatti salvi, in questi casi, il diritto di recesso in capo ai soci dissenzienti, *ex art. 2437 c.c.*; e (iii) la nomina di un amministratore o di un numero di amministratori non superiore ad un quarto dei membri del consiglio e di un sindaco<sup>(40)</sup> (così la prima versione della norma).

Come noto, gli elementi problematici dell'impostazione sopra delineata erano molteplici e di portata non ininfluenza.

Tra questi, volendo tralasciare, da un lato, commenti ulteriori circa il «*peccato originale*» consistente nell'attribuzione di «*superpoteri*» a chi, di diritto e di fatto, in via di ipotesi non è neanche azionista delle società in questione – ma d'altronde, come attentamente osservato in dottrina, «*il Legislatore è più forte di qualsiasi categoria logica, può modificarne le antiche, crearne nuove, o abbandonarsi a bizzarre combinazioni*»<sup>(41)</sup> –; e, dall'altro, il fatto che nella previsione normativa in esame non c'è cenno alcuno ad una durata precisamente circostanziata nel tempo degli stessi, vanno almeno evidenziati i seguenti: innanzitutto, e a monte, il meccanismo del silenzio-rigetto; poi, nel mentre, la sterilizzazione dei diritti sociali; infine, e a valle, le conseguenze sanzionatorie nel caso di mancato rispetto della disciplina esposta.

In particolare, se con riferimento al primo profilo, il silenzio-rigetto (infatti poi mutato, nel contesto *post* 2003, in silenzio-assenso, peraltro accompagnato dall'obbligo di motivazione in caso di esercizio del potere di opposizione, in relazione al concreto pregiudizio arrecato dall'operazione agli interessi vitali dello Stato)<sup>(42)</sup> pare comportare una maggiore sottoposizione del «*privato*» al potere pubblico, è in merito al secondo e al

---

<sup>(40)</sup> Nello specifico sull'argomento, si veda SACCO GINEVRI, *La nuova golden share: l'amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 707 ss.

<sup>(41)</sup> Così IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1986, p. 128.

<sup>(42)</sup> In forza della l. 24 dicembre 2003, n. 350, di cui *infra*, *sub* nota 45. Quanto al silenzio rigetto, si ricorda infatti che la prima versione della norma precisava che «*fino al rilascio del gradimento e comunque dopo l'inutile decorso del termine, il cessionario non può esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante. In caso di rifiuto del gradimento o di inutile decorso del termine, il cessionario dovrà cedere le stesse azioni entro un anno*».

terzo punto che vanno registrate le perplessità più ampie, questi disegnando, in estrema sintesi, un sistema in cui, da un lato, (i) – nelle more dei ragionamenti ministeriali – all'azionista privato-cessionario era fatto divieto di esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale; e, dall'altro lato, in caso di mancato gradimento, (ii) scattava, per un verso, (ii.a) l'obbligo di vendita concernente l'intero pacchetto azionario e non già solo le azioni eccedenti la soglia massima fissata; e, per l'altro verso, (ii.b) si manifestava l'inefficacia degli accordi in questione<sup>(43)</sup>, la cui sola presunzione di adempimento avrebbe legittimato l'impugnazione della relativa delibera.

Quanto precede, si noti, da ricollegarsi ad una disposizione ulteriore che – come sopra anticipato, intesa a concedere al Ministero del tesoro il veto circa alcune deliberazioni, tra cui figuravano quelle relative alle modifiche dello statuto intese a sopprimere o modificare i poteri di cui alla disciplina in questione – richiedeva dunque il consenso ministeriale per procedere alla variazione (in teoria si direbbe logicamente limitativa) delle proprie prerogative, peraltro scontrandosi con taluni principi cardine di funzionamento assembleare, tra cui il «maggioritario» nel voto, e l'«uguaglianza» tra azionisti.

A completamento del quadro critico, vanno poi menzionate le censure a più riprese mosse dalla ECJ alla disciplina italiana sopra esposta e nel corso degli anni progressivamente riletta sia da fonti normative di primo grado (quali la l. 23 dicembre 1999, n. 488, legge finanziaria per il 2000<sup>(44)</sup>; e la l. 24 dicembre 2003, n. 350, legge finanziaria per il 2004<sup>(45)</sup>), sia da fonti normative di secondo grado (tra cui i d.p.c.m. 4 maggio 1999<sup>(46)</sup>; 11 febbraio 2000<sup>(47)</sup>; 10 giugno 2004<sup>(48)</sup>; 20 maggio

---

<sup>(43)</sup> Con correlati problemi applicativi, su cui si sofferma con attenzione SCARCHILLO, *Privatizzazioni*, op. cit., p. 159.

<sup>(44)</sup> Il cui articolo confermava le modalità di dismissione delle partecipazioni detenute dallo Stato.

<sup>(45)</sup> In merito al quale cfr. l'art. 4, commi 227 e ss.

<sup>(46)</sup> Recante «*Direttiva per l'esercizio dei poteri speciali del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica in alcune società per azioni ai sensi dell'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474*».

<sup>(47)</sup> Recante «*Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, ai sensi dell'art. 66, comma 4, della legge 23 dicembre 1994, n. 448*».

<sup>(48)</sup> Recante «*Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474*».

2010<sup>(49)</sup> <sup>(50)</sup>) ma di primissima importanza, in un'ottica progressivamente ma non sufficientemente limitatrice del potere pubblico. Censure, in questa sede, e già solo per motivi di spazio, accennate, sebbene centrali per le successive evoluzioni della materia<sup>(51)</sup>.

In particolare, i giudici del Lussemburgo hanno a più riprese – e con distinte sensibilità e sfumature di intensità – evidenziato che l'architettura delle *golden shares* italiane fosse in contrasto con i principi chiave del diritto comunitario, quali sono quelli relativi al diritto di stabilimento, alla libera prestazione di servizi e alla libera circolazione dei capitali.

Nondimeno risultando, la struttura in questione, di incerta delimitazione nonché foriera di un potere discrezionale e spropositato rispetto agli obiettivi perseguiti, oltreché slegato da criteri oggettivi e controllabili e, pertanto, ad esempio disincentivante gli investitori provenienti da altri Stati membri dall'investire o anche solo accrescere la propria partecipazione all'interno di società italiane ritenute strategiche.

Critiche, queste, che nel complesso hanno condotto l'Italia ad operare un'importante rivisitazione «*europaista*» della materia, nello specifico attuata dal d.l. 15 marzo 2012, n. 21, recante norme in tema di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, convertito dalla l. 11 maggio 2012, n. 56, istitutivi del nuovo quadro regolamentare in tema di *golden powers*.

#### 4. Il passaggio dal sistema delle *golden shares* a quello dei *golden powers*. Profili ricostruttivi della materia.

Il d.l. 15 marzo 2012, n. 21 rappresenta dunque il passaggio dal sistema delle *golden shares* a quello dei *golden powers* e, pertanto, l'attuale cornice normativa dei poteri di intervento dello Stato in determinati e rilevanti settori dell'economia nazionale, a prescindere – si badi – dal

---

<sup>(49)</sup> Recante «Modifica al decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 10 giugno 2004, recante "Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'articolo 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474». In argomento, si veda DEMURO, *Un altro tentativo (chirurgico e distratto) di adeguamento all'ordinamento comunitario in materia di esercizio della golden share: il DPCM 20 maggio 2010*, in *Nuovo dir. soc.*, 2010, p. 25 ss.

<sup>(50)</sup> Una buona sintesi, aggiornata, al 2004, è offerta dal dossier di documentazione n. 103, intitolato *Le privatizzazioni in Italia*, preparato dal Servizio Studi - Dipartimento bilancio, della XIV Legislatura, reperibile qui: [http://documenti.camera.it/Leg14/dossier/Te-sti/BI0533.btm#\\_Toc84160595](http://documenti.camera.it/Leg14/dossier/Te-sti/BI0533.btm#_Toc84160595).

<sup>(51)</sup> Per un'attenta analisi dell'impatto giurisprudenziale, si vedano i riferimenti indicati *supra*, *sub* nota 35.

passato pubblicistico, o meno, delle società oggetto d'interesse governativo.

Il provvedimento, oggetto d'attenzione e di importante rivisitazione nel 2019<sup>(52)</sup> oltreché di recente modifica da parte del c.d. Decreto Liquidità, prevede una disciplina specifica – di natura sostanziale e procedurale – intesa a regolare, con maggiore oggettività rispetto a quella previgente, ipotesi e modalità dell'intromissione pubblica in talune dinamiche privatistiche, laddove rapportate a precisi e predeterminati ambiti operativi<sup>(53)</sup>.

Quanto alla struttura, il d.l. in commento segue una bipartizione – o «*doppio binario*»<sup>(54)</sup> – capace di focalizzare alcuni nuclei argomentativi centrali, attorno ai quali costruire la geometria che regge un intervento – quello statale – che, come messo in evidenza dall'ultima Relazione al Parlamento in merito alla materia *de qua*, ha ricadute operative di prima importanza<sup>(55)</sup>.

E così, se all'art. 1 del testo in esame sono affrontati i settori della difesa e della sicurezza nazionale, agli art. 1 *bis* e 2 dello stesso sono invece presi in considerazione, da un lato, i temi, particolarmente attuali, delle reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia «5G»; e, dall'altro lato, i profili attinenti agli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni.

<sup>(52)</sup> Per i riferimenti normativi si confronti l'ampio e analitico indice fornito da DONATIVI, *Golden Powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019, p. 1 ss.

<sup>(53)</sup> Sul punto, *ex multis*, AA.VV., *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, in NAPOLITANO (a cura di), Bologna, 2019, 115 ss.; ALVARO, LAMANDINI, POLICE e TAROLA, *La nuova via della seta*, op. cit.; LAMANDINI, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello Stato: dalla golden share al golden power*, in *Dir. soc. eur. int.*, 2016, p. 107 ss.; DAIDONE, *Il golden power*, in MORBIDELLI (a cura di), *Codice delle società a partecipazione pubblica*, Milano, p. 511 ss. DONATIVI, op. ult. cit.; NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa*, op. cit.; TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 733 ss.; SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers tra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, p. 151 ss.; ID., *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, in *dirittobancario.it*; ID. e SBARBARO, *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in questa *Rivista*, 2013, p. 109 ss.; SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contr. impr./Europa*, 619 ss.

<sup>(54)</sup> Vedi SCARCHILLO, op. ult. cit., p. 653, che richiama CASTELLANETA, *Golden share alla prova del diritto UE*, in [www.marinacastellaneta.it](http://www.marinacastellaneta.it).

<sup>(55)</sup> L'ultima Relazione disponibile, aggiornata al dicembre 2018, concernente l'attività svolta sulla base dei poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, è reperibile qui: [http://www.Governo.it/sites/new.Governo.it/files/GP\\_RelazioneParlamento\\_2018.pdf](http://www.Governo.it/sites/new.Governo.it/files/GP_RelazioneParlamento_2018.pdf).

A livello di ricadute concrete, è utile sottolineare fin da subito che le previsioni di cui si tratta sono state oggetto di attenta ma costante applicazione da parte dell'esecutivo, secondo un rapporto che, come emerge dai dati indicati nei riferimenti di cui in nota, vede maggiormente utilizzati, sebbene in un quadro di crescita generale e diffusa, i poteri speciali relazionati all'art. 1<sup>(56)</sup>.

Tornando alla struttura della norma, va precisato che il testo di legge termina con alcune disposizioni in tema di collaborazione tra autorità amministrative di settore e di coordinamento alla normativa europea dettata dal Regolamento (UE) 2019/452. Profilo, quest'ultimo, di particolare interesse a seguito dell'ampliamento dei poteri – disposto proprio attraverso richiamo al regolamento predetto – avvenuto nel corso della primavera 2020 in forza della disciplina emergenziale.

#### *4.1. I settori della difesa e della sicurezza nazionale (con un cenno in tema di «5G»).*

Con riferimento ai settori della difesa e della sicurezza nazionale, i poteri eventualmente esercitabili dallo Stato a seguito di notifica da parte degli operatori (o anche nell'ipotesi di mancata notifica da parte di questi ultimi e, quindi, d'ufficio<sup>(57)</sup>) e in caso di possibile danno agli interessi nazionali come declinati in questo settore, si sostanziano in tre macro-aree, tra loro distinte e complementari.

Tali macro-aree, più in particolare, vedono l'intervento pubblico manifestarsi, a seconda dei casi, in tre diverse direzioni e così concretizzarsi, rispettivamente:

(i) nell'imposizione di specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici, al controllo delle esportazioni nel caso di acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale;

(ii) nel veto all'adozione di delibere, atti od operazioni dell'assemblea o degli organi di amministrazione di un'impresa di cui al punto (i), aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa o di società controllate, il trasferimento all'estero della sede sociale, la modifica dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'art. 2351, comma 3°, c.c., ovvero introdotte ai sensi dell'art. 3, comma 1°, del d.l. 31 maggio 1994, *s.m.i.*, le cessioni di diritti reali o di utilizzo

<sup>(56)</sup> Tratti dalla Relazione in ultimo citata, p. 70 s.

<sup>(57)</sup> Si veda, in merito, l'art. 1, comma° 8 *bis*, d.l. n. 21/12.

relative a beni materiali o immateriali o l'assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego, anche in ragione della sottoposizione dell'impresa a procedure concorsuali;

(iii) nell'opposizione all'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in un'impresa di cui al punto (i) da parte di un soggetto diverso dallo Stato italiano, enti pubblici italiani o soggetti da questi controllati, qualora l'acquirente venga a detenere, direttamente o indirettamente, anche attraverso acquisizioni successive, per interposta persona o tramite soggetti altrimenti collegati, un livello della partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. A tal fine ritenendosi compresa la partecipazione detenuta da terzi con i quali l'acquirente ha stipulato uno dei patti di cui all'art. 122, t.u.f., ovvero di quelli di cui all'articolo 2341 *bis* c.c.

I *golden powers* che precedono, nello specifico, possono essere attivati solo sulla base di un grave pregiudizio che, se derivante dalle ipotesi di acquisto di cui ai punti (i) e (iii), viene valutato nel rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza, alla luce della potenziale influenza dell'acquirente sulla società – altresì in ragione della partecipazione acquisita – e tenendo conto di determinate condizioni soggettive<sup>(58)</sup> ed oggettive<sup>(59)</sup> allo stesso ricollegate e, in ipotesi di soggetto esterno all'Unione europea, verificate in modo finanche più stringente<sup>(60)</sup>.

<sup>(58)</sup> Quali l'adeguatezza, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione, della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente nonché del progetto industriale, rispetto alla regolare prosecuzione delle attività, al mantenimento del patrimonio tecnologico, anche con riferimento alle attività strategiche chiave, alla sicurezza e alla continuità degli approvvigionamenti, oltre che alla corretta e puntuale esecuzione degli obblighi contrattuali assunti nei confronti di pubbliche amministrazioni, direttamente o indirettamente, dalla società le cui partecipazioni sono oggetto di acquisizione, con specifico riguardo ai rapporti relativi alla difesa nazionale, all'ordine pubblico e alla sicurezza nazionale.

<sup>(59)</sup> Tra cui motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale, desunti dalla natura delle loro alleanze, o hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati.

<sup>(60)</sup> Precisa infatti il comma 3° *bis* dell'art. 1 d.l. n. 21/12 che, laddove l'acquisto delle partecipazioni di cui al comma 1, lettere (a) e (c), sia effettuato da un soggetto esterno all'Unione europea, il Governo può considerare altresì le seguenti circostanze: (i) che l'acquirente sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, compresi organismi statali o forze armate, di un Paese non appartenente all'Unione europea, anche attraverso l'assetto proprietario o finanziamenti consistenti; (ii) che l'acquirente sia stato coinvolto in attività che incidono sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in uno Stato membro dell'Unione europea; (iii) che vi sia un grave rischio che l'acquirente intraprenda attività illegali o criminali. Quanto al piano definitorio, è lo stesso d.l. n. 21/12 a precisare,

Il pregiudizio in questione, se invece connesso alle delibere, agli atti o alle operazioni di cui al punto (ii), è valutato sulla base dell'oggetto di questi ultimi, sulla rilevanza strategica dei beni o delle imprese oggetto di trasferimento, sull'idoneità dell'assetto risultante dalle vicende in esame a garantire l'integrità del sistema di difesa e sicurezza nazionale, la sicurezza delle informazioni relative alla difesa militare, gli interessi internazionali dello Stato, la protezione del territorio nazionale, delle infrastrutture critiche e strategiche e delle frontiere.

Al di là di alcuni aspetti procedurali – a ben vedere denotati da forti somiglianze innanzitutto con la disciplina di cui al t.u.b. (artt. 19 ss.) e precisamente scanditi da un *iter* senza dubbio complesso, ma quantomeno ora inteso ad abbandonare il meccanismo del silenzio diniego<sup>(61)</sup> – sono diversi gli aspetti in merito ai quali la dottrina più attenta ha manifestato, nel tempo, talune condivisibili perplessità.

Queste, in particolare, vanno oltre alcune critiche circa la struttura espositiva adottata dalla norma (e così a quella sensazione di sostanziale «*interruzione*» data da un punto (ii), posto in mezzo a due nuclei – quelli di cui ai punti (i) e (iii) – invece tra loro affini per materia e contenuto) e riguardano, in estrema sintesi, sia il piano terminologico, sia il «*d.n.a.*» dell'intervento pubblico, ancor più se relazionato al veto alle delibere, agli atti e alle operazioni, di cui sopra.

#### 4.1.1. *Alcuni punti di debolezza (o, meglio, di ambiguità) della disciplina.*

Quanto al piano terminologico, ad emergere con nitidezza sono innanzitutto le criticità derivanti dall'estrema genericità di due locuzioni

---

all'art. 2, comma 5° *bis*, che con il termine “*soggetto esterno all'Unione europea*” si intende (i) qualsiasi persona fisica o persona giuridica che non abbia la residenza, la dimora abituale, la sede legale o dell'amministrazione ovvero il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo o che non sia comunque ivi stabilita; (ii) qualsiasi persona giuridica che abbia stabilito la sede legale o dell'amministrazione o il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo, o che sia comunque ivi stabilita, e che risulti controllata, direttamente o indirettamente, da una persona fisica o da una persona giuridica di cui al punto (i); (iii) qualsiasi persona fisica o persona giuridica che abbia stabilito la residenza, la dimora abituale, la sede legale o dell'amministrazione ovvero il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo, o che sia comunque ivi stabilita, qualora sussistano elementi che indichino un comportamento elusivo rispetto all'applicazione della disciplina di cui al presente decreto.

<sup>(61)</sup> Si vedano, sul punto e anche con riferimento alle soglie quantitative il cui superamento comporta l'obbligo di notifica, nonché al profilo sanzionatorio che connota la materia e che non è oggetto specifico del presente approfondimento, l'art. 1, commi 4°, 5° e 6°, d.l. n. 21/12.

adottate dalla norma – quelle di «partecipazione» e di «acquisto» – che, come già correttamente evidenziato, creano talune difficoltà interpretative e, conseguentemente, applicative tra gli operatori.

Più in particolare, ferma restando, per un verso, la necessità di evitare, senza un preciso «*via libera*» in tal senso, il richiamo a concetti analoghi ma utilizzati in altri contesti (si pensi al t.u.f. o al reg. emittenti; o anche solo al codice civile, laddove si volesse porre sulla stessa linea i poteri speciali al «*gradimento*» di cui al diritto societario generale<sup>(62)</sup>) e, per l'altro verso, considerazioni finanche scontate (e cioè che le azioni ordinarie rientrino nel concetto di partecipazione di cui all'obbligo di notifica), è stata oggetto di discussione la ricomprensione nella categoria in esame anche delle partecipazioni prive del diritto di voto e degli strumenti finanziari partecipativi. Nondimeno, la dottrina più attenta ha messo in evidenza le potenziali frizioni tra la disciplina in esame e la ricorrenza, nel caso, di azioni amministrativamente «*potenziate*» e, cioè, a vario titolo e con varie modalità emancipate dal principio «*one share, one vote*». Il problema, in altri termini, ha riguardato e riguarda il perimetro applicativo della disposizione, in particolare con riferimento a quegli strumenti che si discostano dal modello base di azione ordinaria.

Il profilo problematico è complesso e richiede un esame non solo della lettera – bensì anche dello spirito – della previsione. Spirito che, per di più supportato da un percorso interpretativo sistematico (si veda la connessione tra i punti (i) e (iii) e, ancor più, il concetto di «*controllo*» di cui all'art. 2) e teleologico, si ritiene porti quantomeno ad escludere dalla nozione di «partecipazione» le azioni prive di quel diritto di voto che, in ultima analisi, è condizione necessaria all'agire eventualmente lesivo degli interessi nazionali in gioco.

Nondimeno, secondo il medesimo percorso logico – e cioè al fine di massima tutela del bene protetto – andrebbero di contro ricompresi, nella categoria in esame, sia gli strumenti finanziari partecipativi (emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6°, c.c.<sup>(63)</sup>), che consentono un diritto di *voice* in ordine alla gestione della società e nella misura in cui siano dotati di diritto di voto su argomenti sensibili o consentano la nomina di un componente del c.d.a.<sup>(64)</sup>), sia – nel caso di società quotate – la sottoscrizione di

---

(62) Che, tuttavia, presenta caratteri distinti, pur a fronte di una parziale sovrapposizione di funzioni. Sul punto, cfr. DONATIVI, *op. cit.*, p. 151.

(63) TRISCORNIA, *op. ult. cit.*, p. 743.

(64) Cfr., nuovamente, TRISCORNIA, *ibid.*, il quale correttamente evidenzia, a p. 744, come sia «*impensabile che sfuggano al vaglio governativo operazioni di acquisto di partecipazioni di minoranza, come tali prive di diritti diversi dal semplice voto*».

strumenti derivati sul capitale ordinario, potenzialmente «*distorsivi*» dei meccanismi di *corporate governance* <sup>(65)</sup>.

Quanto, infine, alle azioni dotate di un voto potenziato, basti ricordare che ai sensi di legge la valutazione governativa è svolta alla luce della potenziale influenza dell'acquirente sulla società, anche in ragione della entità della partecipazione acquisita. Tale circostanza porterebbe pertanto correttamente ad affermare la centralità, in detto processo valutativo, anche (e ancor più) di azioni a voto maggiorato e a voto plurimo <sup>(66)</sup>, laddove in ipotesi ricorrenti.

Sempre con riferimento al piano interpretativo, vi è poi da notare la scelta terminologica di utilizzare una locuzione estremamente estensiva – «*acquisto a qualsiasi titolo*» – alla quale, talvolta, è finanche preferito il termine a-tecnico <sup>(67)</sup>, diverso ma in questo caso forse ritenuto sinonimo, di «*acquisizione*».

Tale opzione stilistica comporta, come è ovvio, taluni problemi di natura ermeneutica <sup>(68)</sup> che paiono doversi risolvere, nuovamente al fine di tutelare l'interesse superiore protetto dalla norma, nel senso di favorire «*quelle soluzioni (...) che, nel dubbio, estendano, invece che restringere, il campo applicativo delle norme in questione, tutte le volte che la ratio legis giustifichi tale sforzo espansivo e non ricorrano ragioni che ostino a tale estensione (...)*» <sup>(69)</sup>. Estensione, quella che precede, comprensibile e condivisibile sotto un punto di vista teorico, ma di sicuro problematica a livello operativo in quanto comportante un indice di imprecisione della materia e un possibile (e non meglio circostanziabile) sconfinamento della disciplina in questione anche in dinamiche che alla stessa dovrebbero forse rimanere estranee.

In ogni caso, ragionando con la mente protesa al fine che la legge intende realizzare, parrebbe dunque doversi affermare che la vicenda traslativa oggetto di interesse in materia *golden powers* debba pur sempre ricomprendere sia i trasferimenti della titolarità (onerosi o gratuiti, *inter vivos* o *mortis causa*), sia quelli effettuati a titolo di conferimento in natura in società per la sottoscrizione di nuove azioni o di apporto (sempre in natura) in conto capitale o a fondo perduto o a fronte della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi. Il tutto, passando attraverso ad altre ipotesi più (conversione di obbligazioni o strumenti finanziari in azioni od

---

<sup>(65)</sup> V. TRISCORNIA, *op. ult. cit.*, p. 745.

<sup>(66)</sup> Cfr. DONATIVI, *op. cit.*, p. 53 ss.

<sup>(67)</sup> V. TRISCORNIA, *op. ult. cit.*, p. 754.

<sup>(68)</sup> Cfr. TRISCORNIA, *op. ult. cit.*, p. 763.

<sup>(69)</sup> Così DONATIVI, *op. cit.*, p. 56.

operazioni societarie straordinarie) o meno (raccolta di deleghe e diritti reali parziali di godimento) chiare, e facilmente operabili<sup>(70)</sup>.

Con riferimento, infine, al «*d.n.a.*» dell'intervento pubblico, sono necessarie alcune brevissime considerazioni, che in parte vanno a sommarsi a quelle già espresse nelle pagine che precedono, questo traducendosi, come già brillantemente osservato dai commentatori della materia, in un' «*accidentale interferenza nell'applicazione della disciplina societaria nel caso di esigenze collettive contingenti, senza però che ne derivi una sua conformazione e tipizzazione relativamente ai settori rilevanti, come invece avvenuto per le società quotate e quelle operanti nei mercati finanziari*»<sup>(71)</sup>.

In altri termini, pare dunque potersi affermare che l'intervento sotto forma di *golden powers* traduca un'invasione di campo – di sicuro legittimata dall'art. 41 Cost., la cui applicazione dovrebbe tuttavia avvenire con cura e attenzione più ampia – del diritto amministrativo nel diritto societario, del quale si arriva finanche a porre in discussione, proprio nei casi specifici qui in parola, il rapporto tra rischio e controllo, oltretutto i normali e fisiologici *iter* decisionali. Veto da una parte (anche laddove tramutato in richieste di assunzione di nuovi vincoli)<sup>(72)</sup> e opposizione dall'altra parte altro non sono che poteri che conferiscono allo Stato un ruolo di sostanziale *deus ex machina*, il cui intervento avviene infatti al di fuori – e al di là – del microcosmo societario<sup>(73)</sup>.

Quanto precede, con la precisazione, non scontata, che mentre il *deus* di classica memoria come noto costituiva l'elemento risolutore della materia, questo moderno, la «*tragedia*» (o «*tragicommedia*», fatta di innegabili lungaggini burocratiche e penetranti poteri autoritativi) parrebbe proprio essere in grado di scatenarla.

#### 4.1.2. Segue: *la materia del «5G».*

Sempre con riferimento al tema della difesa e della sicurezza nazionale,

<sup>(70)</sup> V. DONATIVI, *op. cit.*, p. 65.

<sup>(71)</sup> Così ARDIZZONE e VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 919 ss.

<sup>(72)</sup> Sul punto, ARDIZZONE e VITALI, *op. cit.*, p. 929.

<sup>(73)</sup> Utile ricordare che, ai sensi dell'art. 1, comma 5°, d.l. n. 21/12, «*in caso di esercizio del potere di opposizione il cessionario non può esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni o quote che rappresentano la partecipazione rilevante, e dovrà cedere le stesse azioni o quote entro un anno. In caso di mancata ottemperanza il tribunale, su richiesta della Presidenza del Consiglio dei Ministri, ordina la vendita delle suddette azioni o quote secondo le procedure di cui all'articolo 2359-ter del codice civile. Le deliberazioni assembleari eventualmente adottate con il voto determinante di tali azioni o quote sono nulle*».

assumono particolare centralità – soprattutto a fare data dal 2019<sup>(74)</sup> – i profili relativi ad una tecnologia, il «5G»<sup>(75)</sup>, che presenta ripercussioni sia in tema di difesa e sicurezza nazionale, sia in tema di comunicazione.

Sul punto, la norma precisa che la stipula di contratti o accordi aventi ad oggetto l'acquisizione, a qualsiasi titolo, di beni o servizi relativi alla progettazione, alla realizzazione, alla manutenzione e alla gestione delle reti inerenti i servizi di cui al comma 1 dell'art. 1 *bis*, ovvero l'acquisizione, a qualsiasi titolo, di componenti ad alta intensità tecnologica funzionali alla predetta realizzazione o gestione, quando posti in essere con soggetti esterni all'Unione europea, è soggetta alla notifica di cui al comma 3 *bis*, al fine dell'eventuale esercizio del potere di veto o dell'imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni. A tal proposito, sono oggetto di valutazione anche gli elementi indicanti la presenza di fattori di vulnerabilità che potrebbero compromettere l'integrità e la sicurezza delle reti e dei dati che vi transitano, compresi quelli individuati sulla base dei principi e delle linee guida elaborate a livello internazionale e dall'Unione europea.

Il tutto, fermo restando che, in sede di prima applicazione delle disposizioni in materia, all'impresa notificante è richiesto di fornire un'informativa completa sui contratti o accordi di cui al primo periodo conclusi entro una certa data e che non sono in corso di esecuzione.

#### 4.2. I settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni.

Anche per quanto attiene ai settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, il d.l. n. 21/12 prevede, in capo all'esecutivo, la possibilità di esprimere – sempre e solo sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori<sup>(76)</sup> – un veto o una vera e propria opposizione ad una possibile vicenda traslativa avente ad oggetto determinati *assets* strategici nazionali.

---

<sup>(74)</sup> Il riferimento, come detto *supra*, è al d.l. 25 marzo 2019, n. 22, recante misure urgenti per assicurare sicurezza, stabilità finanziaria e integrità dei mercati, nonché tutela della salute e della libertà di soggiorno dei cittadini italiani e di quelli del Regno Unito, in caso di recesso di quest'ultimo dall'Unione europea, convertito con modificazioni dalla l. 20 maggio 2019, n. 41 ed *inter alia* indirizzato a prevedere poteri speciali inerenti le reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G.

<sup>(75)</sup> In materia si veda per tutti, di recente, CLARICH, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in *Foreign Direct Investment Screening*, op. cit., p. 115 ss.

<sup>(76)</sup> Ed è proprio a tal fine che il Governo considera, avuto riguardo alla natura dell'operazione, i seguenti criteri: (i) l'esistenza, tenuto conto anche delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale, desunti dalla natura delle loro alleanze, o hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con

In particolare, la norma precisa che attraverso d.p.c.m. può infatti essere espresso il veto alle delibere, agli atti e alle operazioni di cui all'art. 2, commi 2° e 2° *bis* (v. *infra*), che diano luogo ad una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti<sup>(77)</sup>.

In merito, è bene evidenziare innanzitutto la diversità di trattamento intercorrente con la disciplina dettata in tema della difesa e della sicurezza nazionale. Infatti, mentre in questi ultimi settori la legge richiede, per l'esercizio dei *golden powers*, la sola esistenza di una «*minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali*», nei settori di cui a questo paragrafo occorre, altresì, che dall'operazione scaturisca la suddetta «*situazione eccezionale (...)*», risiedendo la *ratio* di tale diverso regime, con tutta evidenza e come già sottolineato in dottrina, nella maggiore rilevanza che la difesa e la sicurezza rivestono nella scala degli interessi essenziali dello Stato. E nel fatto che – altresì a livello storico – tali materie sono sempre state di competenza nazionale e risultano ancora oggi oggetto di minor armonizzazione da parte del legislatore europeo<sup>(78)</sup>.

Quanto al merito della previsione, i commi 2° e 2° *bis*, nello specifico, riguardano due situazioni distinte.

Il primo comma menzionato, infatti, si riferisce a qualsiasi delibera, atto o operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati dal comma 1 dell'articolo in esame<sup>(79)</sup>, e che abbia per effetto

soggetti ad esse comunque collegati; (ii) l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, a garantire: (ii.a) la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti; (ii.b) il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti. Ferma restando, per le operazioni di cui al comma 5 di seguito analizzato, la valutazione, oltre alla minaccia di grave pregiudizio agli interessi di cui al comma 3, anche del pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico.

<sup>(77)</sup> Cfr. art. 3 del d.l. in questione. Quanto al piano procedurale, si veda invece il comma 4 dell'articolo in commento.

<sup>(78)</sup> In tali termini ALVARO, LAMANDINI, POLICE e TAROLA, *op. cit.*, p. 23, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>(79)</sup> Ai sensi del quale «*Con uno o più decreti del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, del Ministro dello sviluppo economico e del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, di concerto con il Ministro dell'interno, con il Ministro degli affari esteri e della cooperazione internazionale e con i Ministri competenti per settore, adottati, anche in deroga all'articolo 17 della legge 23 agosto 1988, n. 400, previo parere delle Commissioni parlamentari competenti, che è reso entro trenta giorni, decorsi i quali i decreti possono comunque essere adottati, sono individuati le reti e gli impianti, ivi compresi quelli necessari ad assicurare l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali, i beni e i rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale nei settori*

modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione, comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento all'estero della sede sociale, la modifica dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'art. 2351, comma 3°, c.c., ovvero introdotte ai sensi dell'art. 3, comma 1°, d.l. n. 332/94 convertito, con modificazioni, dalla l. n. 474/94, come da ultimo modificato dall'articolo 3, d.l. n. 21/12, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia. Nonché le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione concernenti il trasferimento di società controllate che detengono i predetti attivi.

Il secondo comma citato, invece, riguarda qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1 *ter* dell'articolo in esame<sup>(80)</sup>, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi a favore di un soggetto esterno all'Unione europea, di cui al comma 5° *bis*, comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia, il trasferimento di società controllate che detengano i predetti attivi, ovvero che abbia per

---

*dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, nonché la tipologia di atti od operazioni all'interno di un medesimo gruppo ai quali non si applica la disciplina di cui al presente articolo. I decreti di cui al primo periodo sono adottati entro centoventi giorni dalla data di entrata in vigore della presente disposizione e sono aggiornati almeno ogni tre anni».*

<sup>(80)</sup> Il quale precisa come «con uno o più decreti del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, del Ministro dello sviluppo economico e del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, di concerto con il Ministro dell'interno, con il Ministro della difesa, con il Ministro degli affari esteri e della cooperazione internazionale e con i Ministri competenti per settore, adottati anche in deroga all'articolo 17 della legge 23 agosto 1988, n. 400, previo parere delle Commissioni parlamentari competenti, che è reso entro trenta giorni, decorsi i quali i decreti possono comunque essere adottati, sono individuati, ai fini della verifica in ordine alla sussistenza di un pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico, compreso il possibile pregiudizio alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti, i beni e i rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, ulteriori rispetto a quelli individuati nei decreti di cui all'articolo 1, comma 1, e al comma 1 del presente articolo, nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, nonché la tipologia di atti od operazioni all'interno di un medesimo gruppo ai quali non si applica la disciplina di cui al presente articolo. I decreti di cui al primo periodo sono adottati entro centoventi giorni dalla data di entrata in vigore della presente disposizione e sono aggiornati almeno ogni tre anni».

effetto il trasferimento della sede sociale in un Paese non appartenente all'Unione europea.

Oltreché qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del citato comma 1 *ter*, che abbia per effetto il cambiamento della loro destinazione, nonché qualsiasi delibera che abbia ad oggetto la modifica dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società o la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'articolo 2351, comma 3°, c.c., ovvero introdotte ai sensi dell'art. 3, comma 1°, d.l. n. 332/94 convertito, come detto con modificazioni, dalla l. n. 474/94, come da ultimo modificato dall'articolo 3, d.l. n. 21/12.

Al di là di altre questioni di natura procedurale, per le quali si rinvia al testo di legge, e di talune perplessità stilistiche, in merito alle quali si richiamano le osservazioni esposte poc'anzi, è necessario evidenziare che ai sensi del comma 5 dell'articolo in questione: (i) l'acquisto a qualsiasi titolo da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di partecipazioni in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi dei commi 1 e 1 *ter* citati, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 c.c. e del t.u.f., è notificato dall'acquirente entro dieci giorni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, unitamente ad ogni informazione utile alla descrizione generale del progetto di acquisizione, dell'acquirente e del suo ambito di operatività; e (ii) nel computo della partecipazione rilevante si tiene conto della partecipazione detenuta da terzi con cui l'acquirente ha stipulato uno dei patti previsti dall'art. 122, t.u.f., e successive modificazioni, o previsti dall'art. 2341 *bis* c.c.

Disposizioni, queste, che richiedono alcune puntualizzazioni, brevemente riassumibili nei termini seguenti.

*4.2.1. Segue: una parentesi in tema di controllo e patti parasociali. La necessaria interpretazione estensiva delle fattispecie.*

Con riferimento al punto *sub (i)*, a comportare qualche problematicità è il riferimento all'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 c.c. e del t.u.f.

In particolare, come correttamente evidenziato in sede dottrinale, non è chiaro se l'insediamento stabile sia o meno una condizione «autonoma e cumulativa» oppure se venga individuato quale «precondizione»<sup>(81)</sup> del controllo come specificato nel prosieguo.

---

<sup>(81)</sup> In tali termini v. DONATIVI, *op. cit.*, p. 95 ss., cui si rinvia anche per le altre questioni affrontate in questo paragrafo.

Sul punto, fermo restando che, di norma, al controllo consegue l'insediamento e che tecnicamente – e a rigore di legge – sarebbe escluso l'obbligo di notifica in caso di ottenimento di controllo non ricollegato allo stesso, in forza della *ratio legis* pare tuttavia corretto (e anche solo prudente) affermare la portata generale della previsione *de qua* e, dunque, l'obbligo di attivazione della procedura in esame, anche a prescindere dall'effettivo insediamento, la cui dislocazione dovrà in ogni caso essere inserita nel flusso informativo a favore dell'apparato pubblico.

Una soluzione diversa, si aggiunge, potrebbe infatti prestare il fianco ad operazioni diseguate *ad hoc* al fine di comportare l'ottenimento del controllo di realtà strategiche senza detto insediamento e, pertanto, senza l'interessamento – tuttavia necessario – dell'apparato pubblico. Ne consegue, dunque, il carattere tutto sommato autonomo e cumulativo del requisito in parola, la cui mancanza non dovrebbe pertanto esimere gli operatori dall'attivazione della procedura di cui al d.l. in esame.

Seguendo lo stesso percorso argomentativo (ampiamente garantista a favore degli interessi nazionali), e la medesima posizione dottrinale, andrebbe poi risolta la questione interpretativa circa la natura del rinvio attuato dalla norma in commento al codice civile e al t.u.f. In merito, erano sorti dubbi a fronte del diverso tenore letterale della disciplina e di un richiamo da un lato puntuale (all'art. 2359 c.c.) e dall'altro generico (ad un t.u.f. tra le cui previsioni condivisibilmente è stato poi individuato quale approdo naturale l'art. 93<sup>(82)</sup>) a norme terze rispetto al d.l. n. 21/12.

In merito, la diversità di vedute è concreta, così come concreto è uno spazio interpretativo che – come sopra detto al fine di tutela degli interessi protetti dalla norma – andrebbe tuttavia compresso a favore di una concezione che, al di là di sofismi, legga nel rinvio a diverse disposizioni non già l'intento di complicare la materia in più ipotesi operative (ad es. con l'applicazione del solo c.c. alle società chiuse, e del t.u.f. a quelle aperte) bensì, all'opposto, di ricomprendere nella propria sfera d'azione tutti i casi possibili, proprio al fine di sottoporre all'obbligo di notifica ogni operazione sostanzialmente intesa, attraverso al controllo, a «toccare» gli inte-

---

(82) Ai sensi di tale norma, va ricordato, sono ricomprese nella definizione di imprese controllate, oltre a quelle indicate nell'art. 2359, comma 1°, numeri 1 e 2, c.c., anche: le imprese, italiane o estere, su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole; e le imprese, italiane o estere, su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. Fermo restando che, ai fini di quanto sopra, si considerano anche i diritti spettanti a società controllate o esercitati per il tramite di fiduciari o di interposte persone.

ressi nazionali protetti e quindi attivare la soglia d'attenzione dell'esecutivo.

Ricostruzione logica ed interpretativa, questa, che conduce ad affermare la rilevanza nella materia (e così ai fini della notifica) anche del controllo congiunto e di quello indiretto<sup>(83)</sup>, così come – e tornando alle ipotesi di cui all'art. 1, comma 1°, lett. c, della legge – delle partecipazioni acquistate o detenute indirettamente, ad esempio tramite soggetti interposti e «*altrimenti collegati*»<sup>(84)</sup>.

Quanto, infine e sinteticamente, al tema dei patti parasociali – v. *sub* (ii) –, le questioni sono due e riguardano, da un lato e nuovamente, il tenore del doppio richiamo all'art. 122, t.u.f., e successive modificazioni, o all'articolo 2341 *bis* c.c. E, dall'altro, la tipologia di patti da fare rientrare nei perimetri di quelli da computarsi a fronte di un dettato normativo che, come sopra anticipato, tiene conto, nel calcolo della partecipazione rilevante, anche di quella detenuta da terzi con cui l'acquirente ha stipulato gli accordi in oggetto<sup>(85)</sup>.

Entrambe le questioni, sebbene complesse a livello teorico, non possono che trovare, nella prassi – e così già solo per coerenza di impostazione – una soluzione uguale a quella sopra anticipata in merito agli altri profili esaminati: il richiamo generico e non selettivo altro non mira che a ricomprendere nella sfera operativa della norma tutti i patti possibili – da quelli di voto o gestione a quelli di blocco, passando per i patti di consultazione – che pertanto assumono specifica rilevanza nella disciplina *de qua* e di cui in ogni caso bisogna fare piena *disclosure* in fase di notifica<sup>(86)</sup>.

<sup>(83)</sup> Per una introduzione al tema v. CARIELLO, *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, 1997; Id., *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1 ss.; DONATIVI, *I «confini» del controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1996, I, p. 553 ss.; FORMISANI, *Commento sub art. 2359 c.c.*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2017, p. 495 ss.; LAMANDINI, *Il «controllo». Nozioni e «tipo» nella legislazione economica*, Milano, 1995, p. 106 ss.; NOTARI, *La nozione di «controllo» nella disciplina antitrust*, Milano, 1996; MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1 ss.; nonché PAVONE LA ROSA, *Tipologia dei vincoli di controllo e dei gruppi societari*, in COLOMBO e PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1990, p. 600 ss.

<sup>(84)</sup> Questa l'infelice e a-technica espressione utilizzata dall'art. 1, comma 1°, lett. c, d.l. n. 21/12.

<sup>(85)</sup> Ma si ricordi anche che lo stesso art. 1, comma 1°, lett. c, d.l. n. 21/12, ai fini dell'opposizione precisa che considera altresì ricompresa la partecipazione detenuta da terzi con i quali l'acquirente ha stipulato uno dei patti di cui all'articolo 122, t.u.f. ovvero di quelli di cui all'articolo 2341 *bis* c.c. Il problema è, dunque, trasversale.

<sup>(86)</sup> DONATIVI, *Golden powers*, cit., p. 97.

5. I «nuovissimi» golden powers di matrice emergenziale. Premessa.

La materia dei *golden powers*, come noto, è stata oggetto di recente intervento da parte del Decreto Liquidità (d.l. n. 23/20, convertito con modificazioni dalla l. n. 40/20), il cui Capo III reca infatti disposizioni urgenti in materia di esercizio di poteri speciali in settori di rilevanza strategica. La norma è ora in procinto di essere completata da apposito d.p.c.m. che, alla data in cui si scrive, è sottoposto al vaglio della Commissione Bilancio della Camera per il relativo esame.

Il tema dei poteri di intervento dello Stato ha assunto negli ultimi mesi particolare centralità ed è stato «assorbito» dal fiume (in piena) di previsioni emergenziali formulate in risposta alla crisi pandemica Covid-19. Il motivo di detta importanza può essere ricondotto, a parere di chi scrive, ad un duplice ordine di ragioni: il primo, di natura economica, dato dalla necessità di assicurare che, nel suddetto periodo critico, determinati *assets* nazionali, in ipotesi indeboliti, cadessero (e, ancora, cadano) in mani «straniere» e «ostili».

Il secondo, di taglio più politico e forse inteso a riaffermare un (non troppo velato) ritorno dello Stato in dinamiche e settori a questo estranei fino alla primavera 2020.

Quale che sia la motivazione prescelta, il dato oggettivo è che, ad oggi, la normativa in tema di poteri speciali è stata oggetto di una profonda rivisitazione quanti-qualitativa, capace di superare, per portata e grado di invasività, le disposizioni sul punto in vigore e – come anticipato nelle righe che precedono – in ultimo rivisitate nell'autunno 2019.

In particolare, a seguito di un primo esame della questione e al di là delle considerazioni che seguono, a risultare particolarmente interessante nel rinnovamento della materia è la natura tutto sommato ambivalente di un provvedimento che, per un verso e come si vedrà, fa ampio richiamo alle – e cioè attinge a piene mani dalle – più recenti previsioni europee in tema (*in primis* al Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione).

Ma che, per l'altro verso, innalza difese – sebbene (si auspica!) temporanee – anche nei confronti di altri Stati membri, secondo una logica fin quasi patriottica, cui è difficile dare un corretto inquadramento nei tempi moderni, e che più che condurre alla predisposizione di uno «scudo» comune, sembra piuttosto capace di scavare diverse e molteplici trincee, con evidenti possibili conseguenze in punto concorrenzialità (sia economica, sia nell'accezione di «concorrenza tra ordinamenti»).

Quanto precede, ferme restando le difficoltà interpretative già menzionate, nonché un innegabile riposizionamento di un «pubblico» ora dotato, quantunque in determinati settori soltanto, di un ruolo di arbitro ancora più marcato di quanto (già) fosse in precedenza.

Il tema, pur se recente, è già stato oggetto di alcuni commenti da parte della dottrina<sup>(87)</sup> e degli operatori più attenti, questi ultimi in sostanza preoccupati innanzi quella che parrebbe essere una rinnovata forma di «*interventismo*». Per quanto di propria competenza, chi scrive intende offrire un primo e utile inquadramento generale del tema come in ultimo rivisitato, riservandosi, in conclusione, alcune osservazioni di natura critica circa la disciplina in esame.

### 5.1. *Le direttrici della nuova previsione. Lo stato dell'arte.*

Le direttrici della nuova previsione in tema di *golden powers* sono tre e gravitano attorno agli artt. 15, 16 e – indirettamente – 17 del Decreto Liquidità.

In particolare, l'art. 15 riporta specifiche modifiche all'art. 4 *bis*, comma 3°, del d.l. 21 settembre 2019, n. 105, convertito con modificazioni dalla citata l. n. 133/19; l'art. 16 riguarda invece variazioni al d.l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modificazioni dalla l. n. 56/12; mentre l'art. 17 affronta il tema della trasparenza, apportando revisioni all'art. 120, t.u.f.

Il «*trittico*» predisposto dall'esecutivo è, pertanto, particolarmente attento e capace di attuare un rinvigorimento della materia in tutte le sue fasi (dall'obbligo di notifica ai casi di relativa violazione) ed in tutti i suoi aspetti, ivi compresi quelli per certi versi ancillari ed attinenti a determinati obblighi di comunicazione imposti agli operatori.

Nel merito, tutte e tre le previsioni sono meritevoli di annotazioni. Tra queste, tuttavia, è la prima a richiedere un esame più attento, questa comportando l'ampliamento quanti-qualitativo dei poteri speciali di intervento nei settori di rilevanza strategica di cui si è anticipato nelle righe che precedono.

Ed infatti, la norma in esame prevede un doppio intervento inteso da un lato a rafforzare, in via si direbbe generale, il passato approccio alla materia. E indirizzato, dall'altro lato – e al fine di contrastare l'emergenza epidemiologica – a delineare alcune specifiche previsioni (ad oggi) transitorie ed in vigore fino al 31 dicembre 2020.

Quanto al primo profilo, l'articolo in commento, modificando il d.l. n. 105/19, precisa il nuovo perimetro dei settori sottoposti al (pur sempre potenziale) intervento pubblico. La previsione, in particolare, specifica infatti che è soggetto a notifica<sup>(88)</sup> l'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in società che detengono beni e rapporti nei settori di cui all'art.

---

<sup>(87)</sup> Si segnalano, fra i molti, NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa*, cit., e SACCO GINEVRI, *Golden powers e infrastrutture*, op. cit.

<sup>(88)</sup> Cfr., anche per quanto attiene al profilo operativo, il d.l. n. 21/12.

4, par. 1, lett. a), b), c), d) ed e), del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, intendendosi compresi nel settore finanziario i settori creditizio e assicurativo, e, nel settore sanitario, la produzione, l'importazione e la distribuzione all'ingrosso di dispositivi medicali, medico-chirurgici e di protezione individuale.

L'ampliamento dell'ambito entro il quale possono muoversi i *golden powers* è, dunque, evidente, e se da un lato avviene attraverso un richiamo alle materie indicate dal citato regolamento (UE), dall'altro ha il «pregio» di chiarire la ricomprensione, nella materia *de qua*, anche del settore creditizio ed assicurativo. Ambiti, questi, che insieme a quello finanziario sono tuttavia già sottoposti ad un (si spera) attento e penetrante esame delle rispettive autorità di settore, le quali già dovrebbero fungere da garante di una stabilità di sistema che – logicamente – dovrebbe essere uno dei primi interessi nazionali e strategici che l'esecutivo intende perseguire (e in merito, si vedano le critiche di cui *infra*).

Quanto in particolare, alla normativa europea, il regolamento (UE) 2019/452 copre, al proprio art. 4, una molteplicità di settori di importanza primaria: la lista, nello specifico, riguarda (i) le infrastrutture critiche, siano esse fisiche o virtuali, tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie, e le strutture sensibili, nonché gli investimenti in terreni e immobili fondamentali per l'utilizzo di tali infrastrutture (*lett. a*); (ii) le tecnologie critiche e prodotti a duplice uso quali definiti nell'articolo 2, punto 1, del regolamento (CE) n. 428/2009 del Consiglio, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie (*lett. b*); (iii) la sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare (*lett. c*); (iv) l'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni (*lett. d*); o (v) la libertà e il pluralismo dei media (*lett. d*).

L'elenco, in estrema sintesi, offre evidentemente un potenziale *passpartout* all'intervento pubblico, del quale è fin quasi più facile definire le ipotesi di mancata attivazione che quelle di possibile (o, anche solo, dubbio) intervento (in altri termini, con precedenza ai casi di deroga rispetto a quelli ordinari).

E ciò, ancor più a fronte dell'introduzione, avvenuta nelle more della conversione, del settore agroalimentare e siderurgico nel paniere degli ambiti strategici e al fine di perseguire l'ulteriore obiettivo della tutela

del mantenimento dei livelli occupazionali e della produttività nel territorio nazionale<sup>(89)</sup>.

Quanto alle misure temporanee<sup>(90)</sup> alcune altre considerazioni sono necessarie.

Innanzitutto, queste precisano che sono soggetti all'obbligo di notifica<sup>(91)</sup> anche le delibere, gli atti o le operazioni, adottati da un'impresa che detiene beni e rapporti nei citati settori di cui all'art. 4, par. 1, lett. a), b), c), d) ed e), reg. UE 2019/452, intendendosi compresi nel settore finanziario i settori creditizio e assicurativo, nonché le delibere, gli atti o le operazioni individuati con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri di cui al citato articolo 2, comma 1° *ter*, del d.l. n. 21/12 che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità di detti attivi o il cambiamento della loro destinazione.

Secondariamente, è precisato che sono soggetti all'obbligo di notifica, laddove si tratti di beni e rapporti di cui all'art. 2, comma 1°, d.l. n. 21/12, nonché di beni e rapporti nei settori indicati alla lettera a), ovvero successivamente individuati, anche gli acquisti a qualsiasi titolo di partecipazioni, da parte di soggetti esteri, quantunque appartenenti all'Unione europea, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'art. 2359 c.c. e del t.u.f., nonché gli acquisti di partecipazioni, da parte di soggetti esteri non appartenenti all'Unione europea, che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10%, tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute, quando il valore complessivo, dell'investimento sia pari o superiore a un milione di euro, e sono altresì notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50% del capitale.

Previsione, quest'ultima che presenta alcune peculiarità (quale l'ampliamento della disciplina anche a Paesi europei, seppur a livello temporaneo) e qualche perplessità terminologica (i problemi già evidenziati in precedenza, infatti, permangono) e interpretativa (ad es. circa il controllo indiretto) di discreta rilevanza teorica e operativa.

Un cenno, infine, va all'art. 16 e all'art. 17 della norma in esame.

In particolare, mentre il primo, in modifica al d.l. n. 21/12, ridisegna parzialmente l'*iter* da seguire in caso di violazione dell'obbligo di notifica, così confermando il carattere esterno e, per certi aspetti, autoritativo, di

---

<sup>(89)</sup> Cfr. *infra* art. 17 Decreto Liquidità.

<sup>(90)</sup> Cfr. i termini del Decreto Liquidità, ad oggi fissati al 31 dicembre 2020.

<sup>(91)</sup> Cfr., anche per quanto attiene al profilo operativo, il d.l. n. 21/12.

una procedura infine attivabile d'ufficio, l'art. 17 incrementa il tasso di trasparenza sui mercati<sup>(92)</sup>, precisando che la Consob può, con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, prevedere, per un limitato periodo di tempo, in aggiunta alle soglie indicate nel primo periodo del presente comma un «tetto» del 5 per cento per società ad azionariato particolarmente diffuso.

Possibilità, questa, che l'Autorità ha sfruttato, sebbene in via temporanea, con le delibere n. 21326<sup>(93)</sup> e n. 21327<sup>(94)</sup> del 9 aprile 2020.

---

(92) In quanto strumentale ad una disciplina *latu sensu* «anti-scalata». Così SACCO GINEVRI, *op. ult. cit.* Per un'ampia disamina circa gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120, t.u.f. si vedano, nella dottrina che più di recente ha approfondito l'argomento, ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020, p. 476 ss.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018, p. 303 ss.; CORRADI, *sub art. 120*, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. – Decreto legislativo 25 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, Torino, 2012, p. 1243 ss. Poi, nella dottrina più risalente (ma in gran parte ancora attuale e feconda di spunti di riflessione), CAMPOBASSO, *sub art. 120*, in CAMPOBASSO (diretto da), *Commentario al Tuf*, Torino, 2002, p. 979 ss.; LIBONATI, *Gli assetti proprietari: contendibilità del controllo e regolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, p. 3 ss.; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI e SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 683 ss.; FUMAGALLI, *Le partecipazioni rilevanti e reciproche e i patti parasociali*, in DI NOIA e RAZZANTE (a cura di), *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, Padova, 1999, p. 430 ss.; BERTOLOTTI, *Artt. 120 e 121*, in *Giur. it.*, 1998, I, p. 1573 ss.; GIANNELLI, *Art. 120 e 121 del TUF*, in MARCHETTI e BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza DL 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, tomo I, Milano, 1999, p. 772 ss.; MAVIGLIA, *sub art. 120*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, p. 640 ss.; SALAFIA, *Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, in *Società*, 1998, p. 562 ss.; SBISÀ, *sub art. 120*, in ALPA e CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico in materia di intermediazione finanziaria*, tomo II, Padova, 1998, p. 1115 ss.; SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche dopo la legge 281/1985*, in *Tratt. Rescigno*, XXII, 1991, p. 521 ss. Nonché, in corso di pubblicazione e consultato su gentile concessione dell'autore, PETRUZZI, *sub art. 120*, in CALANDRA BUONAURO (diretto da), *Commentario breve al testo unico della finanza*, Padova, 2020. Per uno sguardo comparato in tema di disposizioni «anti-scorrerie», nell'ambito dell'ordinamento americano, francese e tedesco, si vedano rispettivamente: BEBCHUCK, JACKSON, *The Law and Economics of Blockholders Disclosure*, in *Harvard Business Law Review*, 2012, p. 39 ss.; MAISON BLANCHE, BARAT, *La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de detentions temporaire avant tenue des assembles: réflexions préliminaires*, in *Revue trimestrielle de Droit Financier*, 2011, p. 80 ss.; FLEISCHER, SCHMOLKE, *The Reform of the Transparency Directive: Minimum of full Harmonisation of Ownership Disclosure?*, in *EBOR*, 2011, p. 121 ss.

(93) V. <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2020/d21326.htm>.

(94) V. <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2020/d21327.htm>.

### 5.2. *Pregi e limiti dell'attuale impostazione.*

L'estrema attualità delle previsioni in esame – in gran parte ancora inesplorate dalla dottrina – non consente, ad oggi, particolari e più puntuali apprezzamenti, innanzitutto ricollegati alle ricadute pratiche delle nuove norme.

Tuttavia, a fronte dell'esposizione che precede, paiono necessarie alcune osservazioni critiche che – al di là e sommandosi alle perplessità già evidenziate nel corso del testo – mirano a mettere in luce i primi punti di forza e di debolezza dei nuovissimi poteri speciali in capo allo Stato italiano.

Partendo dagli elementi migliorativi rispetto alla disciplina previgente, vanno *in primis* evidenziate, da un lato, la volontà di procedere sul solco tracciato dalla normativa europea e, dall'altro lato (e dal punto di vista della protezione pubblica), la decisione di includere, nel novero delle infrastrutture finanziarie, le società bancarie e assicurative. Un terzo aspetto positivo è, poi, fornito, dalla lettura combinata del Decreto Liquidità e del relativo d.p.c.m. attuativo, ora al vaglio della Commissione bilancio della Camera dei deputati.

Quanto al primo profilo, il *benchmark* dato dal regolamento (UE) 2019/452 e – a monte – dalla Comunicazione della Commissione europea del 26 marzo 2020<sup>(95)</sup> – di sicuro offre un certo grado di conforto circa la tenuta delle scelte adottate dall'esecutivo italiano (anche e soprattutto con riferimento alla compressione di alcune libertà fondanti l'architettura europea), fermo rimanendo, tuttavia, il carattere si ritiene diverso di una norma comunitaria che intende semmai portare alla creazione di meccanismi comuni di difesa verso Paesi terzi piuttosto che legittimare soluzioni nazionali intese ad erigere barriere anche tra Stati membri<sup>(96)</sup>.

Con riferimento al secondo punto, invece, l'aspetto migliorativo risiede nella attuale maggiore chiarezza della norma, capace ora di fugare alcuni dei dubbi in merito sorti e già evidenziati dalla dottrina più attenta con riferimento alla precedente formulazione<sup>(97)</sup>.

---

<sup>(95)</sup> Trattasi della Comunicazione recante Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento (UE) 2019/452 (regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti).

<sup>(96)</sup> Ed infatti forse maggiormente rivolto ad instaurare una linea difensiva comune verso terzi, come emergerebbe anche dal Considerando n. 16, ai sensi del quale «*È opportuno istituire un meccanismo che consenta agli Stati membri di cooperare e di assistersi reciprocamente qualora un investimento estero diretto in uno Stato membro possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in altri Stati membri*».

<sup>(97)</sup> In particolare, sull'argomento, v. gli ampi approfondimenti di ALVARO, LAMANDINI, POLICE e TAROLA, *op. cit.*, *passim*.

Tale inserimento, nello specifico, risulta in linea con il posizionamento di sistema dei settori in oggetto, pur presentando alcune criticità di innegabile importanza pratica, quale è quella di addivenire ad efficienti e snelle forme di dialogo tra *authority* di settore, onde evitare pericolose sovrapposizioni di competenze, a loro volta comportanti la creazione di un complicato *puzzle* interpretativo, foriero di un inadeguato numero di notifiche ed obblighi comunicativi.

In altri termini, fermo restando che il quadro normativo e di vigilanza che riguarda le strutture finanziarie – e così anche banche e assicurazioni – sembra già orientato a perseguire obiettivi vicini a quelli che ispirano le norme in tema di controllo sugli investimenti e *golden powers*, emerge con evidenza e ancor più a fronte dell'attuale quadro di riferimento il problema di coordinamento nel rapporto tra vigilanza prudenziale e normativa ora in esame, questo comportando la necessità di addivenire a precisi protocolli di intesa inter-istituzionali<sup>(98)</sup>, capaci di delineare, con chiarezza, i rispettivi ambiti di operatività.

La considerazione sopra esposta, si aggiunge, assumerebbe ancora maggiore rilevanza a fronte della previsione con cui il Decreto Liquidità (ma anche, e con toni simili, il suo d.p.c.m. d'attuazione) precisa che, fermo restando l'obbligo di notifica «*i poteri speciali di cui all'articolo 2 del decreto-legge n. 21 del 2012 relativi a società che detengono beni e rapporti nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettere a), b), c), d) e e) del regolamento (UE) 2019/452, intendendosi compresi nel settore finanziario i settori creditizio e assicurativo, si applicano nella misura in cui la tutela degli interessi essenziali dello Stato, ovvero la tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico, previsti dal medesimo articolo 2, non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore*». Regolamentazione di settore che però, giova ripetere, mira *in primis* ad altri obiettivi se si vuole limitrofi ma non sovrapponibili a quelli perseguiti dalla disciplina in tema di *golden powers*, con conseguente rischio di un'applicazione in ogni caso estremamente diffusa (in quanto anche solo precauzionale) delle notifiche in esame.

Con riferimento, poi, al terzo elemento apprezzabile, vi è da menzionare l'attenzione con cui il d.p.c.m. attuativo della disciplina in esame precisa l'esclusione, dall'applicazione dei poteri di intervento di cui al medesimo articolo 2, delle tipologie di atti e operazioni posti in essere all'interno di un medesimo gruppo (e su questo v. anche il d.l. n. 21/12)

---

<sup>(98)</sup> Così ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit., p. 110 ss.

riguardanti fusioni, scissioni, incorporazioni, ovvero cessioni, anche di quote di partecipazione, trasferimento della sede sociale in un Paese non appartenente all'Unione europea, mutamento dell'oggetto sociale, scioglimento della società o modifica di clausole statutarie adottate ai sensi dell'art. 2351, comma 3°, c.c., ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1°, del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, o infine costituzione o cessione di diritti reali o di utilizzo relativi a beni materiali o immateriali o assunzione di vincoli che ne condizionano l'impiego, anche in ragione della sottoposizione dell'impresa a procedure concorsuali.

Il tutto, si noti bene, pur sempre confermandosi l'obbligo di notifica, che è preliminare ad una valutazione circa l'operazione infragruppo.

Valutazione che viene ben circostanziata nella relazione a detto art. 13, dove è sottolineato che le esclusioni relative alle operazioni infragruppo sopra descritte non si applicano in presenza di elementi informativi circa la minaccia di un grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti, ovvero un pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico.

Questo minando, a ben vedere, l'oggettività dell'esclusione che pertanto è solo «*di massima*» e che comunque, ad oggi, è relegata nei confini di un d.p.c.m.

Quanto, conclusivamente, ad un ulteriore profilo critico, non si può che dare atto in questa sede di alcune attente osservazioni indirizzate alla norma da parte della dottrina più attenta. Il punto, in particolare, riguarda la possibilità di ricomprendere o meno – a fronte dell'ampiezza delle previsioni normative sopra dette – i c.d. *non performing loans* (ma il tema può ben riguardare anche i *loans* che sono *performing*) nei perimetri che delimitano l'*hortus conclusus* delle materie sottoposte alla rinnovata disciplina in tema di poteri speciali dello Stato. Come recentemente (e correttamente) osservato, infatti, a fronte dell'ampia scelta terminologica adottata dall'art. 15, d.l. n. 23/20, fino al 31 dicembre 2020 potrebbero rientrare nell'area di intervento dei *golden powers* anche le delibere adottate da banche che, aventi ad oggetto la cessione di crediti, titoli o altri attivi finanziari, avrebbero come effetto diretto la modifica della titolarità giuridica di attivi della banca.

Tuttavia, la rilevanza di tali decisioni – che spesso trovano applicazione anche per il tramite di operazioni di cartolarizzazione – nell'ottica delle misure di cui al Decreto Liquidità andrebbe ponderata con attenzione e, in quanto di solito rientrante in una normale operatività dell'istituto, auspicabilmente limitata ai soli casi in cui detti crediti non fossero convertiti in partecipazioni atte a influire sul controllo di tali imprese. In conclusione,

solo in quest'ultimo caso, con la conversione in capitale, la disciplina *golden power* si applicherebbe al momento dell'ingresso dell'*ex* creditore nel capitale dell'impresa<sup>(99)</sup>, questa essendo la *ratio* ispiratrice dei poteri di intervento riconosciuti, in ultimo, allo Stato italiano.

Il margine di discrezionalità interpretativa andrebbe, tuttavia, ridotto al minimo, attraverso la riconduzione delle locuzioni utilizzate dalla norma ad una terminologia certa e oggettiva.

#### 6. Una breve annotazione conclusiva.

Le considerazioni che precedono permettono di addivenire ad alcune osservazioni conclusive, di carattere vuoi generale vuoi particolare, schematicamente riassumibili come segue.

Innanzitutto, da un'analisi sistematica e storica della materia, emerge una gattopardiana sensazione di *déjà vu* rispetto a dinamiche ormai tramontate da quasi un trentennio che, pur a fronte di continui supposti rinnovamenti, si rafforza ancor più laddove rapportata al recente incremento di intensità dei poteri speciali in capo allo Stato italiano.

La normativa interna in tema di *golden powers*, va sottolineato, presenta caratteri distinti e aspetti di notevole miglioramento rispetto a quella precedentemente dettata con riferimento alle *golden shares*.

Tuttavia, la stessa continua (o ritorna) a rappresentare un innegabile «*peso*» del pubblico su determinati operatori – quelli dei settori strategici – che, invero, non per forza dall'intervento dello Stato in questione sono destinati a ottenere benefici maggiori rispetto, ad esempio, a quelli derivanti dall'operazione che detto intervento potrebbe bloccare o già solo rendere più complessa (con evidente aggravio di costi e, a monte, probabile perdita di appetibilità del sistema Paese sui mercati internazionali, traduttiva di una sostanziale eterogenesi dei fini di una normativa emergenziale anche intesa al rilancio del nostro sistema economico-produttivo).

In altri termini, ammesso e non concesso che, in determinati casi, interesse nazionale e interesse sociale possano anche combaciare – ma l'ipotesi è tutta da verificare, ancor più a fronte del carattere complesso ed in continua evoluzione di tale ultimo concetto<sup>(100)</sup> –, è innegabile che

---

<sup>(99)</sup> In merito cfr. CONSOLI e NAPOLITANO, *Attivi ma non critici: perché il golden power non può applicarsi agli Npl*, reperibile su <https://www.ilssole24ore.com/art/attivi-ma-non-critici-perche-golden-power-non-puo-applicarsi-npl-ADCo0FW>.

<sup>(100)</sup> Sul rapporto tra disciplina «speciale» ed interesse sociale cfr. SANTONASTASO, *La «saga»*, cit., p. 353 ss.; e SCARCHILLO, *Privatizzazioni*, op. cit., p. 163. Per un'analisi del tema «carsico» dell'interesse sociale cfr., per tutti, COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 699 ss.; JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964; e ID., *L'interesse sociale (quarant'anni dopo)*, in

la citata interferenza pubblica (forse frutto di una rincorsa iniziata già ai tempi delle privatizzazioni) stia prendendo particolare e progressiva importanza nelle righe della disciplina emergenziale *post* Covid-19, trovando peraltro conferma, sempre per rimanere nella disciplina emergenziale, in altri decreti legge, nelle cui previsioni è prospettato, ad esempio, un concreto rinvigorimento dell'operatività di Cassa depositi e prestiti S.p.A. e una rilettura della disciplina degli aiuti di Stato.

Detto rinvigorimento è notevole e – sebbene calato in un quadro di tempo limitato – a ben vedere risulta traduttivo anche di una sorta di non meglio definita diffidenza nei confronti di altri Paesi europei, rientranti, come detto, nell'ambito di operatività della legge.

Quanto al piano particolare, ferme restando le osservazioni di cui alle pagine che precedono, va evidenziato come le previsioni da poco varate, pur in parte apprezzabili per alcuni aspetti (ma criticabili, anche solo per una questione di impostazione, per molti altri), non risultano in grado di risolvere quei dubbi – innanzitutto ermeneutici – di cui alla cornice normativa all'interno della quale la nuova disciplina si inserisce.

L'utilizzo talvolta pericolosamente a-tecnico della terminologia, pur se «compensato» da percorsi logico-interpretativi volti a sminuirne la portata al fine di «fare salvo» il senso della legge, rischia infatti di minare alle fondamenta quel principio cardine di chiarezza delle regole che, proprio in una materia quale è quella in oggetto – tutta incentrata sulla necessità di

---

*Giur. comm.*, 2000, I, p. 795 ss. Si vedano poi, *ex multis*, AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stake-holders*. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, *Atti del Convegno*, Milano, 9 ottobre 2009; ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, p. 573 ss.; ASCARELLI, Note minime sull' 'interesse sociale', in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 255 ss.; ID., *L'interesse sociale dell'art. 2441 c.c. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 93 ss.; ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2012; ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Scritti*, III, Padova, 1961, p. 221 ss.; D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i "battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988, V, c. 48; DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 480 ss.; GAMBINO, *Il principio di correttezza nelle società per azioni*, Milano, 1987; LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco DENOZZA, in difesa dell' "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 669 ss.; Mignoli, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 725 ss.; MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in AA.VV., *Studi in onore di Francesco Messineo*, Milano, 1959, p. 373 ss.; MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 303 ss.; OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e le società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, pp. 477 e 478; PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in COLOMBO e PORTALE (diretto da), *Trattato delle Società per Azioni*, Torino, 1993, p. 16 ss.; e ID., *L' "abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, p. 83 ss.

trovare confini chiari e precisi e di limitare al minimo indispensabile le «*invasioni di campo*» –, è chiave di volta.

Un eccessivo atteggiamento «*giustificatorio*» e precauzionale nei confronti di norme a tratti finanche imprecise diverrebbe, in altre parole, «*ingiustificato*». E ciò, ancor più tenendo presenti i problemi che da tale approccio derivano non già solo sul piano teorico, ma anche e soprattutto a livello pratico, laddove un tale comportamento – anche se consigliabile – presenta innegabilmente la seria controindicazione di fare ricadere sui *players* (strategici) il peso di un *framework* normativo che, di fatto composto da fonti di ogni natura e grado, risulta particolarmente complesso e, a parere di chi scrive, potenzialmente inefficiente e di difficile lettura, in particolare se relazionato alle già complicate procedure che orientano e regolano i settori vigilati.

Quanto, infine, alle prospettive future, vi è da chiedersi se l'attuale stato delle cose, in quanto poggiante su problematiche legate al Covid-19, venga meno una volta terminata la crisi in essere.

L'auspicio è, di sicuro, che l'irrigidimento dell'intervento statale in dinamiche di mercato possa a breve venire riletto a favore di un sistema più armonioso e ri-bilanciato a tutela di quei soggetti – i «*privati*» – che del mercato sono storicamente gli attori principali.

Ma, come noto, in Italia le regole provvisorie sono spesso destinate ad assumere carattere definitivo. Motivo, questo, per cui nel mentre di ulteriori sviluppi, è bene continuare ad approfondire la materia, almeno al fine di agevolare l'applicazione pratica della legge.