



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Diritto Commerciale

L' ISTITUTO DEI *GOLDEN POWERS* NELLA
CORPORATE GOVERNANCE DELLE
SOCIETÀ.

Gli strumenti di controllo degli investimenti esteri
diretti tra ordinamenti nazionali e diritto
dell' Unione europea.

RELATORE

Chiar.mo Prof. Vincenzo Donativi

CANDIDATO

Vieri Cecchetti
Matr. 222411

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

INDICE

<i>Prefazione</i>	p. IV
-------------------------	-------

CAPITOLO I

MODELLI DI DIRITTO COMPARATO: ORIGINE ED EVOLUZIONE DELL'ISTITUTO DELLA *GOLDEN SHARE* NEL REGNO UNITO E DELL'ISTITUTO DELL'*ACTION SPÉCIFIQUE* IN FRANCIA.

1. – Le ragioni e l'utilità della prospettiva comparatistica	p. 1
2. – Il modello dell'ordinamento britannico	p. 5
2.1. – Le due tipologie della <i>Built in majority</i> e della <i>Relevant person</i>	p. 10
2.2. – La <i>British Airport Authority</i> e la sentenza della Corte di Giustizia Europea del 13 maggio 2003, in causa C-98/01: <i>Commissione</i> <i>c. Regno Unito</i>	p. 13
2.3. – Prospettive di riforma	p. 16
3. – Il modello dell'ordinamento francese	p. 20
3.1. – Origine, obiettivi e modalità applicative dell' <i>Action Spécifique</i>	p. 27
3.2. – La sentenza della Corte di Giustizia Europea del 4 giugno 2002, in causa C-483/99: <i>Commissione c. Repubblica francese</i>	p. 30
3.3 – Il decreto Alstom e la riforma del 2014	p. 33

CAPITOLO II

I POTERI SPECIALI NELL'EVOLUZIONE DEL DIRITTO SOCIETARIO ITALIANO

1. – Dallo Stato imprenditore allo Stato regolatore	p. 39
2. – L'origine dell'istituto della <i>Golden Share</i> nell'ordinamento italiano...	p. 49

3. – Dalla <i>Golden Share</i> ai <i>Golden Powers</i> : l’evoluzione della disciplina italiana sul controllo degli investimenti esteri diretti	p. 55
4. – I poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale	p. 60
5. – I poteri speciali nei settori dell’energia, dei trasporti, delle comunicazioni e ad alta intensità tecnologica	p. 64
6. – Le modifiche introdotte dal “ <i>Decreto Liquidità</i> ” (Decreto legge 8 aprile 2020, n. 23)	p. 66

CAPITOLO III

I *GOLDEN POWERS* E IL DIRITTO DELL’UNIONE EUROPEA: DALLA GARANZIA DI “COMPATIBILITÀ/TOLLERANZA” DEI DIRITTI NAZIONALI ALLA PROSPETTIVA DI UNA CORNICE NORMATIVA COMUNE DI LIVELLO EUROPEO

1. – Il ruolo della Commissione e della Corte di Giustizia dell’Unione europea sulla <i>corporate governance</i> delle società	p. 74
1.1. – La Comunicazione della Commissione europea 97/C220/06 e la giurisprudenza della Corte di Giustizia UE	p. 79
1.2. – Un modello di <i>golden powers</i> compatibile con il diritto UE	p. 89
2. – Il Regolamento europeo n. 2019/452 e le possibili prospettive future	p. 92
<i>Considerazioni conclusive</i>	p. 103
<i>Nota bibliografica</i>	p. 112

PREFAZIONE

L'esigenza di affrontare, attraverso uno studio che coinvolge una pluralità di discipline, il complesso equilibrio che sussiste fra investimenti esteri diretti e interessi nazionali strategici, nasce dalla presa di coscienza che, alla luce degli sviluppi del contesto macroeconomico internazionale degli ultimi anni, parlare esclusivamente di strumenti di diritto societario, quali le *Golden Shares*, che attribuiscono alcuni poteri speciali agli Esecutivi nazionali, volti a perseguire obiettivi di influenza sulla *governance* delle società considerate strategiche, appare riduttivo, oltreché non corretto.

Il dibattito concernente il ruolo che i poteri pubblici debbano assumere all'interno dei sistemi economici ha radici lontane nel tempo, nonostante che esso sia tornato attuale nell'ambito dei recenti negoziati che hanno coinvolto le istituzioni dell'Unione europea e gli Stati membri, con riguardo alla necessità di fornire una risposta comune a fronte degli effetti negativi sull'economia eurounitaria della "guerra dei dazi", fra Stati Uniti e Repubblica popolare cinese, nonché, ancor più recentemente, della pandemia da Covid-19.

Fermo restando che, anche allo stato attuale, vi è ancora chi nega qualunque tipologia di beneficio derivante dall'intervento dello Stato nell'Economia, la storia dimostra, attraverso alcune vicende particolarmente emblematiche, come, soprattutto a partire dal fallimento del modello di economia collettivista, l'obiettivo primario di molti ordinamenti occidentali sia stato quello di raggiungere il perfetto compromesso fra i benefici di un'economia privatizzata e il mantenimento di alcune forme di controllo pubblico, di cui permarrebbe comunque una qualche utilità/opportunità al fine di correggere gli eventuali fallimenti del mercato.

In questo contesto, il primo capitolo dell'elaborato è dedicato all'analisi dei due strumenti di diritto societario, la *Golden Share* nell'ordinamento britannico e *l'action spécifique* nell'ordinamento francese, che per primi, in Europa, hanno

inteso derogare, seppur parzialmente, alle regole generali del diritto comune, attribuendo ai rispettivi Esecutivi alcuni poteri speciali in materia di diritto societario che riservavano loro una posizione di forza all'interno dei luoghi decisionali delle società interessate, posizione non giustificata dal rischio assunto mediante la partecipazione diretta al capitale.

Nonostante che gli effetti distorsivi delle azioni speciali si siano scontrati fin da subito con le posizioni contrarie delle istituzioni europee, impegnate a difendere, con ogni mezzo, i principi del mercato unico, tali strumenti sono stati diffusamente considerati utili a regolare i processi di privatizzazione e perciò sono stati progressivamente introdotti anche in altri ordinamenti, fra cui quello italiano.

Al secondo capitolo dell'elaborato, pertanto, è affidata la trattazione puntuale dell'evoluzione della normativa del nostro Paese sul controllo pubblico degli investimenti esteri diretti, a partire dal primo decreto istitutivo della *Golden Share* italiana, il decreto legge n. 332 del 1994, fino ad arrivare al decreto legge n. 21 del 2012, che ha introdotto lo strumento innovativo dei *golden powers*, attraverso il quale il legislatore italiano ha dichiaratamente inteso tutelare gli interessi essenziali dello Stato nei settori strategici, consentendo l'esercizio in concreto di tali poteri a prescindere da qualsiasi partecipazione statale detenuta, anche in passato.

Una particolare attenzione è dedicata poi, a conclusione del capitolo, alle modifiche introdotte dal recentissimo decreto legge 8 aprile 2020, n. 23, meglio conosciuto come "*Decreto liquidità*", attraverso il quale è stato esteso il perimetro di applicazione dei *golden powers*, sottoponendo al vaglio del Governo, mediante una disciplina transitoria ed espressamente limitata nel tempo, anche gli eventuali investitori esteri provenienti dai Paesi UE. Ciò a dimostrazione del fatto che, in periodi di crisi, i meccanismi protezionistici, messi in atto dagli Stati nazionali, tendono, inevitabilmente, a rafforzarsi e, per tale ragione, anche la disciplina dei poteri speciali in materia di diritto societario può assumere viepiù il ruolo di strumento strategico, a

disposizione dei Governi, per scongiurare l'ipotesi di scalate ostili contro le principali imprese nazionali.

Nel terzo e ultimo capitolo, si è scelto di volgere lo sguardo all'ordinamento sovranazionale, concentrando l'attenzione, prima di tutto, sull'evoluzione della giurisprudenza europea in materia di *Golden Shares*, la quale ha messo in luce in termini di assoluta evidenza l'approccio iniziale di estrema rigidità da parte delle istituzioni europee sul tema. Tanto la Commissione quanto la Corte di Giustizia, infatti, pur non avendo mai negato del tutto la possibilità, per gli ordinamenti nazionali, di derogare alle norme di diritto comune a tutela degli interessi essenziali dello Stato, hanno sempre affermato la necessità di evitare il configurarsi di possibili violazioni dei principi fondamentali di libera circolazione dei capitali, di libero stabilimento e di libera prestazione dei servizi.

Tale approccio nei confronti delle discipline nazionali rivolte al controllo degli investimenti esteri diretti, negli anni più recenti, ha subito un parziale ma significativo mutamento, soprattutto in ragione della progressiva presa di coscienza, parimenti condivisa dai Governi nazionali e dalle istituzioni eurounitarie, dei rischi potenziali per la sicurezza e per l'ordine pubblico di tutta l'Unione europea derivanti dalla sempre più evidente intenzione del Governo della Repubblica popolare cinese di appropriarsi dei *know how* delle aziende europee, al fine di conseguire l'obiettivo del primato tecnologico.

Tutto ciò, unito al fatto che, oltretutto, molti Stati membri dell'Unione europea non si sono ancora dotati di alcun sistema di controllo sugli investimenti esteri diretti, ha reso possibile, a conclusione di una fase negoziale insolitamente breve, l'adozione del Regolamento europeo n. 2019/452, il quale fornisce alcune linee guida comuni per le normative nazionali e istituisce l'obbligo di una consultazione preventiva con gli altri Stati membri e con la Commissione quale condizione per l'esercizio dei poteri speciali da parte dei Governi nazionali.

Tale ultimo aspetto, certamente, può essere considerato uno dei più rilevanti e innovativi nell'ottica di un rinnovamento generale della disciplina europea; a tale riguardo, è significativo l'assunto che viene fatto al 13° *Considerando* dello stesso Regolamento n. 2019/452, laddove viene specificato che, al fine di determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza e sull'ordine pubblico, la Commissione e gli Stati membri dovrebbero essere in grado di valutare tutti quei fattori *«che sono essenziali per la sicurezza o il mantenimento dell'ordine pubblico la cui perturbazione, disfunzione, perdita o distruzione avrebbe un impatto significativo in uno Stato membro o nell'Unione»*. Occorre, quindi, che la valutazione, condivisa in sede europea, circa l'esercitabilità in concreto dei poteri speciali a fronte di un investimento estero diretto nell'Unione, sia effettuata sulla base delle potenziali implicazioni sulla sicurezza e sull'ordine pubblico non più soltanto del singolo Stato membro richiedente, bensì anche di altri Stati ovvero dell'Unione nella sua interezza.

Si tratta, certamente, di un passo in avanti essenziale per le future strategie politiche dell'Unione in materia economica, non solo per il fatto che la disciplina comune contenuta nel Regolamento riconosce espressamente i Governi nazionali quali possibili interlocutori di primario rilievo nell'ambito delle singole trattative di acquisizioni societarie, ma soprattutto per il fatto che i poteri speciali, da semplice strumento di diritto societario affidato alla esclusiva disponibilità del singolo Stato, sembrano avviati ad assumere – e progressivamente, forse, ad acquisire sempre di più – il ruolo di strumento cardine di una politica economica comune a livello europeo.

CAPITOLO I

MODELLI DI DIRITTO COMPARATO: ORIGINE ED EVOLUZIONE DELL'ISTITUTO DELLA *GOLDEN SHARE* NEL REGNO UNITO E DELL'ISTITUTO DELL'*ACTION SPÉCIFIQUE* IN FRANCIA

1. – Le ragioni e l'utilità della prospettiva comparatistica

Il ruolo delle autorità pubbliche nell'economia è un tema che da sempre è motivo di grande dibattito fra gli studiosi e che, ancor più nel contesto macroeconomico attuale, ha acquisito sempre più rilevanza. E non è un caso che durante il processo di integrazione europea, a partire dal secondo dopoguerra, soprattutto nel periodo successivo al crollo dell'Unione Sovietica, allorquando molti Paesi appartenenti al c.d. “blocco orientale” hanno cominciato a richiedere di poter aderire alla CE, il tema del ruolo dello Stato nelle economie comunitarie sia stato al centro di ogni trattativa.

L'affermazione dei principi di libera circolazione dei capitali e di libertà di stabilimento contenuta nei Trattati europei ha contribuito al progressivo abbandono da parte degli Stati membri del modello dello Stato-imprenditore, costruito sulla gestione statale diretta delle partecipazioni societarie e, più in generale, sul ruolo attivo dei poteri pubblici all'interno della realtà economica. Il mercato sempre più globalizzato e la consapevolezza acquisita che gli investimenti, cruciali per qualsiasi modello di economia sostenibile nel tempo, si dirigono laddove vi sia il contesto giuridico più favorevole, hanno influenzato le diverse legislazioni, generando spesso una concorrenza fra ordinamenti, ma favorendo allo stesso tempo un percorso omogeneo volto alla privatizzazione di imprese fino ad allora gestite dallo Stato, operanti in molti casi in settori considerati assai rilevanti per l'interesse pubblico.

Tuttavia, il progressivo ripensamento circa i vantaggi e i benefici dell'azione statale diretta e la conseguente transizione verso un modello economico liberalizzato hanno fin da subito fatto emergere la necessità di porre in capo agli Esecutivi nazionali adeguati strumenti di controllo delle realtà imprenditoriali, i quali consentissero, da un lato, di tutelare adeguatamente gli interessi pubblici ed evitare pregiudizi alla collettività, dall'altro, di regolare e indirizzare al meglio l'intero processo di transizione verso l'economia di mercato. Lo Stato, dunque, ha continuato, seppure in modo diverso, a mantenere un ruolo chiave nell'economia, agendo da supervisore e regolatore; e in questo contesto si è immediatamente posta la questione della compatibilità o meno di queste norme con i Trattati europei, nella misura in cui dietro la legittima facoltà di tutela della sicurezza o comunque di interessi pubblici di rilievo nazionale, si potessero celare intenti protezionistici tali da scoraggiare gli investimenti determinando effetti distorsivi del mercato.

Perché dunque, ai fini dell'analisi dei poteri speciali in Italia che ci si propone di sviluppare nel presente studio, risulta opportuno partire dalla considerazione di alcuni modelli di diritto comparato?

Come si è detto, il fenomeno delle privatizzazioni e il passaggio allo Stato regolatore ha riguardato molti Paesi europei, a prescindere dalle diverse modalità di attuazione e dalle concrete finalità di volta in volta perseguite; da una parte, come ad esempio in Gran Bretagna, gli sforzi del legislatore, sotto la spinta di una forte ideologia liberista, sono stati volti a liberare il cittadino dalla "mano morta dello Stato", dall'altra, come ad esempio in Francia, l'enfasi è stata posta soprattutto sulla tutela ad ogni costo degli interessi nazionali. La prospettiva comparatistica, dunque, può assumere una specifica utilità per comprendere le scelte progressivamente maturate dal legislatore italiano, soprattutto se si guarda alle esperienze straniere più significative e, tra queste, proprio alle due appena richiamate: quella del Regno Unito, dove ha avuto origine l'istituto della *Golden Share*; quella francese, in quanto caratterizzata da tratti molto simili a quella dell'ordinamento italiano. Da quest'ultimo punto di

vista, infatti, era del tutto naturale che l'Italia guardasse con particolare interesse al fenomeno delle privatizzazioni francesi, tanto per il fatto che anche la Francia era stata caratterizzata da un forte intervento statale a partire dagli anni Trenta del Novecento, quanto perché entrambi gli ordinamenti (francese e italiano) sono caratterizzati da una comune tradizione di *civil law*. Deve considerarsi, inoltre, che il sottodimensionamento del nostro mercato dei valori mobiliari nei primi anni Novanta era – e purtroppo, almeno in parte, è ancora – sotto gli occhi di tutti, sicché l'esperienza francese, nella quale il processo di dismissione delle partecipazioni pubbliche era stato accompagnato da forti incentivi per un'ampia diffusione dell'azionariato, poteva rappresentare senz'altro una solida fonte di ispirazione.

Al contrario, la Gran Bretagna, ordinamento di *common law*, presenta caratteristiche profondamente diverse, essendo un Paese nel quale l'intervento statale nell'economia è stato sempre fortemente limitato a favore di un libero mercato molto spesso caratterizzato solo da regole minime ed essenziali. Tuttavia, anche in una situazione profondamente diversa dalla nostra, come quella britannica, è interessante notare che un fenomeno complesso come le privatizzazioni nell'ambito di settori definiti strategici ha bisogno certamente di un insieme di regole che comunque consentano allo Stato di difendere gli interessi della collettività, evitando la pericolosa dipendenza dall'estero e la formazione di monopoli o oligopoli, a prescindere dall'intensità dell'intervento del potere pubblico nell'economia.

Dunque l'analisi di questi due importanti ordinamenti, ciascuno con le sue peculiarità, risulta senza dubbio cruciale al fine di comprendere al meglio l'evoluzione della normativa in tema di poteri speciali nel nostro Paese, a partire dalle prime leggi sulle privatizzazioni degli anni Novanta, per concludere con le ultimissime modifiche, apportate sia per adeguarsi all'esigenza di una risposta comune europea alla guerra commerciale in atto fra Stati Uniti e Cina, sia per assicurare un'efficace protezione dell'economia nazionale dalle potenziali minacce connesse con l'attuale emergenza sanitaria.

Occorre sottolineare fin da ora, infatti, come nei momenti di crisi economica e finanziaria l'azione statale tenda quasi sempre ad assumere una portata maggiore e come spesso la capacità di dare risposte tempestive, mediante interventi pubblici mirati e decisi, costituisca il fattore determinante per evitare l'ulteriore aggravarsi dell'emergenza. Ad esempio, la crisi finanziaria del 2008, originatasi negli Stati Uniti e avvertita subito dopo anche in Europa, ha avuto conseguenze disastrose per le economie occidentali e ha causato, come è noto, una generale inversione di tendenza e la rinascita del c.d. "capitalismo di Stato". Il fallimento del mercato ha visto tanti ordinamenti europei, sulla base delle riforme messe in campo negli USA, intervenire per stabilizzare il mercato finanziario e proteggere la propria economia. Tra questi, è da menzionare certamente il Regno Unito, che ha provvisoriamente nazionalizzato quasi l'intero sistema bancario del Paese, ma anche la Germania, che ha decisamente rafforzato la presenza pubblica nel sistema di intermediazione finanziaria, già storicamente molto accentuata.

Per quanto concerne l'attuale emergenza sanitaria, nelle fasi iniziali dell'epidemia da Coronavirus, quando erano ancora poco numerosi i Paesi che contavano un numero rilevante di contagi, si è creduto che si trattasse di una situazione di criticità circoscritta solo a quelle determinate realtà territoriali e di poter quindi contenere la diffusione dell'epidemia. I successivi sviluppi hanno dimostrato, invece, come la velocità di trasmissione e l'alto tasso di mortalità del virus richiedano la messa in campo di strategie comuni dei poteri pubblici, soprattutto a livello europeo, per il superamento della fase più critica e per la ripartenza economica, evitando così gli innegabili errori che l'Unione europea aveva commesso nella gestione delle precedenti crisi. La disciplina dei poteri speciali dello Stato sulle imprese strategiche verrà presumibilmente aggiornata in molti Stati membri, i cui interventi con molta probabilità seguiranno la linea già tracciata dal legislatore italiano, il quale, con l'emanazione del decreto legge 8 aprile 2020, n. 23, conosciuto come "Decreto Liquidità", ha fortemente

ampliato la portata di tali poteri, confermando il rafforzamento del ruolo attivo dello Stato nell'economia in momenti di crisi.

2. – Il modello dell'ordinamento britannico

«Non ho mai visto che sia stato raggiunto molto da coloro che pretendono di trafficare per il bene pubblico», scriveva Adam Smith nella sua opera *La ricchezza delle nazioni*, pubblicata nel 1776. Il filosofo ed economista scozzese è considerato il fondatore del liberismo, una dottrina economica improntata alla massimizzazione del libero scambio e dell'apertura dei confini nazionali al commercio estero; essa si contrappone fortemente alle dottrine del protezionismo e dell'autarchia, le quali invece sostengono che lo Stato debba ricoprire un ruolo cruciale e attivo nell'economia, esercitando anche direttamente l'attività di impresa. L'Inghilterra della prima rivoluzione industriale si è affermata come prima potenza economica mondiale, durante la prima metà dell'Ottocento, anche grazie alle scelte di politica economica improntate alla dottrina liberista, tanto che i politici inglesi dell'epoca si sono distinti per una serie di interventi volti ad evitare il più possibile l'ingerenza dello Stato in quei meccanismi che solo il mercato riusciva a loro avviso a regolare con la massima efficienza.

Tuttavia, la prima metà del Novecento, nonostante che la Gran Bretagna sia risultata tra le potenze vincitrici di entrambe le guerre mondiali, ha segnato la perdita del primato economico britannico a favore degli Stati Uniti, i quali, anche grazie alle politiche keynesiane con cui è stata affrontata la crisi del 1929, sono stati capaci di costruire un nuovo modello di economia, poi replicato anche in molti Stati europei, all'interno del quale lo Stato aveva il ruolo cruciale di intervenire, anche direttamente, laddove il mercato con le sue inefficienze rivelasse i propri fallimenti. Per queste ragioni, anche in Gran Bretagna, soprattutto nel secondo dopoguerra, si sono susseguite una serie di nazionalizzazioni che hanno riguardato per la maggior parte il sistema

bancario, il settore energetico e l'aviazione civile, considerato che gli enormi sforzi compiuti dal popolo britannico durante la guerra e la riconversione dell'intera economia avevano richiesto un poderoso intervento pubblico di sostegno alle famiglie e alle imprese. Ben presto, però, ci si è accorti che la gestione delle imprese pubbliche comportava un esborso economico sempre più ingente e non portava al raggiungimento di risultati finanziari in linea con quelli del settore privato; per questo motivo – complice anche il fatto che l'ingerenza dei ministri competenti nelle decisioni societarie, considerata in molti casi la rilevanza strategica delle imprese pubbliche, si estendeva sempre di più – si è progressivamente diffusa fra i dirigenti di queste società la convinzione che fossero necessarie riforme strutturali per restituire l'economia al settore privato e raggiungere così risultati più favorevoli. Le imprese inglesi degli anni Settanta, molte delle quali erano state nazionalizzate nel dopoguerra, avevano un problema di bassa produttività e di eccedenza di personale.

Queste diffuse convinzioni hanno animato il dibattito politico sul finire degli anni Settanta, ma la politica economica del Governo del Regno Unito ha cambiato radicalmente linea soltanto con l'elezione a Primo Ministro di Margaret Thatcher, nel 1979, la quale, ispirandosi alle teorie di Milton Friedman, insignito del premio Nobel per l'economia nel 1976, ha dato avvio alla stagione delle privatizzazioni in Gran Bretagna, alla quale successivamente hanno fatto riferimento molti Paesi europei. Ciò rende senz'altro l'ordinamento britannico il primo modello da prendere in considerazione, considerato che il *thatcherismo* – così è stata chiamata la corrente politico-economica ispirata alla leader dei *Tories* inglesi – unisce per definizione il conservatorismo con il neo-liberismo di Friedman, proponendo un modello di economia in cui il potere pubblico si limita a stabilire le regole essenziali, ma si astiene il più possibile dall'intervento diretto nell'economia, e soprattutto che tale principio ha guidato l'intera stagione delle privatizzazioni in Europa. A tale proposito, occorre sottolineare come il processo di integrazione europea, che di lì a poco avrebbe portato al perfezionamento dei presupposti del mercato

unico, richiedeva agli Stati che volessero trarne beneficio, interventi di politica economica mirati a costituire un quadro europeo omogeneo e concorrenziale, che superasse le inevitabili discriminazioni derivanti dalla presenza diretta degli Stati nell'economia.

L'azione del Governo Thatcher, in concreto, è stata guidata dall'obiettivo di liberare il cittadino dalla "mano morta dello Stato", consentendo quindi alle imprese di esercitare la propria attività senza impedimenti, riducendo al minimo qualsiasi ostacolo burocratico derivante dallo Stato imprenditore¹. Tuttavia, il Primo Ministro britannico, così come tutto il Governo, erano ben consapevoli di come l'eccessiva deregolamentazione del mercato avrebbe potuto produrre possibili inefficienze ed esternalità negative, come del resto la storia aveva dimostrato con la crisi del 1929; l'obiettivo da perseguire, dunque, doveva essere quello di una *re-regulation*, intesa come complessivo arretramento dello Stato dalle dinamiche di mercato, riservando al settore privato lo svolgimento dell'attività di impresa, ma accompagnandolo con il rafforzamento delle regole essenziali di funzionamento della realtà economica. Questo processo è stato condotto tramite la progressiva dismissione delle partecipazioni pubbliche nelle imprese nazionalizzate, volta alla costituzione di un particolare modello di *public company* ad azionariato diffuso; e la ragione principale che rende il riferimento all'esperienza dell'ordinamento britannico assolutamente cruciale per lo studio della disciplina dei poteri speciali risiede proprio nella circostanza che le privatizzazioni sono state accompagnate per la prima volta dall'introduzione di un meccanismo di controllo, posto in capo al Governo, sulle imprese dismesse².

Fra gli strumenti più innovativi rientra senza dubbio quello di riservare allo Stato un'azione speciale, denominata *Golden Share*, con durata temporale limitata, che attribuiva al Governo penetranti poteri, permettendogli di regolare al meglio la transizione e mettere al riparo l'interesse collettivo.

¹ J. RICHARDSON-G. DUDLEY-C. VENZO, *Le privatizzazioni in Gran Bretagna: innovazione di successo e implementazione difficile?*, in *Stato e Mercato*, 1996, n. 47, pp. 241 s.

² G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, Torino, 2018, pp. 1 s..

Nonostante che tale sistema fosse considerato una distorsione del diritto societario³, il Governo Thatcher ne ha fatto ampio uso, riuscendo nello stesso tempo sia a dismettere le partecipazioni statali realizzando i guadagni sperati e avviando la propria economia verso gestioni più efficienti e orientate al mercato, sia a conservare un controllo sulle imprese strategiche, evitando che partecipazioni azionarie rilevanti finissero in mani straniere e assicurando un coinvolgimento dello Stato nelle più importanti decisioni societarie.

La *Golden Share* è così divenuta, ben presto, un modello di riferimento al quale si sono ispirati diversi ordinamenti europei, a partire da quello italiano e quello francese, che negli anni successivi hanno concepito strumenti simili per il controllo delle proprie società che si avviavano alla privatizzazione; a differenza del Regno Unito, però, dove sono stati compiuti interventi settoriali che, fra le altre cose, hanno disposto la creazione di alcune autorità di controllo indipendenti dal Governo, la dismissione delle partecipazioni pubbliche in molti ordinamenti di *civil law* è stata realizzata per lo più tramite leggi generali sulle privatizzazioni, al fine di consentire la predisposizione di una normativa il più possibile omogenea. La profonda differenza nelle modalità applicative dell'istituto può essere ricondotta al diverso ruolo che storicamente il diritto pubblico ha svolto negli ordinamenti continentali, all'interno dei quali, rispetto alla Gran Bretagna, tale branca del diritto assume certamente un'estensione e una pervasività maggiore.

Non essendo prevista da una disciplina normativa organica, nell'ordinamento britannico la *Golden Share* è stata regolamentata direttamente negli statuti delle società privatizzate; ciò ha inevitabilmente portato lo strumento ad assumere diversa natura e a mutare di volta in volta la sua portata, a seconda della situazione concreta; la fonte contrattuale dalla quale derivavano i poteri del Governo ha finito per generare contrasti e orientamenti divergenti sia nella dottrina che nella giurisprudenza britanniche, considerato che una parte minoritaria delle corti ha messo in dubbio persino la possibilità di un controllo

³ A.P. RUTABANZIBWA, *What is golden in the golden share? Company law implications of privatizations*, in *The Company Lawyer*, 1996, vol. 17, n. 2, pp. 40-45.

dell'autorità giudiziaria su tali poteri, con la conseguenza di non poter sanzionare eventuali abusi, non essendo la natura pubblica, a loro avviso, idonea a giustificare la mancanza di una specifica legge che ne regolasse l'esercizio⁴. La fonte contrattuale della *Golden Share*, inoltre, è stato proprio il pilastro sul quale si sono poggiate le principali argomentazioni di difesa del Governo britannico di fronte alla Corte di Giustizia europea, che di lì a poco si sarebbe pronunciata sulla compatibilità o meno di quel sistema di controllo societario con il diritto dei Trattati europei.

Grazie anche al controllo sulle società privatizzate che questo strumento avrebbe temporaneamente assicurato al Governo, Margaret Thatcher, ancor più dopo la sua rielezione a Primo Ministro nel 1983, ha spinto per una decisa accelerazione del processo di dismissione delle partecipazioni statali, a partire dalla società pubblica di telecomunicazioni *British Telecom*; l'azienda è stata privatizzata per il 51% nel 1984 e il successo raggiunto dal Governo è stato dovuto, soprattutto, alla grande diffusione del pacchetto azionario fra il pubblico, che ha approfittato degli incentivi e delle condizioni favorevoli poste per l'acquisto delle partecipazioni e per chi non fosse intenzionato a venderle nel periodo immediatamente successivo. Questi vantaggi, volti come si è detto a favorire la sottoscrizione delle azioni da parte del maggior numero possibile di piccoli azionisti, hanno accompagnato l'intera stagione delle privatizzazioni in Gran Bretagna, processo che per portata e risultati non è mai stato replicato in alcun altro Stato europeo; il Regno Unito ha privatizzato fra il 1979 e il 1993 circa il 70% del settore pubblico industriale⁵, raggiungendo risultati straordinari in termini di diffusione del capitale ma, al tempo stesso, non realizzando particolari profitti dalla vendita delle azioni. Ciò è dipeso senz'altro dal fatto che molti degli incentivi riguardavano il prezzo delle azioni vendute, spesso ampiamente al di sotto del valore corrispondente; di qui le numerose critiche rivolte nei confronti del Governo inglese. Ma l'obiettivo dichiarato

⁴ C.A. GIUSTI, *La corporate governance delle società a partecipazione pubblica. Profili civilistici e di diritto comparato*, Torino, 2018, p. 45.

⁵ G. SCARCHILLO, *op. ult. cit.*, p. 4.

della più ampia diffusione dell'azionariato fra il pubblico, compresi i dipendenti delle stesse aziende, è stato ampiamente raggiunto, tanto che il numero delle operazioni finanziarie è aumentato in quegli anni a dismisura, contribuendo in maniera determinante alla crescita esponenziale della capitalizzazione della Borsa di Londra.

2.1. – Le due tipologie della *Built in majority* e della *Relevant person*

Lo strumento della *Golden Share* permetteva in concreto al Governo di mantenere un'influenza rilevante sulle società un tempo di proprietà pubblica, attraverso i poteri che venivano in tal modo configurati. Le tipologie di poteri esercitati dall'Esecutivo britannico negli anni delle privatizzazioni sono state molteplici; a tal proposito è opportuno richiamarne alcune a titolo esemplificativo: il potere di esercitare un diritto di voto "dormiente", che poteva scattare al raggiungimento da parte di un azionista di una soglia di partecipazione del 15%; il potere di nominare uno o più amministratori; il potere di porre il veto su determinate delibere; il potere di imporre la vendita di azioni che eccedessero il 15% del capitale.

A prescindere dalla tipologia, una delle caratteristiche principali dell'"azione speciale" inglese era la sua durata temporale limitata, previsione che è stata poi adottata anche per l'*action spécifique* francese. Infatti, a dimostrazione dello scopo principale per cui era sorta la necessità di attribuire i poteri speciali all'Esecutivo, ossia quello di evitare le potenziali insidie connesse con il processo di privatizzazione, assicurando una transizione il più possibile armonica, la *Golden Share*, nella maggior parte dei casi, aveva una durata limitata a cinque anni, anche se poi per alcune società, come *Rolls Royce*, *Jaguar*, *British Telecom* e *British Aerospace*, non è stato stabilito alcun limite, per l'evidente valore strategico riconosciuto a tali imprese. Inoltre, in tutte le *golden shares* britanniche è possibile constatare la prassi di inserire delle clausole statutarie

che vietavano di apportare modifiche agli statuti delle società senza il consenso dell'azionista pubblico.

Come si è già accennato, il fatto che nell'ordinamento di oltremanica mancasse una disciplina organica che regolamentasse legislativamente l'esercizio della *Golden Share* ha comportato che, nel caso concreto, la portata dei poteri speciali fosse il risultato di accordi contrattuali riferiti alle singole società e che, di conseguenza, lasciavano un ampio margine di definizione delle modalità applicative. Tuttavia, l'uso che negli anni il Governo ha fatto dello strumento si è rivelato piuttosto omogeneo, nella misura in cui è possibile individuare fondamentalmente due tipologie di "azione speciale", denominate *built in majority* e *relevant person*⁶.

La *Built in majority* consentiva all'azionista pubblico un diritto di voto in più rispetto alla totalità delle azioni in mano privata, per tutte le decisioni prese in assemblea ordinaria, così che essa garantiva sempre la maggioranza in capo all'azionista pubblico nel caso di decisioni rilevanti che avrebbero potuto recare danno alla collettività e pregiudicare l'interesse pubblico. Inoltre, in questo modo, lo Stato si assicurava il diritto di convocare l'assemblea straordinaria nella quale, disponendo della maggioranza assoluta, poteva far approvare qualsiasi decisione che ritenesse opportuna per la società e per la Nazione. Tale modello, utilizzato ad esempio durante le privatizzazioni di Britoil ed Enterprise Oil, assicurava dunque un potente strumento di intervento pubblico, utile a fronteggiare eventuali scalate ostili da parte di soggetti esteri e consentendo una pronta reazione del Governo nei confronti di possibili minacce per i supremi interessi nazionali che sarebbero potute scaturire dall'acquisizione di partecipazioni societarie di rilievo, anche a costo di sacrificare parzialmente gli obiettivi di liberalizzazione dell'economia.

⁶ Al riguardo, si vedano G. SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contr. impr. Eur.*, 2, 2015, pp. 629 s.; C.A. GIUSTI, *op. cit.*, pp. 45 s.; G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., p. 15.

La *Relevant person*, invece, garantiva il rispetto di determinati limiti al possesso di pacchetti azionari nelle società privatizzate. I soci, infatti, avevano l'obbligo di notificare il possesso di partecipazioni azionarie che superassero il 5% del capitale e dovevano procedere alla dismissione di qualsiasi partecipazione che andasse oltre il 15%. In questo modo, chiunque fosse entrato in possesso di una soglia azionaria rilevante acquisiva la qualifica di *relevant person* all'interno della società e sorgeva poi un obbligo in capo agli amministratori di avviare un contraddittorio con il soggetto che deteneva tali partecipazioni, da concludersi con la cessione di quelle che eccedevano la soglia prevista dallo statuto. Nel frattempo, le azioni perdevano qualsiasi diritto di voto. Anche in questo caso risulta chiaro come lo strumento fosse estremamente funzionale per il Governo, in quanto permetteva al contempo un'individuazione tempestiva dei soggetti potenzialmente idonei ad arrecare pregiudizio alla collettività a causa della rilevanza raggiunta nei "luoghi" decisionali della società, ma anche l'instaurarsi di un procedimento automatico nei loro confronti volto all'abbassamento della soglia di partecipazione raggiunta, evitando che nel frattempo essi potessero far approvare determinati provvedimenti con le soglie di voto raggiunte.

Già dall'analisi di queste due fattispecie è possibile notare come, nonostante l'origine contrattuale della *Golden Share* e il fatto che né la tipologia di *built in majority* né quella di *relevant person* prevedessero misure discriminatorie per i soggetti esteri, l'enorme portata di tali previsioni e la non giustificata attribuzione allo Stato di poteri così penetranti, fossero chiaramente una distorsione del diritto comune e derivassero da eccessive pressioni esercitate dall'autorità pubblica. È pur vero che il processo di privatizzazione necessitava di una regolazione, sacrosanta per la salvaguardia degli *assets* strategici dell'economia britannica, ma è altrettanto vero che in questo modo era evidente che gli investimenti, soprattutto quelli tali da garantire una posizione rilevante all'interno dei luoghi decisionali, venissero scoraggiati, situazione in

evidente contrasto con gli obiettivi di integrazione europea e di regolazione del mercato unico all'interno dell'ordinamento sovranazionale.

2.2. – La vicenda della *British Airport Authority* e la sentenza della Corte di Giustizia Europea del 13 maggio 2003, in causa C-98/01: *Commissione c. Regno Unito*

Il confronto fra il Governo britannico e le istituzioni europee ha avuto luogo, però, solamente nei primi anni duemila, di fronte alla Corte di Giustizia dell'Unione europea, che ha dovuto esprimersi nella causa C-98/01 *Commissione c. Regno Unito*⁷. Il giudizio aveva ad oggetto la compatibilità della *Golden Share* prevista dal Governo britannico nello statuto della società *British Airport Authority* con i principi di libertà di circolazione dei capitali e di libertà di stabilimento, sanciti rispettivamente negli articoli 56 e 43 del Trattato CE.

Sull'onda del successo conseguito con la privatizzazione della *British Telecom* nel 1984, in termini di diffusione dell'azionariato fra il pubblico, l'Esecutivo britannico guidato da Margaret Thatcher aveva proseguito con il suo ambizioso programma e negli anni successivi aveva portato a termine altre privatizzazioni di altrettanto importanti società britanniche, tra cui *Jaguar*, *Britoil* ed *Enterprise Oil*; nel 1986, inoltre, era stato varato l'*Airports Act*, con cui di fatto veniva deliberata la privatizzazione della *British Airport Authority*, società che gestiva sette aeroporti nel Regno Unito. Con la medesima legge era stata istituita una *Golden Share* del valore di una sterlina, che conferiva al *Secretary of State for Transport*, al quale sarebbe anche spettata l'ultima parola riguardo all'approvazione dello statuto definitivo dell'azienda, diversi poteri all'interno della nuova società, relativi alle cessioni delle strutture aeroportuali che avrebbero potuto verificarsi, a eventuali liquidazioni o scioglimenti delle

⁷ Causa C-98/01, *Commissione c. Regno Unito* [2003].

stesse, o a modifiche dello statuto. La legge, inoltre, aveva imposto il divieto di acquisto di partecipazioni superiori al 15% nella società.

Il contenzioso insorto fra il Governo britannico e la Commissione europea ruotava attorno all'origine e alla natura di tali poteri. Infatti, di fronte alle contestazioni della Commissione, il Regno Unito si difendeva sulla base dell'argomento che i poteri posti in capo al Ministro dei Trasporti derivavano da una mera applicazione del diritto societario interno, dato che essi trovavano la propria fonte nello statuto della BAA, nonché sul rilievo che, in ogni caso, tali poteri non producevano alcuna discriminazione, potendo essere applicati indifferentemente a qualunque cittadino, a prescindere dallo Stato di cittadinanza.

Su questa causa e su quella riguardante la Spagna⁸, entrambe culminate con la medesima pronuncia, si rivelano assai interessanti le conclusioni dell'Avvocato Generale Ruiz-Jarabo depositate il 6 maggio 2003⁹. Egli aveva proposto alla Corte di Giustizia di respingere il ricorso della Commissione contro la Spagna e di accogliere quello contro il Regno Unito, sulla base delle considerazioni che la stessa Corte aveva fatto emergere nella sentenza del 4 maggio 2002, sempre in materia di poteri speciali, che aveva riguardato il Portogallo, la Francia e il Belgio¹⁰. Tenendo conto, infatti, che in quella sentenza erano delineati i requisiti ai quali gli Stati dovevano attenersi nelle loro legislazioni per una disciplina compatibile con il diritto dei Trattati, l'Avvocato Generale aveva ritenuto di poter individuare alcune affinità fra l'ordinamento spagnolo e quello belga – l'unico risultato compatibile nella precedente sentenza – ossia la presenza di un termine ristretto per l'esercizio dei poteri speciali e il perseguimento di motivi imperativi di interesse generale. Al contrario, Ruiz-Jarabo aveva ritenuto che la normativa britannica fosse chiaramente in contrasto con il principio di libera circolazione dei capitali, essendo eccessiva

⁸ Causa C-463/00, *Commissione c. Regno di Spagna* [2003].

⁹ Reperibili *on line* in https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/CJE_03_6.

¹⁰ Causa C-367/98: *Commissione c. Repubblica portoghese* [2002]; Causa C-483/99: *Commissione c. Repubblica francese* [2002]; Causa C-503/99: *Commissione c. Regno del Belgio* [2002].

la portata dei poteri attribuiti all'Esecutivo dalla *Golden Share* ed essendo le decisioni che le autorità britanniche potevano prendere non soggette ad alcuna condizione né ad alcun controllo giurisdizionale.

La Corte di Giustizia ha condiviso solo in parte tali conclusioni, condannando allo stesso modo sia la Spagna¹¹ che il Regno Unito. Nel caso britannico, è stato deciso che lo statuto della BAA, adottato il 7 luglio 1987, e in particolare gli artt. 40 e 10, n. 2, fosse incompatibile con il Trattato CE; non sono state accolte le argomentazioni addotte dalla difesa, ma al contrario è stato ritenuto che lo Stato, nonostante che i poteri derivassero da fonti contrattuali, agiva in quel caso in veste di autorità pubblica e, dunque, che non poteva trattarsi di mera applicazione del diritto privato. La Corte ha ritenuto, poi, che tale strumento scoraggiava gli investimenti diretti da parte di soggetti provenienti da altri Stati membri, mettendo così a rischio il principio di libera circolazione dei capitali contenuto all'art. 56 del Trattato CE.

Non vi è alcun dubbio, che nonostante il carattere contrattuale dei poteri dell'*azione dorata*, l'Esecutivo d'oltremania non fosse autorizzato ad un'ingerenza così penetrante nelle dinamiche societarie; la presenza della *Golden Share* nella British Airport Authority è stata correttamente giudicata come una manifestazione dell'autorità pubblica e come una distorsione delle regole comuni di *corporate governance*. Il giudizio, con molta probabilità, si sarebbe concluso diversamente qualora l'attribuzione allo Stato di tali facoltà fosse derivato da un impulso dell'assemblea dei soci, organo che senza alcun dubbio possiede la facoltà di deliberare dei meccanismi di difesa contro scalate ostili da parte di soggetti considerati pericolosi per la società, nei limiti del diritto comune. In quel caso, tuttavia, si sarebbe dovuto dimostrare che

¹¹ La Corte ha precisato che la tutela della pubblica sicurezza, intesa come legittima giustificazione alla previsione di alcuni poteri speciali in capo all'azionista pubblico, può essere invocata solo in caso di reale e seria minaccia agli interessi fondamentali della collettività. Per questo, una disciplina che prevedeva l'autorizzazione preventiva dell'amministrazione pubblica non solo si poneva in aperto contrasto con il principio di certezza del diritto, ma era da considerarsi lesiva per gli interessi dei possibili investitori. Sul punto, cfr. G. SCARCHILLO, *Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonizing intervention of the European Court of Justice*, in *Comp. Law Rev.*, 2012, vol. 3, n. 2, p. 19.

l'autorità pubblica non avesse in alcun modo indirizzato le delibere dell'assemblea avvalendosi della propria posizione di forza¹².

2.3. – Prospettive di riforma

Nell'ultimo ventennio, la disciplina sul controllo degli investimenti esteri diretti ha acquisito sempre più rilevanza, sia in Europa che nel resto del mondo, a causa soprattutto della guerra commerciale in atto fra Stati Uniti e Cina. Le politiche fiscali a favore degli investimenti, attuate con forza dai Governi delle due superpotenze, hanno incentivato i movimenti in uscita dei capitali, molti dei quali diretti in Europa, dove la crisi dei debiti sovrani del 2011 e le conseguenti politiche di austerità, oltre che causare ribaltamenti politici e problematiche sociali, in Grecia in particolare, non hanno permesso all'economia europea di raggiungere quei livelli di competitività necessari per giocare un ruolo di primo livello nello scacchiere geo-politico internazionale. Inoltre, la mancanza di una fiscalità omogenea e di uno scudo comune contro possibili *takeover* ostili da parte di soggetti terzi, hanno fatto sì che i singoli Stati membri, per salvaguardare il proprio tessuto economico e produttivo, si dotassero di una disciplina spesso troppo protezionistica e che agissero singolarmente evitando ogni consultazione.

La Gran Bretagna, che ha scelto di avviare il negoziato per l'uscita dall'Unione Europa con il referendum consultivo del 23 giugno 2016, conclusosi con l'accordo di recesso entrato in vigore il 31 gennaio 2020, ha ormai evidentemente optato per “distinguere” il proprio destino da quello dell'Unione europea. Tuttavia, fino a che i negoziati per la *Brexit* non sono stati aperti, la disciplina dei poteri speciali è stata allo stesso modo soggetta ai richiami delle istituzioni eurounitarie e alle pronunce della Corte di Giustizia. Premesso che il Regno Unito si configura storicamente come un sistema

¹² G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., p. 226.

aperto, con un'importante tradizione liberista, è possibile affermare che il suo sistema di controllo degli investimenti esteri diretti non è rigido come in altri Paesi; lo dimostra il fatto che attualmente non è presente alcuna normativa che impedisca a soggetti stranieri di detenere partecipazioni rilevanti in società britanniche, neanche in quelle appartenenti al settore della difesa. L'unica eccezione, al di là della normativa relativa al controllo delle concentrazioni alla quale tutti gli investitori devono sottostare, è rappresentata da quelle imprese operanti nel settore della sicurezza nazionale e dalle poche *Golden Shares* che ancora restano nelle società privatizzate del Regno Unito¹³. Tuttavia, nel corso dei primi anni Duemila e successivamente, all'interno dell'ordinamento britannico si sono susseguiti diversi interventi di riforma in tema di fusioni societarie, ambito strettamente collegato a quello della *Golden Share*, se solo si considera che in molti casi sono stati attribuiti al Governo poteri di controllo proprio su quelle operazioni potenzialmente capaci di arrecare pregiudizio alla sicurezza nazionale.

Nel 2002, ovvero un anno prima della sentenza della Corte di Giustizia europea sulla *Golden Share* nella BAA, è stato approvato l'*Enterprise Act*, provvedimento ancora oggi rilevante per la disciplina inglese, che consentiva al Ministro competente di ricevere una notifica prima di una fusione o di una acquisizione che sia per la dimensione dell'impresa che sarebbe risultata dall'operazione, sia per l'importanza del settore di appartenenza, avrebbe potuto mettere a rischio la sicurezza nazionale. A tale proposito, molti sono stati, nel corso dell'ultimo ventennio, gli interventi del Governo britannico per la salvaguardia della sicurezza nazionale, fra cui i più recenti riguardanti l'operazione *Hinckley Point C* e la fusione fra le società *Sepura* e *Hytera*.

Nel settembre del 2016, l'allora Primo Ministro britannico Theresa May, appena succeduta al collega di partito David Cameron, dimissionario dopo della vittoria del fronte del *Leave* nel referendum sulla *Brexit*, nonostante avesse precedentemente manifestato i suoi dubbi sulla realizzazione dell'opera, ha

¹³ G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., p. 245.

annunciato l'approvazione definitiva del progetto per la costruzione della nuova centrale nucleare di ultima generazione *Hinkley Point C*¹⁴. Il via libera definitivo al progetto europeo più importante nel settore energetico, non a caso, è arrivato dopo la visita ufficiale del *Premier* britannico in Cina. I timori e le perplessità nutrite da gran parte del popolo britannico e da alcuni gruppi dello stesso partito conservatore derivano dal fatto che la discussa centrale, i cui lavori procedono nonostante l'attuale emergenza legata all'epidemia da Covid-19, sarà finanziata per metà dalla società francese *EDF* e per un terzo dalla *China General Nuclear Power Group*, per un totale di 25 miliardi di euro. La società cinese, di proprietà pubblica, arriverà quindi a controllare un terzo della centrale nucleare, che al 2025 garantirà circa il 7% del fabbisogno energetico nazionale, sollevando perplessità di non poco conto. D'altra parte, anche se la scelta di investire ancora sull'energia dell'atomo anziché sulle rinnovabili è capace di sollevare tutt'altro genere di polemiche, sacrifici di tale incidenza devono per forza essere compiuti da una Nazione che si trova a dover dismettere le proprie centrali energetiche a carbone, che hanno sì rappresentato la principale ragione dell'affermazione dell'Inghilterra come prima potenza economica mondiale nell'Ottocento, ma che dovranno necessariamente essere dismesse nei prossimi 10 anni, in ottemperanza degli accordi internazionali sul clima.

L'approvazione del progetto è arrivata, per la verità, a seguito di una lunga trattativa fra il Governo del Regno Unito e gli investitori stranieri, che ha portato a una modifica dell'*Enterprise Act*, introducendo dei poteri speciali in capo all'Esecutivo; quest'ultimo, infatti si riserverà la possibilità di autorizzare o meno la vendita di partecipazioni rilevanti nei progetti nucleari non ancora compiuti, e ha specificato che in qualunque progetto futuro che riguarderà l'energia atomica saranno create delle azioni speciali che potranno limitare le vendite senza il consenso governativo.

¹⁴ Cfr. <https://st.ilsole24ore.com/art/mondo/2016-09-15/gran-bretagna-via-libera-mega-centrale-nucleare-finanziata-francia-e-cina-124355.shtml?uuid=ADEGHwKB>.

L'ultimo provvedimento dell'Esecutivo in ragione della tutela dell'interesse pubblico è stato adottato nel maggio del 2017, in occasione della fusione fra l'azienda inglese *Sepura*, operante nel settore delle telecomunicazioni, e *Hytera*, società cinese produttrice di apparecchiature radiomobili professionali, che già fornisce dispositivi e sistemi di sicurezza per molti governi¹⁵. Il fatto che molte società cinesi traggano beneficio dalle politiche fiscali favorevoli attuate dal loro Governo e guardino all'Europa come destinazione finale dei loro capitali è un fenomeno che negli ultimi anni è cresciuto a dismisura. Ciò non è necessariamente un fatto negativo, visto che gli investimenti nella maggior parte dei casi significano sviluppo e innovazione; tuttavia, quando questi riguardano infrastrutture considerate strategiche, diventa cruciale mettere in campo le misure necessarie per evitare di mettere in pericolo l'interesse nazionale.

A tale proposito, è possibile affermare che nel complesso la disciplina britannica sulla tutela delle infrastrutture critiche non può essere considerata pienamente adeguata a ciò di cui avrebbe bisogno il mercato di oggi e richiederebbe un intervento strutturale di inquadramento della disciplina; questa intenzione è stata confermata anche dalle autorità britanniche. Nel settembre del 2016, a seguito dell'approvazione del progetto *Hinkley Point C*, il *BEIS (Department for Business, Energy and Industrial Strategy)* ha annunciato la volontà del Governo britannico di riformare la normativa sulla gestione delle infrastrutture critiche, progetto confermato anche dal programma elettorale 2017 del partito conservatore e dal discorso della Regina al Parlamento britannico il 21 giugno 2017, due giorni dopo l'apertura ufficiale del negoziato con Bruxelles sulla *Brexit*¹⁶.

Per quanto concerne, poi, la gestione dell'attuale emergenza sanitaria, che ha messo a dura prova la tenuta dei sistemi sanitari nazionali di molti Paesi europei e successivamente ha richiesto tempestivi interventi di politica

¹⁵https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/613860/sepura-hytera-signed-undertakings.pdf.

¹⁶ *Queen's speech* 21th June 2017, reperibile *on line* in <https://www.gov.uk/government/speeches/queens-speech-2017>.

economica a sostegno dei settori finanziariamente più esposti, il Regno Unito, ancorché mossosi con leggero ritardo rispetto al resto d'Europa a causa dell'iniziale strategia, poi abbandonata, di non attuare alcuna misura restrittiva per il contenimento dei contagi, ha deciso, come annunciato dal *premier* Boris Johnson, di adottare delle misure “draconiane” per l'attenuazione degli effetti economici potenzialmente distruttivi. Queste misure, che per adesso hanno seguito la linea di molti Paesi europei, fra le altre cose, consentono alle banche di concedere prestiti alle imprese, per una percentuale rilevante del PIL, garantiti interamente dallo Stato. Tuttavia, è ragionevole aspettarsi che gli effetti economici della pandemia, richiederanno anche in Gran Bretagna l'adozione di provvedimenti a tutela dei settori strategici e la predisposizione di strumenti di più ampio controllo dell'Esecutivo sull'economia, come del resto è accaduto anche all'indomani della crisi finanziaria del 2008.

3. – Il modello dell'ordinamento francese

Come anticipato, il secondo modello che si è scelto di prendere in considerazione nel panorama comparatistico è quello offerto dall'ordinamento francese, principalmente in ragione della spiccatissima affinità con l'esperienza italiana.

Per comprendere al meglio i motivi per i quali, a partire dagli anni Ottanta, è sorta anche in Francia la necessità di istituire degli strumenti di controllo su un'economia avviata alla privatizzazione, occorre analizzare gli eventi maggiormente rilevanti che hanno segnato la politica economica transalpina a partire dal secondo dopoguerra. Prima che si verificasse anche in Francia un'imponente transizione verso il settore privato, essa era dotata di uno dei sistemi di economia pubblica più imponenti del mondo occidentale, raggiunto a seguito di un percorso iniziato negli anni Trenta, quando le politiche keynesiane dagli Stati Uniti si erano diffuse in tutta Europa, convincendo i

Governi che il modo migliore per uscire dalla crisi globale, iniziata nel 1929 con il crollo della borsa di Wall Street, fosse un preciso piano di pubblici investimenti che fornisse la liquidità necessaria che il mercato, in quel momento, non era in grado di produrre da solo.

In Francia le prime nazionalizzazioni erano state messe in atto dal fronte popolare, nel 1936, con la riorganizzazione della *Banque de France*, l'istituzione della *Caisse de marchés de l'Etat* e la nazionalizzazione delle imprese che fabbricavano armi. Era stata poi creata una nuova società, la *Sncf*, alla quale erano state cedute tutte le attività relative al trasporto ferroviario¹⁷. Successivamente, dopo la liberazione della Francia nel 1945 e il trionfo dell'ideologia interventista del generale Charles De Gaulle, il vecchio programma politico è stato ripreso con una nuova ondata di nazionalizzazioni che hanno coinvolto fortemente il settore energetico, le banche di deposito, le assicurazioni e anche la *Renault*. Le condizioni drammatiche in cui versava l'economia francese dal punto di vista produttivo e della distribuzione, hanno fatto sì che si affermasse la forte convinzione che solo l'appoggio diretto dello Stato avrebbe potuto garantire adeguate prospettive di crescita economica; risalgono, infatti, agli anni del dopoguerra molti degli interventi di realizzazione del sistema di protezione sociale, come l'istituzione del salario minimo, la riorganizzazione del sistema pensionistico e dell'assistenza sociale, uniti al controllo dei prezzi e dei cambi e alla realizzazione di una politica industriale mirata al controllo degli investimenti esteri e alla concessione di incentivi e agevolazioni per le imprese nazionali.

Negli anni successivi tale configurazione del sistema francese è andata sempre più consolidandosi, fino ad arrivare all'ultimo intervento di nazionalizzazioni, portato a termine dal Governo Mauroy, composto da ministri socialisti e comunisti, nel 1982. Di lì a poco però, si è diffusa la consapevolezza dell'esborso insostenibile che i finanziamenti e i sussidi statali richiedevano e che lo Stato non possedeva i mezzi necessari per assicurare il capitale idoneo a

¹⁷ G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., p. 30.

mantenere competitività sui mercati internazionali. Inoltre, in un'ottica di integrazione europea delle economie, lo svantaggio di molte imprese francesi nell'avere come unico azionista o come azionista di riferimento lo Stato, risultava evidente, nella misura in cui a qualsiasi tavolo di trattativa, i potenziali partner o finanziatori potevano nutrire qualche diffidenza o timore. Nel 1983, dunque, la crisi della finanza pubblica ha spinto il Governo socialista, consapevole del rischio per l'economia di un'eccessiva perdita di competitività, a introdurre una riforma legislativa che consentiva alle imprese pubbliche di potersi finanziare attraverso il ricorso al risparmio privato, con ciò ponendo le basi per il successivo programma di privatizzazione¹⁸.

Tuttavia, la spinta maggiore al radicale mutamento della politica economica francese, a partire dalla metà degli anni Ottanta in poi, si è avuta senza dubbio dal processo di integrazione europea; da un lato, attraverso le regole monetarie dello *SME* e l'introduzione dei vincoli di bilancio in vista della moneta unica, dall'altro, con le regole sulla libera concorrenza e sugli aiuti di Stato.

Nel 1979 è stato istituito il Sistema Monetario Europeo (SME), che fra le altre cose prevedeva delle parità fisse fra le monete europee che vi avevano aderito e non permetteva di effettuare svalutazioni competitive volte a favorire le esportazioni; questi parametri non consentivano poi una gestione flessibile del deficit, ma al contrario imponevano un atteggiamento di rigore nella gestione della finanza pubblica e del rapporto debito/PIL. Quando poi, dopo il trattato di Maastricht del 1992, sono stati imposti ulteriori specifici criteri di convergenza per quei Paesi che intendessero aderire all'Unione Monetaria Europea, è risultato evidente come i margini di azione attiva dello Stato francese nell'economia si fossero fortemente ridotti.

A tutto ciò si devono aggiungere poi le discipline europee sulla libera concorrenza e sul divieto di aiuti di Stato. I sussidi che il Governo francese spesso ha erogato per il salvataggio di molte imprese pubbliche hanno

¹⁸ P. BANCE & L. MONNIER, *The privatization of public enterprises in France*, in *Annals of public and Co-operative Economy*, Apr-June 1986, Vol. 57, Issue 2, p. 192; A. BIZAGUET, *Le secteur public et les privatizations*, in Press Universitaire de France, 1988.

cominciato ad essere sottoposti al sempre più rigoroso esame della Commissione europea. Le norme sulla concorrenza, infatti, imponevano all'azionista pubblico di comportarsi secondo le dinamiche del mercato, astenendosi da finanziamenti e da sovvenzioni ingiustificate. Oltre a ciò, molte imprese pubbliche francesi, operanti in settori potenzialmente concorrenziali, godevano del beneficio del monopolio e per questo motivo si sono scontrate con i pareri negativi delle istituzioni europee.

Una radicale riforma in campo economico, che ripensasse la struttura dell'intero modello, era fortemente richiesta ed è stata così avviata a partire dal 1986, quando i partiti di centrodestra hanno conquistato la maggioranza dei seggi in Assemblea Nazionale. Il Governo Chirac ha dovuto procedere sulla base dell'approvazione di una legge, la n. 86/793, considerato che l'art. 34 della Costituzione del 1958 stabiliva che fosse riservata alla legge la regolazione delle nazionalizzazioni e della dismissione delle partecipazioni pubbliche nelle imprese; lo sforzo del Governo ha riguardato soprattutto quei settori che pochi anni prima erano stati oggetto delle nazionalizzazioni da parte del Governo socialista, ossia quello assicurativo e quello bancario, ma ciò che più rileva è che sono state lasciate fuori quelle imprese, quali la *Renault* o la compagnia di bandiera *Air France*, le cui condizioni finanziarie non le rendevano facilmente collocabili sul mercato e la cui importanza strategica ne rendeva troppo importante la continuità aziendale; su di esse, dunque, lo Stato si riservava la possibilità di controllare direttamente i bilanci e i piani aziendali. Un'altra ragione che ha spinto il Governo Chirac a lasciare fuori dal processo queste due compagnie era l'attenzione mediatica che esse si portavano dietro; non poteva passare il messaggio che lo Stato stava svendendo i propri campioni nazionali al settore privato, rinunciando addirittura al controllo della compagnia di bandiera. Il popolo francese doveva credere che le privatizzazioni rientrassero nella normale evoluzione dell'economia e che fossero quindi necessarie per adeguarsi alle esigenze di mercato e per adempiere agli obblighi derivanti dall'appartenenza della Francia alla Comunità

Europea; il controllo dello Stato sarebbe comunque rimasto in altre forme, seppure non gestendo direttamente le partecipazioni.

In questa logica, l'Esecutivo del 1986 si è fatto promotore di un programma che ha visto restituite al settore privato quelle imprese che non gestivano un servizio pubblico essenziale e che non costituivano monopolio naturale, dunque quelle imprese che operavano in un contesto concorrenziale. Il programma è stato pianificato dettagliatamente e perseguito con relativa prudenza, anche a causa delle iniziali resistenze del Presidente della Repubblica, che si è rifiutato di firmare i decreti, per timore che il bene pubblico potesse essere svenduto e quindi non valorizzato e che i beni necessari per preservare l'indipendenza nazionale finissero in un futuro in mani straniere. Si è dovuto quindi procedere con l'approvazione, in Assemblea Nazionale, della richiamata legge n. 86/793, che fra le altre cose ha concepito i primi strumenti di controllo sulle società privatizzate, che consentivano al Governo, attraverso la limitazione della dimensione dei pacchetti azionari e la mappatura delle partecipazioni, di vigilare sulla riuscita dell'intero processo, considerata la sua complessità.

Il primo strumento messo in campo è stato quello dei *Noyaux durs* (*Noccioli duri*)¹⁹. In base alla legge, erano stati attribuiti al Ministro dell'Economia diversi poteri di controllo sulla dismissione delle partecipazioni statali, grazie ai quali egli avrebbe potuto – come in effetti fece – costruire una fitta rete di partecipazioni incrociate che preservassero le aziende da scalate ostili. Infatti, era stato subito messo in evidenza come la capitalizzazione insufficiente di molte aziende francesi le avrebbe esposte a enormi rischi, dal momento che, oltretutto, chi presenziava ai tavoli delle trattative con le aziende straniere non erano più i rappresentanti dell'azionista pubblico, in grado quindi di difendere al meglio i pubblici interessi, bensì i privati. Per ovviare a questo problema, i *Noccioli duri* prevedevano di selezionare alcune imprese, fra i più grandi gruppi industriali, bancari e assicurativi del Paese, alle quali venivano ceduti dei

¹⁹ H. DUMÉZ, A. JEUNEMAITRE, *Le privatizzazioni in Francia*, in *Stato e mercato*, 1996, pp. 307 s.

pacchetti azionari, che non superassero ciascuno il 5% del capitale, per un totale di circa un terzo del totale; tali pacchetti non potevano essere alienati per due anni e allo scadere del termine era fissato un diritto di prelazione, della durata di tre anni, in capo all'impresa privatizzata. Era stato poi attribuito un 10% del capitale ai salariati. In questo modo si cercava di costruire un modello di capitalizzazione patrimoniale che rendesse difficile la riuscita di un'OPA ostile, visto che l'esborso per l'acquisto del controllo sarebbe risultato molto elevato.

Tuttavia, il numero dei gruppi che possedevano i criteri per poter partecipare alla distribuzione incrociata dei pacchetti azionari era fortemente limitato, a causa della mancanza di fondi pensione e di investitori istituzionali privati; dunque, l'attribuzione delle partecipazioni dovette essere effettuata al di fuori del mercato, con alcune delle imprese che acquistarono azioni proprie attraverso le stesse filiali. Il tutto avveniva sotto la direzione politica del ministro dell'Economia, attirando evidentemente le critiche dell'opposizione, che contestava l'assegnazione delle quote controllo delle imprese precedentemente pubbliche ad esponenti vicini alla maggioranza²⁰. Ad ogni modo, in estrema sintesi, occorre constatare che lo strumento dei *Noyaux durs* ha permesso di proteggere le imprese privatizzate fino alla fine del 1993.

Dopo la parentesi fra il 1988 e il 1993, durante la quale, dopo il cambio di maggioranza, il legislatore francese si è occupato della regolazione della cessione di quote di minoranza delle imprese pubbliche, venne messo a punto un altro programma di privatizzazione simile a quello del 1986. La nuova maggioranza, guidata da Eduard Balladur, che nel 1986 aveva ricoperto la carica di Ministro dell'economia, riteneva di poter ricavare oltre 40 miliardi di franchi dalla privatizzazione di ventuno grandi società pubbliche, somma che questa volta non sarebbe stata destinata alla riduzione del debito pubblico, come nel 1986, bensì in parte avrebbe finanziato la realizzazione di un programma di contenimento della disoccupazione e in parte sarebbe stato

²⁰ H. DUMEZ, A. JEUNEMAITRE, *op. cit.*, p. 308.

reimpresso nelle imprese rimaste pubbliche. Potenziati i poteri della Commissione sulle privatizzazioni, di modo che essa ricoprisse così un ruolo determinante nella valutazione dei potenziali acquirenti, il Governo ha cercato di correggere i difetti delle disposizioni normative precedenti, e ha portato a termine il programma con discreti risultati.

A tale proposito, nella valutazione del bilancio dell'intera stagione di privatizzazioni, è necessario considerare il contesto storico dell'epoca e l'esigenza indifferibile di dare un nuovo impulso all'economia francese, che rischiava altrimenti di rimanere ancorata alle ideologie passate e di atrofizzarsi. Fatta questa premessa, è possibile affermare che le esigenze finanziarie e di adeguamento della disciplina con la normativa europea sono state ben conciliate con la volontà di preservare le caratteristiche del modello francese, profondamente differente da quello britannico. Se da una parte, infatti, la crescita degli indici borsistici di Parigi non risulta neanche lontanamente paragonabile con la capitalizzazione della Borsa di Londra che si è avuta in quegli anni, occorre precisare che i processi sono stati condotti con obiettivi e modalità differenti²¹. In Francia, al contrario di ciò che è accaduto nel Regno Unito, non si è proceduto alla privatizzazione di quelle imprese che svolgevano servizi pubblici essenziali, le cosiddette *public utilities*, proprio per la volontà di preservare le modalità, lontane dalla logica del profitto, con cui i servizi pubblici venivano storicamente erogati ai cittadini. In un contesto nel quale buona parte dell'opinione pubblica non considerava la privatizzazione come un'opportunità per raggiungere l'efficienza e migliorare i servizi, bensì spesso come un'inutile e pericolosa dismissione di patrimonio pubblico, non sono mancati, come si vedrà, ulteriori sistemi di controllo dello Stato sulle società privatizzate, che hanno tuttavia suscitato i rilievi critici e le contestazioni delle istituzioni europee.

²¹ G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., p. 51

3.1. – Origine, obiettivi e modalità applicative dell'Action Spécifique

Oltre ai già citati *Noyaux durs*, l'altro strumento di controllo della stabilità azionaria – e sicuramente il più importante – fortemente utilizzato dal Governo francese per la gestione del processo di privatizzazione è stata l'*Action Spécifique*. Nonostante il Governo abbia fatto ricorso all'azione speciale soprattutto a partire dal 1993, già l'art. 10 della legge n. 86/912, a completamento del primo intervento del legislatore in materia, prevedeva, a discrezione del Ministro dell'Economia, la possibilità di trasformare un'azione ordinaria di una delle società oggetto della privatizzazione in azione speciale, che avrebbe sottoposto al vaglio preliminare dell'Esecutivo qualsiasi decisione idonea a modificare l'assetto proprietario e a pregiudicare l'interesse nazionale. Successivamente però, l'intervento del 1993 ha stabilito che la trasformazione dovesse essere effettuata tramite decreto²², il quale doveva necessariamente essere emanato prima che la Commissione per la privatizzazione esprimesse il suo parere riguardo all'operazione, considerato che eventuali poteri speciali in capo al Governo avrebbero sicuramente modificato il valore della partecipazione azionaria, scoraggiando quegli investitori interessati ad acquistare una quota di controllo.

Le tipologie di poteri che potevano scaturire dall'*action spécifique* erano molteplici. Innanzitutto, il Ministro dell'Economia aveva la facoltà di esprimere il gradimento preventivo al superamento, da parte di un soggetto o di più soggetti agenti di concerto fra di loro, di una soglia di partecipazione azionaria rilevante in relazione alla percentuale di capitale sociale posseduta o ai diritti di voto. Occorre sottolineare come non esistessero delle soglie fissate preventivamente, oltre le quali il potere avrebbe potuto essere esercitato, ma, al contrario, la valutazione dovesse essere effettuata caso per caso, senza alcuna distinzione fra società francese o straniera, di proprietà pubblica o

²² C.A. GIUSTI, *op. cit.*, p. 49.

privata; qualora il Ministro intendesse negare l'autorizzazione, il parere negativo doveva essere notificato tramite decreto contenente le motivazioni dalle quali era scaturita la decisione.

La seconda tipologia di potere che l'*action spécifique* poteva attribuire al Governo riguardava la facoltà di nominare uno o due rappresentanti dello Stato nel consiglio di amministrazione o nel consiglio di sorveglianza di una società. Il decreto attraverso il quale avrebbe dovuto avvenire la nomina non comportava l'ingresso in società di due membri effettivi dei predetti organi, responsabili di amministrare o vigilare, bensì garantiva allo Stato un prezioso strumento che gli consentiva di supervisionare dall'interno l'andamento delle attività, assicurandosi una presenza comunque ingombrante nei luoghi decisionali. I rappresentanti dello Stato, infatti, avevano il diritto di presenziare alle riunioni, ma al loro voto era attribuita valenza puramente consultiva.

La terza tipologia di potere consentiva all'Esecutivo di porre il veto su quelle decisioni, concernenti la cessione di attivi o la concessione di questi a titolo di garanzia, che potevano pregiudicare l'interesse nazionale. La portata di tale potere era definita nel dettaglio, in modo da non compromettere eccessivamente l'esito delle cessioni, tramite normativa secondaria, ossia il decreto di applicazione n. 93-1296, adottato dal Consiglio di Stato; in tal modo, veniva fissata la lista degli attivi strategici la cui alienazione poteva comportare l'esercizio del veto. La natura di tali attivi strategici non era specificata, potendosi quindi trattare indifferentemente di marchi, brevetti o altre immobilizzazioni materiali o immateriali.

Come si è visto, le peculiarità del modello francese richiedevano che accanto al processo di parziale dismissione del settore pubblico, la cui gestione si faceva sempre più onerosa, fosse predisposto un sistema di vigilanza e di controllo finalizzato a impedire un distacco eccessivo dello Stato dalle dinamiche di mercato, prospettiva che altrimenti avrebbe attirato sul Governo numerose critiche da parte dell'opinione pubblica e dalla quale sarebbe potuta scaturire, secondo alcuni, addirittura una minaccia per l'indipendenza nazionale. L'*action*

spécifique rispondeva proprio a questa esigenza, risultando chiaro l'intento del legislatore che, posti in capo al Governo poteri così penetranti e contrari alle norme di diritto comune, voleva sottolineare come la grande transizione da uno Stato imprenditore a uno Stato che ha compiti solamente di controllo e di supervisione, per assicurare i benefici sperati, richiedesse strumenti fortemente contrari alla natura stessa del libero mercato ma, al tempo stesso, tali da garantire la tutela degli interessi nazionali, che non dovevano essere danneggiati in alcun modo.

Altri elementi che meritano specifica attenzione riguardano la durata dell'*action spécifique*²³, poiché nella già citata legge sulle privatizzazioni del 1986, la n. 86/912, era stato stabilito che l'azione speciale «può, in ogni momento, essere definitivamente trasformata in azione ordinaria attraverso una decisione del Ministro dell'economia. Essa lo è di pieno diritto al termine di un periodo di 5 anni». Nel 1993, però, il legislatore ha eliminato qualsiasi limite temporale, introducendone uno applicativo legato all'obiettivo perseguito: l'*action spécifique* non poteva essere trasformata nuovamente in azione ordinaria nei casi in cui l'indipendenza nazionale fosse in causa.

Nell'analisi della disciplina, non si può mancare di porre in evidenza le affinità e le profonde differenze con l'istituto della *Golden Share* britannica.

Lo strumento concepito dal Governo francese sicuramente è stato ispirato all'*azione d'oro* inglese, in quanto i poteri che da questa scaturivano avevano permesso appena qualche anno prima al Governo britannico di mantenere un controllo sulle società dismesse, nonostante che gli obiettivi perseguiti fossero diversi. Inoltre, inizialmente, anche per l'*action spécifique* era prevista una durata massima di cinque anni, salvo poi il passo indietro del legislatore francese che meritoriamente²⁴ ha ritenuto che il proprio modello di ordinamento, per

²³ G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., pp. 69 ss.

²⁴ L'ordinamento francese in campo economico, profondamente differente da quello britannico, si fondava sul ruolo attivo dello Stato; da un alleggerimento improvviso del controllo pubblico sarebbe scaturito un effetto contrario, in termini di efficienza del sistema, rispetto a quello auspicato dagli interventi di privatizzazione.

configurazione, non rendesse opportuna la rinuncia dello Stato al potere regolatorio. Ma la principale differenza con il modello dell'ordinamento britannico sta nel fatto che mentre in Gran Bretagna i poteri della *Golden Share* derivavano da una fonte contrattuale, rappresentata dagli statuti delle società privatizzate, le azioni ordinarie delle società francesi, subivano la trasformazione in *action spécifique* mediante un apposito atto normativo, che ne determinava anche i poteri utilizzabili all'interno delle medesime compagini societarie.

3.2. – La sentenza della Corte di Giustizia Europea del 4 giugno 2002, in causa C-483/99: Commissione c. Repubblica francese

L'intero regime giuridico dell'*action spécifique* è stato messo in pratica per la prima volta il 13 dicembre 1993, in occasione della privatizzazione del gruppo petrolifero francese *Elf-Aquitaine*. Alla fine degli anni Novanta, complice la crisi del petrolio, la società era divenuta un possibile obiettivo per scalate ostili da parte di *competitors* stranieri, in particolare inglesi o americani. I profitti della *Elf* erano crollati negli anni precedenti e il prezzo delle azioni si era fortemente ridotto. Da qui emersero le preoccupazioni del Governo francese, che tutto voleva fuorché permettere che le aziende strategiche in un settore come quello energetico cadessero in mani straniere. Per questo motivo, dal momento che cominciava ad emergere la possibilità di un'acquisizione ostile da parte della britannica *Shell*, il Governo francese cercò di correre ai ripari prospettando per la compagnia una fusione con l'azienda concorrente nazionale *Totalfina*. Tuttavia, i dirigenti di *Elf* inizialmente non consentirono la realizzazione del progetto tanto caldeggiato dalle autorità nazionali, e per questo il Governo, al fine di scongiurare ad ogni costo un *takeover* estero, scelse di utilizzare l'*action spécifique* che possedeva in *Elf* per stroncare le resistenze del *management* e

arrivare a uno storico accordo, poi raggiunto effettivamente nel settembre del 1999.

Dalla fusione delle due imprese petrolifere più grandi di Francia, è nata la *TotalFinaElf*, oggi *Total*, che si stima essere la quarta compagnia petrolifera mondiale per dimensioni e giro di affari.

I poteri speciali che l'Esecutivo aveva la facoltà di esercitare all'interno della società, erano di diversa natura; il Ministro dell'economia poteva porre il veto alla cessione di attivi strategici e concedere un'autorizzazione preventiva per gli acquisti di partecipazioni che superassero la soglia del decimo del capitale; inoltre, erano stati nominati dal Governo due membri del consiglio di amministrazione, a garanzia dell'interesse pubblico.

Tuttavia, nonostante che i poteri derivanti dall'azione specifica riguardassero un settore, quale quello petrolifero, indubbiamente di importanza strategica per l'approvvigionamento nazionale in caso di crisi, appariva chiaro l'intento del Governo francese di evitare a qualsiasi costo l'ingresso in società di capitali stranieri; si configurava, quindi, una chiara violazione del diritto comunitario, non sfuggita all'esame negativo della Commissione europea, la quale ha citato in giudizio la Francia per violazione dei Trattati CE. Il giudizio di legittimità, dinnanzi alla Corte di Giustizia europea, si è concluso con la sentenza del 4 giugno del 2002²⁵, che oltre al caso della *Elf Aquitaine*, ha riguardato anche le cause analoghe promosse contro Belgio e Portogallo²⁶.

Quello belga è l'unico esempio europeo di *Golden Share* che non si è concluso con una sentenza di condanna da parte della Corte, che invece nello stesso giorno ha colpito sia Francia che Portogallo. Le due sentenze sono risultate in contrasto con i pareri dell'Avvocato Generale Ruiz-Jarabo, che aveva invitato il Supremo Giudice europeo a respingere la maggior parte delle accuse della Commissione, in quanto a suo giudizio i poteri speciali derivanti dalle

²⁵ Causa C-483/99, *Commissione c. Repubblica francese* [2002].

²⁶ Causa C-503/99, *Commissione c. Regno del Belgio* [2002]; Causa C-367/99, *Commissione c. Repubblica portoghese* [2002].

legislazioni dei tre Paesi non avevano alcuna natura discriminatoria, potendo essere applicati indistintamente a qualsiasi cittadino, di qualsiasi Stato²⁷.

I poteri del Governo francese nella compagnia petrolifera *Elf*, sono stati dichiarati incompatibili con la disciplina dei Trattati CE, nella misura in cui il diritto di opposizione alla cessione di attivi e l'autorizzazione preventiva al superamento di una soglia di partecipazione, rappresentavano un grave pregiudizio alla libera circolazione dei capitali, e dunque si ponevano in contrasto con l'art. 56 del Trattato CE. La Corte, pur giustificando la legittimità della previsione di un'*action spécifique*, considerata l'importanza strategica per gli interessi nazionali del settore in cui la Elf operava, ha optato per un'interpretazione restrittiva della normativa europea. Anche in questo caso il meccanismo di autorizzazione preventiva non è stato ritenuto proporzionale al perseguimento di un legittimo obiettivo²⁸.

Con riguardo ai poteri speciali derivanti dalla normativa portoghese, la Corte li ha parimenti ritenuti incompatibili con la normativa europea; anche a parere dell'Avvocato Generale, in questo caso, la legislazione di quello Stato si poneva in contrasto con i Trattati, essendo chiaramente discriminatoria nei confronti dei cittadini degli altri Stati membri. Tuttavia, l'incompatibilità secondo la Corte si configurava anche per il sistema di autorizzazione preventiva del Governo portoghese all'acquisto di partecipazioni oltre una certa soglia.

La sentenza che ha respinto le accuse della Commissione contro il Belgio, come si vedrà più avanti nell'elaborato, rappresenta invece un importante passo avanti della giurisprudenza eurounitaria, in quanto vengono delineati i

²⁷ Secondo quanto sostenuto dall'Avvocato Generale Ruiz-Jarabo, la Corte, nei tre giudizi, avrebbe dovuto optare per un'interpretazione estensiva dell'art. 295 del Trattato CE, il quale stabilisce che viene lasciato «*del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati Membri*» e che non era stato adeguatamente considerato nei rilievi e nei ricorsi della Commissione europea (cfr. Conclusioni dell'Avvocato Generale D. RUIZ JARABO COLOMER del 3 luglio 2001 nella Causa C-367/98 contro la Repubblica portoghese, nella Causa C-483/99 contro la Repubblica francese e nella Causa C-503/99 contro il Regno del Belgio, reperibile *on line* in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:61998CC0367>).

²⁸ V. KRONENBERGER, *The rise of the "golden" age of free movement of capital: a comment on the golden shares judgement of the Court of Justice of the European Communities*, in *European Business Organizations Law Review*, 2003, 4 (1), pp. 115-135.

connotati di una *Golden Share* considerata compatibile con la disciplina dei Trattati.

3.3 – Il decreto Alstom e la riforma del 2014

Come si è avuto modo di illustrare nei paragrafi precedenti, in Francia il settore pubblico ha giocato un ruolo chiave nella crescita economica del Paese dal dopoguerra ad oggi. Oltre agli strumenti dell'*action spécifique* e dei *noyau durs*, la partecipazione diretta al capitale delle imprese è stata certamente uno degli strumenti maggiormente efficaci per la protezione degli interessi nazionali, alla quale il legislatore francese non ha mai rinunciato del tutto, nemmeno durante la stagione delle privatizzazioni. Tuttavia, l'approccio eccessivamente interventista è stato spesso oggetto di richiamo da parte delle istituzioni europee, che hanno più volte invitato il legislatore francese al rispetto della normativa sulla libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali; a tal proposito, affinché la protezione degli interessi dello Stato non limitasse oltremodo gli investimenti, anche in Francia, come in altri Paesi europei, si è tentato di arrivare a una disciplina di controllo degli investimenti esteri diretti dotata di un elevato livello di certezza del diritto, compatibile con le prerogative europee e il più possibile affine a quella degli altri Stati membri.

Il primo rilevante intervento di riforma è stato avviato nel 2014, con l'emanazione del Décret n. 2014-479 del 14 maggio 2014, meglio noto come "*decreto Alstom*", o "*decreto Montenbourg*", dal nome del ministro che ne ha promosso l'adozione. Questo atto normativo ha assunto questa denominazione poiché è stato emanato in occasione del tentativo di acquisizione della società francese *Alstom* da parte dell'americana *General Electric*, azienda che nel 2012 aveva acquistato anche la divisione aeronautica della società italiana *Avio*; il decreto ha parzialmente modificato la parte regolamentare del *Code monétaire et financier*, introducendo misure di controllo

più stringenti sugli investimenti esteri, con particolare riguardo a quelli provenienti da Paesi extra-UE. Il decreto Alstom, nello specifico, ha disposto la restrizione dell'ambito dei soggetti sottoposti alla disciplina per gli investitori di Paesi UE, l'estensione dell'ambito oggettivo di applicazione dei poteri, modifica considerata la più rilevante, e alcune modifiche nei presupposti per la concessione o la negazione dell'autorizzazione da parte del Ministro²⁹.

Con riguardo ai soggetti appartenenti all'Unione europea, anche alla luce delle innumerevoli pronunce della Corte di Giustizia, il controllo non poteva che essere allentato: l'atto normativo del 2014, infatti, ha equiparato ai soggetti appartenenti agli Stati membri dell'Unione europea gli investitori provenienti da Paesi facenti parte dello Spazio Economico Europeo, che avessero tuttavia stipulato accordi di collaborazione con la Francia per la lotta alla frode e all'evasione fiscale.

La disciplina, però, è intervenuta soprattutto ad estendere l'ambito dei settori sottoposti al controllo statale e, in particolare, al meccanismo di autorizzazione preventiva ministeriale. La normativa previgente si applicava ai soli settori della difesa, della sicurezza nazionale, della lotta al terrorismo, delle intercettazioni e della sicurezza informatica. Il nuovo Codice, invece, ha previsto che nell'ambito di applicazione della normativa, a prescindere dallo Stato di provenienza dell'investitore, fossero compresi anche quelli riguardanti i seguenti settori:

- a) integrità, sicurezza e continuità dell'approvvigionamento di elettricità, gas, idrocarburi o altre fonti energetiche;
- b) integrità, sicurezza e continuità dell'approvvigionamento di risorse idriche nel rispetto delle norme adottate nell'interesse della salute pubblica;
- c) integrità, sicurezza e continuità dell'utilizzo delle reti e dei servizi di trasporto;

²⁹ A. PERICU, *Il decreto Alstom: illustrazione della disciplina e prime valutazioni di compatibilità con l'ordinamento comunitario*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2014, 2, pp. 290-299.

- d) integrità, sicurezza e continuità dell'utilizzo delle reti e dei servizi di comunicazione elettronica;
- e) integrità, sicurezza e continuità dell'utilizzo di uno stabilimento, un impianto o un'opera di importanza vitale così come identificati dal codice della difesa;
- f) protezione della salute pubblica.

La portata oggettiva del sistema di controllo degli investimenti esteri è stata quindi estesa in termini assai rilevanti.

L'altra importante modifica riguarda le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione ministeriale. Il decreto Alstom ha previsto che il Ministro, nella valutazione sul rilascio o meno dell'autorizzazione, debba considerare, tenuto conto del principio di proporzionalità, la possibilità di subordinare il proprio assenso al rispetto da parte dell'investitore di alcune condizionalità, che possono riguardare l'obbligo di continuità negli approvvigionamenti, l'adempimento di particolari obbligazioni, il mantenimento della capacità di ricerca e sviluppo, oppure la continuità di alcune opere o infrastrutture di importanza "vitale" per la nazione. Il Ministro, inoltre, ha la facoltà di imporre all'investitore straniero che i soli rami di attività considerati strategici, secondo la disciplina del *Code monétaire et financier*, vengano ceduti ad un'impresa indipendente dall'acquirente.

Come si è detto, la Francia, oltre a garantire la protezione degli interessi nazionali attraverso il continuo rinnovamento della disciplina sul controllo degli investimenti esteri, possiede ancora un gran numero di imprese controllate direttamente dal Governo. Tuttavia, anche la gestione delle partecipazioni deve svolgersi secondo norme specifiche che ne limitino la concentrazione in mani non gradite, ed è per questo che lo strumento dell'*action spécifique*, un'azione speciale in capo all'azionista pubblico dalla quale derivano diversi poteri, rappresenta tuttora un potente meccanismo di controllo previsto dall'ordinamento francese. Come risulta dalle precedenti considerazioni, l'azione specifica è stata inizialmente prevista dalla legge sulle

privatizzazioni del 1986, ma attualmente è regolata dall'ordinanza del 20 agosto 2014, modificata successivamente dalla «*Loi n. 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques*», conosciuta come “*Loi Macron*”, dal nome dell'attuale Presidente della Repubblica francese, allora Ministro dell'Economia.

L'attuale disciplina prevede che, tramite decreto, si possa istituire un'*action spécifique* solo nel caso di una privatizzazione e i poteri che sorgono in capo al Governo sono regolati e previsti dai singoli decreti istitutivi. Il quadro normativo attribuisce allo Stato una serie di diritti, da esercitarsi secondo il principio di proporzionalità, fra i quali risulta opportuno menzionare:

- a) il diritto di esprimere il gradimento per il superamento di determinate soglie di partecipazione al capitale e ai diritti di voto;
- b) il diritto di porre il veto alla cessione o alla concessione di attivi strategici a titolo di garanzia;
- c) il diritto di nominare un componente del consiglio di amministrazione, senza tuttavia diritto di voto.

Tutti i diritti derivanti dalle azioni speciali devono essere necessari, adeguati e proporzionati all'obiettivo da conseguire, di modo che l'intervento pubblico non sia troppo limitante per gli investimenti, in misura tale da determinare l'incompatibilità con le norme dell'ordinamento europeo³⁰. Oltre a ciò, lo Stato francese si riserva la possibilità di concludere con gli azionisti di una certa società degli accordi specifici, i quali, rientrando nella sfera applicativa del diritto comune, non comportano la violazione del diritto eurounitario, purché tuttavia venga dimostrato che lo Stato non abbia esercitato alcuna pressione per la sottoscrizione di un accordo favorevole.

Dallo studio del modello dell'ordinamento francese, con riguardo alla disciplina sul controllo degli investimenti esteri diretti, si evince quanto – malgrado le leggi sulle privatizzazioni e gli interventi del legislatore volti a limitare il ruolo attivo dello Stato nell'economia – il settore pubblico continui a

³⁰ G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., pp. 250 ss.

rappresentare una percentuale importante del PIL francese e quanto l'Eliseo resti uno dei principali interlocutori ai tavoli delle trattative. Resta tuttavia elevato il numero di coloro che auspicherebbero una riforma in senso maggiormente liberista, considerato che numerosi studi dimostrano quanto sia onerosa per le casse erariali la gestione diretta delle partecipazioni azionarie. In un rapporto del 2017³¹, ad esempio, la Corte dei Conti francese ha espresso il suo punto di vista negativo sulle imprese di proprietà pubblica, evidenziando le contraddizioni dello Stato imprenditore, incapace, secondo la Corte, di colmare il *gap* di efficienza con il settore privato. Oltre a ciò, la situazione finanziaria del settore pubblico è stata definita “preoccupante”, a causa degli enormi sprechi di denaro pubblico e l'eccessiva onerosità gestionale.

Nonostante le dimostrazioni degli studi di settore, l'opinione pubblica francese rimane perlopiù contraria a un'ulteriore dismissione delle partecipazioni statali e le crisi economiche degli ultimi anni hanno ulteriormente rafforzato il fronte dei sostenitori di un'economia pubblica forte. Lo stesso Presidente della Repubblica Emmanuel Macron ha più volte dichiarato di voler favorire la prospettiva di uno Stato azionista, che gestisca con dinamicità le partecipazioni, che pianifichi il futuro favorendo innovazione e sviluppo; ma per superare le criticità finanziarie occorrerebbe che l'attuale assetto normativo fosse modificato, diminuendo i costi di gestione e favorendo gli investimenti.

La visione futura del Capo dello Stato francese, però, corrisponde alla linea di pensiero che in questo momento è da considerarsi maggioritaria in Europa. Risulta infatti fondamentale per l'economia del Vecchio continente l'introduzione di meccanismi comuni di difesa del proprio patrimonio strategico; le politiche fiscali favorevoli agli investimenti esteri che i Governi di Cina e Stati Uniti stanno attuando nell'ambito della guerra commerciale, unite alla necessità di proteggere le società europee quotate nei mercati regolamentati, che a causa dell'emergenza sanitaria da Covid-19 hanno subito un crollo in termini di valore delle azioni, hanno favorito una rinnovata

³¹ “L'Etat actionnaire”, gennaio 2017.

espansione dei meccanismi protezionistici. La sfida futura sarà quella di garantire, allo stesso tempo, la fornitura dei capitali necessari a porre le imprese nelle migliori condizioni di operatività.

CAPITOLO II

I POTERI SPECIALI NELL'EVOLUZIONE DEL DIRITTO SOCIETARIO ITALIANO

1. – Dallo Stato imprenditore allo Stato regolatore

In Italia il processo che ha portato alla privatizzazione di buona parte del settore pubblico industriale è partito con cospicuo ritardo rispetto a Francia e Gran Bretagna, per numerose ragioni, fra le quali il dibattito politico e accademico che ha avuto luogo durante gli anni Ottanta riguardo ai possibili vantaggi o svantaggi che avrebbe comportato la dismissione delle partecipazioni statali.

Fino alla stagione delle privatizzazioni, iniziata negli anni Novanta, in Italia il settore pubblico rappresentava circa il 20% del Prodotto Interno Lordo ed era dunque assimilabile, per rilevanza e dimensioni, a quello francese. Anche in Italia, nei primi anni Novanta, complice l'elevato livello delle spese di gestione dei servizi, il sistema di finanza pubblica era andato in crisi e necessitava di un poderoso intervento di stabilizzazione; a tale riguardo, le privatizzazioni rappresentavano una grande occasione per la riduzione del debito, nella misura in cui si prevedeva che le entrate derivanti dalla cessione delle partecipazioni dello Stato, confluissero nel Fondo di ammortamento dei titoli di Stato, di modo che potessero destinarsi al rimborso dei titoli in scadenza o al riacquisto di titoli già in circolazione sul mercato secondario.

Il fenomeno italiano di dismissione delle partecipazioni statali, tuttavia, ha assunto caratteri assolutamente peculiari, facendo sì che il passaggio di alcune società dal settore pubblico a quello privato sia stato regolato attraverso procedure di cui non è dato trovare riscontro in alcun altro ordinamento europeo; ciò è avvenuto, principalmente, a causa della particolare organizzazione del settore pubblico italiano degli anni Ottanta.

Lo Stato italiano, all'epoca, esercitava direttamente l'attività di impresa principalmente sotto tre diverse forme. In primo luogo, attraverso l'azienda o amministrazione autonoma, intesa come una struttura dell'amministrazione pubblica la quale, ancorché dotata di un certo grado di autonomia, agisce sotto la direzione di un Ministro ed è priva di una propria soggettività giuridica. Esempi di amministrazioni autonome erano l'Azienda di Stato per i servizi telefonici, l'Azienda autonoma delle Ferrovie dello Stato, trasformata in ente pubblico nel 1985, e l'Amministrazione delle poste e delle telecomunicazioni.

Lo Stato poteva poi esercitare l'attività di impresa attraverso un ente pubblico economico; con questa qualificazione si fa riferimento ad una struttura regolata da un ordinamento di diritto pubblico e dotato di una propria personalità giuridica distinta e autonoma rispetto a quella delle Amministrazioni dello Stato. L'ente è soggetto all'indirizzo e al controllo ministeriale, che viene esercitato mediante atti pubblici. Prima della trasformazione in società per azioni, l'IRI, l'ENEL e l'ENI rivestivano la forma di altrettanti enti pubblici economici.

La terza forma utilizzata per lo svolgimento dell'attività economica pubblica era la società per azioni; secondo questo modello, gli enti pubblici possiedono le partecipazioni di controllo all'interno di una società, la quale esercita le proprie facoltà di fare impresa in base al diritto privato³².

Nella pratica il settore pubblico industriale italiano si poggiava per la maggior parte sui grandi enti pubblici economici, come l'IRI e l'ENI. Il primo (Istituto nazionale per la Ricostruzione Industriale) era stato istituito durante il fascismo, nel 1933, con lo scopo di acquisire al suo interno le partecipazioni di controllo delle imprese in difficoltà, che sarebbero state restituite ai privati successivamente al salvataggio e alla riorganizzazione. Di fatto però, nel dopoguerra, l'IRI aveva assunto il ruolo di una grande "holding" statale, che possedeva le azioni di buona parte delle imprese di dominio pubblico; negli anni Ottanta l'IRI possedeva partecipazioni nei settori bancario,

³² D. SICLARI, *Le privatizzazioni nel diritto dell'economia*, in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di M. Pellegrini, Padova, 2016, pp. 414 s.

metalmecanico, siderurgico, dei trasporti e delle telecomunicazioni. L'ENI (Ente Nazionale Idrocarburi) era stato istituito nel 1953 e possedeva partecipazioni nei settori petrolifero, del gas e metalmecanico. Da ognuno di questi enti pubblici, gestiti dal Ministero delle partecipazioni statali, dipendeva un ingente numero di società di diritto privato³³.

Il programma di privatizzazioni nell'ordinamento italiano, evidentemente, non poteva che subire un grande impulso dalle prospettive di integrazione europea. Nel 1986 la Commissione europea aveva presentato al Consiglio Europeo un programma per la liberalizzazione dei movimenti di capitali all'interno della Comunità, che prevedeva la liberalizzazione incondizionata di tutte le operazioni di capitali e l'integrazione dei mercati nazionali di titoli finanziari; successivamente, con il Trattato sull'Unione europea stipulato a Maastricht del 1992, il principio era stato affermato non più solo come strumento per finanziare il mercato comune, bensì come principio assoluto, applicabile in tutti i rapporti interni alla Comunità e fra Stati membri e Paesi terzi.

Risultava fondamentale, in vista dell'ingresso nella moneta unica dei Paesi che avevano ratificato il Trattato, che i capitali potessero circolare liberamente all'interno della nuova Unione europea, senza che gli Stati si opponessero con misure protezionistiche e contrarie alle logiche del mercato.

È stato in questo contesto, e per adeguarsi ai nuovi modelli di mercato che si andavano delineando, che anche in Italia sono stati presentati importanti progetti di riforma in campo economico e finanziario.

Per la verità, alcuni interventi di dismissione del patrimonio pubblico industriale si erano verificati già negli anni Ottanta e nei primissimi anni Novanta. Sebbene non risulti corretto considerare questo periodo propriamente come un ciclo di privatizzazioni, a causa del carattere sporadico delle singole cessioni, a questi anni sono riconducibili il trasferimento dell'*Alfa Romeo* dall'IRI alla *FLAT*, la cessione da parte di *ENI* del gruppo *Lanerossi* al gruppo *Marzotto*, il passaggio della *Cementir* dall'IRI al gruppo *Caltagirone*.

³³ S. CASSESE, *I controlli pubblici sulle privatizzazioni*, in *Giornale dir. amm.*, n. 2001, 8, pp. 855 ss.

Ciascuna di queste operazioni è stata il risultato di decisioni prese dai vertici delle singole holding, che dunque non hanno riguardato direttamente il Governo; la cessione di partecipazioni pubbliche figura per la prima volta nel programma di un Esecutivo nel 1989, quando nel programma del VI governo Andreotti viene prevista la cessione di «*beni patrimoniali dello Stato in modo da contribuire ad una significativa riduzione del debito e da immettere sul mercato beni finora non disponibili, che potranno stimolare l'intrapresa di nuove iniziative*»³⁴.

Inoltre, la riorganizzazione del settore industriale è andata di pari passo con le privatizzazioni del mercato finanziario e dei circuiti dei flussi di approvvigionamento finanziario, attuate prima in modo formale con la legge n. 218 del 1990, conosciuta come “Legge Amato-Carli”, e poi in modo sostanziale.

Questo intervento di riforma rispondeva alla necessità di consentire l'apertura verso l'estero del mercato creditizio, ai fini dello sviluppo del mercato unico europeo. La legge Amato prevedeva una procedura complessa per garantire che l'esercizio dell'attività creditizia, che fino ad allora era per più della metà in mano ad enti di diritto pubblico, venisse svolto sotto la forma giuridica della società per azioni.

Venivano così create appositamente delle S.P.A. a beneficio delle quali le fondazioni bancarie, attraverso un conferimento, attribuivano l'azienda bancaria per ricevere in cambio le partecipazioni azionarie delle nuove società. Si costituivano in tal modo due soggetti: l'ente conferente, ossia la fondazione bancaria, che in vista della collocazione delle partecipazioni sul mercato continuava ad esercitare il controllo dell'attività di intermediazione finanziaria, e la società conferitaria, che svolgeva propriamente l'attività secondo le disposizioni del testo unico bancario³⁵. La legge n. 218 del 1990 intendeva favorire questi trasferimenti in società per azioni attraverso la concessione di agevolazioni fiscali e regimi tributari favorevoli volti a incentivare le operazioni

³⁴ S. CASSESE, *Privatizzazioni annunciate, mezze privatizzazioni e pseudo privatizzazioni in Italia*, in *Economia e credito*, 1992, 1/2, pp. 45.

³⁵ Si veda, all'epoca, il D.lgs. n. 385 del 1993.

straordinarie di fusione, scissione, trasformazione e conferimento³⁶. Successivamente, attraverso altri interventi normativi, il legislatore ha disposto la collocazione sul mercato delle partecipazioni di maggioranza nelle banche conferitarie entro un periodo determinato.

I primi interventi normativi che hanno regolato la privatizzazione del settore pubblico industriale risalgono, come si è detto, ai primi anni Novanta, con un ritardo significativo rispetto a Gran Bretagna e Francia³⁷. Anche il processo di dismissione delle partecipazioni pubbliche può essere distinto in due fasi: la prima, altrimenti nota come fase delle c.d. “privatizzazioni formali”, è consistita nella trasformazione delle imprese già di proprietà pubblica nella forma giuridica della società per azioni; la seconda, conosciuta come fase delle c.d. “privatizzazioni sostanziali”, ha visto la diffusione delle azioni fra il pubblico, venendo così realizzata una vera e propria dismissione reale dell’antica proprietà pubblica.

Con il decreto legge n. 386 del 1991, significativamente intitolato alla *«Trasformazione degli enti pubblici economici, dismissione delle partecipazioni statali ed alienazione di beni patrimoniali suscettibili di gestione economica»*, si è tentato di dare inizio alla prima fase, attraverso la trasformazione degli enti pubblici in società per azioni e la conseguente cessione di partecipazioni. Tuttavia, queste procedure sono rimaste di fatto inattuata e il primo rilevante intervento del legislatore in materia si è avuto con l’adozione del decreto legge n. 333 del 1992, recante *«Misure urgenti per il risanamento della finanza pubblica»*, emanato successivamente all’abrogazione tramite referendum popolare della legge n. 1589 del 1956, che aveva istituito il Ministero delle partecipazioni statali. Questo atto normativo ha rappresentato un passo importante, poiché, fra le altre cose, ha disposto la trasformazione diretta dell’IRI, dell’ENI, dell’ENEL

³⁶ D. SICLARI, *op. cit.*, p. 430.

³⁷ Secondo G. MAJONE, A. LA SPINA, *“Deregulation” e privatizzazioni: differenze e convergenze*, in *Stato e mercato*, 1992, 2, p. 286, il ritardo italiano nel processo di privatizzazioni era dovuto alla mancanza di una politica economica di largo respiro che fosse guidata dall’ideologia dell’efficienza. L’obiettivo del raggiungimento dell’efficienza dei processi non era supportato dai relativi approfondimenti in tema di fallimenti del mercato, diritti del consumatore e riorganizzazione dei monopoli.

(Ente nazionale energia elettrica) e dell'INA (Istituto nazionale assicurazioni) in società per azioni, con le partecipazioni attribuite al Ministro del Tesoro, prevedendo altresì una procedura semplificata per la trasformazione delle società di diritto pubblico in S.P.A e attribuendo al Comitato interministeriale per la programmazione economica (CIPE) la facoltà di emettere una delibera, da inviare al Parlamento almeno quindici giorni prima.

Al tempo stesso tale decreto prevedeva un programma di privatizzazione sostanziale finalizzato alla valorizzazione delle partecipazioni statali e alla loro massima diffusione presso il pubblico, attraverso cessioni di rami d'azienda o altre operazioni straordinarie che avrebbero dovuto concludersi con la quotazione in borsa delle società interessate e con l'utilizzo del ricavato per risanare la finanza pubblica, rimborsando il debito. Questo programma doveva essere approvato dal Consiglio dei Ministri previo parere delle Commissioni parlamentari competenti.

Negli anni successivi si sono verificate altre trasformazioni di enti pubblici in società per azioni; nel 1997 la prima "legge Bassanini"³⁸ per la riforma della pubblica amministrazione, a tale riguardo, conferiva al Governo una delega per il riordino degli enti pubblici nazionali operanti in diversi settori. Nell'ambito di tale delega, si sono susseguiti numerosi provvedimenti dell'Esecutivo, fra i quali meritano di essere ricordati la trasformazione in società per azioni dell'Ente autonomo esposizione universale di Roma e il riordino dell'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato. In seguito, a partire dal 2001, molti sono stati gli atti normativi che hanno confermato la volontà del legislatore di adottare la forma giuridica della società per azioni per l'esercizio di attività pubbliche.

Dal punto di vista sostanziale, una prima accelerazione nel processo di dismissione delle partecipazioni pubbliche nelle nuove società si è avuta con una deliberazione del CIPE in data 30 dicembre 1992. Tale delibera ha stabilito le modalità secondo le quali doveva avvenire la vendita, individuando tre tipologie di operazioni; un'offerta pubblica di vendita sia a prezzo fisso che

³⁸ Legge n. 59 del 1997.

a prezzo determinato con sistema d'asta, un'asta pubblica, con eventuale preselezione dei partecipanti, finalizzata alla formazione di un nucleo stabile di azionisti di riferimento, oppure una trattativa privata. Con riguardo alle imprese che gestivano servizi di pubblica utilità, era specificato che si doveva favorire la massima diffusione dell'azionariato.

Per quanto concerne il prezzo di vendita delle azioni, nel caso di offerta pubblica, era prevista la possibilità di applicare delle riduzioni di prezzo, per favorire l'acquisto di massa delle azioni, anche se l'esperienza britannica poteva rappresentare una sorta di "allarme" per il legislatore italiano, per il fatto che il successo politico delle privatizzazioni inglesi non era bastato ad evitare le numerose critiche nei confronti del Governo, accusato di aver venduto le azioni a un prezzo fortemente inferiore al loro valore e determinando, così, una perdita economica per la collettività a vantaggio dei privati.

Per le misure concernenti l'alienazione tramite asta pubblica, il criterio di scelta dell'acquirente doveva essere rivolto all'obiettivo del massimo introito e ad una scelta del soggetto sulla base di caratteristiche qualitative, come la presenza di adeguate garanzie e progetti industriali³⁹.

Tuttavia, la disciplina generale sulla dismissione delle partecipazioni pubbliche nelle nuove società per azioni è stata al fine regolata con il decreto legge n. 332 del 1994, l'ultimo di una serie di decreti mai convertiti. L'atto normativo in questione, convertito dalla legge n. 474 del 1994, recava disposizioni per *«l'accelerazione delle procedure di dismissione delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni»*, ed è divenuto una pietra miliare nel processo di privatizzazioni, disciplinando con norme speciali l'organizzazione delle società oggetto della riforma; inoltre, la legge aveva specificato che prima dell'effettiva privatizzazione, dovevano essere creati *«degli organismi indipendenti per la regolarizzazione delle tariffe e il controllo della qualità dei servizi di rilevante interesse pubblico»*, ovvero le già conosciute Autorità amministrative indipendenti. Tali istituzioni avrebbero dovuto contribuire al raggiungimento degli obiettivi

³⁹ G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., pp. 118 s.

dell'intero processo; aprire molti settori agli investimenti privati e a nuovi modelli gestionali non poteva in alcun modo significare un arretramento eccessivo dello Stato in termini di controllo e regolazione. Su questo tema è intervenuta successivamente la legge n. 481 del 14 novembre 1995, che ha istituito le Autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità, fra i quali il gas, l'energia elettrica e le telecomunicazioni; la norma aveva la finalità di creare degli organi indipendenti dal Governo, facenti parte del nuovo modello di Stato regolatore, i quali, vigilando sul rispetto del principio della concorrenza, avessero la facoltà di intervenire sulle condizioni di erogazione dei servizi, sulle autorizzazioni e sui programmi.

Per assicurarsi un controllo ancora più stringente sulla transizione da settore pubblico a settore privato, il legislatore italiano, al pari di quello britannico e francese, ha concepito alcuni strumenti societari ben lontani dalle logiche del diritto comune, i quali hanno sicuramente esercitato un effetto dissuasivo nei confronti di potenziali investitori. Tuttavia, il timore di perdere in maniera definitiva il controllo dei settori definiti strategici, con il rischio di arrecare pregiudizio agli interessi nazionali, ha fatto sì che lo Stato, conseguentemente alle privatizzazioni, si riservasse dei poteri speciali all'interno delle compagini societarie attraverso strumenti come la *Golden Share*, prevista dal decreto legge n. 332 del 1994, oppure la cosiddetta "pillola avvelenata", o *poison pill*, introdotta con la legge finanziaria per il 2006.

Con riguardo a quest'ultimo strumento, la legge n. 266 del 23 dicembre 2005, ai commi da 381 a 384, ha introdotto nel nostro ordinamento un potente meccanismo, rinvenuto anche in molti ordinamenti esteri, grazie al quale è possibile bloccare la riuscita di un'OPA ostile attribuendo alla maggioranza – e nel caso di società pubbliche allo Stato – la facoltà di emettere nuove azioni o strumenti finanziari partecipativi dotati di diritto di voto, accrescendo così la propria quota e rafforzando la posizione maggioritaria.

Per redigere un bilancio adeguato dei risultati delle privatizzazioni in Italia, occorre distinguere gli aspetti finanziari da quelli di *corporate governance*. Dal

punto di vista della finanza pubblica, il processo ha permesso all'erario di incassare circa 120 miliardi di euro, una cifra consistente pari all'11% del PIL medio di quegli anni, e ha significato un progressivo aumento dell'efficienza allocativa delle risorse all'interno delle imprese. Inoltre, le privatizzazioni hanno contribuito senz'altro all'aumento della capitalizzazione della Borsa di Milano, dove il livello dei corsi nel giugno del 2000 segnava una rivalutazione del 532% rispetto al 1992⁴⁰.

Tuttavia, il tentativo di costituire, anche in Italia, un modello di *public company* di matrice anglosassone, esperito nel caso di *Telecom Italia*, non ha condotto ai risultati sperati.

Come già era stato realizzato in Gran Bretagna e in Francia, anche il nostro legislatore aveva prospettato una massima diffusione dell'azionariato, obiettivo che si intendeva perseguire perlopiù attraverso l'introduzione di un limite al possesso di pacchetti azionari.

Ma la diffusione dell'azionariato fra il pubblico non è di per se idonea a configurare il modello di società anglosassone, essendo oltretutto richiesta un'ingente capitalizzazione della borsa valori e la possibilità che il controllo possa essere acquisito facilmente sul mercato; in Italia, i modelli societari già esistenti erano profondamente diversi dalla *public company* e anche nelle imprese privatizzate la tendenza era stata quella di creare dei nuclei stabili di azionisti, fra cui in molti casi anche lo Stato, i quali, grazie ai poteri speciali della *Golden Share* e ad altri meccanismi di difesa, si riservavano un controllo pressoché stabile nei consigli di amministrazione⁴¹.

I limiti al possesso azionario, oltretutto, più che a frazionare le partecipazioni, servivano a stabilizzare la proprietà in capo alla medesima maggioranza, non rendendo appetibili gli investimenti; per questo motivo, se l'obiettivo fosse stato realmente quello di introdurre un modello societario fino ad allora sconosciuto nel nostro ordinamento, si sarebbe dovuta varare una riforma

⁴⁰ Mediobanca, 2001, *Le privatizzazioni in Italia dal 1992*, Camera dei Deputati.

⁴¹ G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., pp. 137 ss.

strutturale al fine di modificare in maniera sostanziale l'assetto delle società, in modo tale da favorire ulteriormente la crescita del numero delle transazioni di borsa e da aprire le porte agli investimenti esteri, ma che probabilmente avrebbe significato un eccessivo arretramento della presenza dello Stato nell'economia, in un ordinamento, quale quello italiano, storicamente molto differente.

Tuttavia, sebbene risulti evidente come le caratteristiche del modello italiano non corrispondessero ai presupposti necessari per la creazione di numerose *public company*, il legislatore di quegli anni, ha parzialmente ignorato questi dati di fatto, ritenendo, contrariamente a buona parte del mondo accademico⁴², di poter perseguire questo obiettivo attraverso lo strumento dei limiti al possesso azionario, di per se contrari al diritto comune e alla possibilità di ribaltamenti nel consiglio di amministrazione.

Il nostro legislatore, in sede di stesura delle norme, ha sicuramente tenuto presente le esperienze britannica e francese, con le relative contraddizioni e successi; e ha anche cercato di correggere quelle situazioni che non avevano funzionato negli altri ordinamenti, provando, all'opposto, a capitalizzare i buoni risultati ottenuti. Malgrado ciò, tuttavia, le norme presenti nei decreti sono risultate come il frutto di numerosi compromessi, derivanti dal fatto che in Italia non vi erano Governi stabili in grado di tracciare un indirizzo preciso e portarlo a termine, con evidenti conseguenze anche sui testi normativi, inevitabilmente caratterizzati da disposizioni spesso a contenuto intrinsecamente contraddittorio⁴³.

⁴² Secondo B. VISENTINI, *Privatizzazioni, banche e public company*, in *Rivista soc.*, 1994, pp. 729-739, il Governo aveva compiuto degli errori grossolani nella stesura del decreto per l'accelerazione delle procedure di privatizzazione; la norma che introduceva i limiti al possesso azionario non avrebbe sortito gli effetti sperati in termini di diffusione dell'azionariato e, anzi, avrebbe arrecato pregiudizio persino agli interessi degli azionisti risparmiatori, considerato l'aumento del valore delle azioni che solitamente seguivano i tentativi di scalata. Il provvedimento, inoltre, avrebbe creato «una diga di protezione per chi già siede nel consiglio di amministrazione, con la tranquillità che nessuno potrà sostituirlo ...».

⁴³ T. FENUCCI, *I poteri speciali dopo la privatizzazione delle imprese statali: una storia infinita*, in *Comparazione e diritto civile*, 2016, p. 11.

I meccanismi di difesa previsti, da un altro punto di vista, hanno consentito di proteggere le imprese strategiche da possibili *takeover* da parte di soggetti esteri, i quali avrebbero potuto rappresentare una minaccia per l'indipendenza nazionale.

2. – L'origine dell'istituto della *Golden Share* nell'ordinamento italiano

A seguito di un *iter* parlamentare complesso e suscitando non poche polemiche, il decreto legge n. 332 del 1994, recante norme per «*l'accelerazione delle procedure di dismissione delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni*», veniva convertito dalla legge n. 474 del 1994.

Oltre ai già discussi limiti al possesso azionario e allo strumento della “*poison pill*”, introdotto nel 2005, veniva prevista in questo decreto, quale meccanismo societario di difesa, la possibilità, anche nel nostro ordinamento, di attribuire allo Stato un'azione speciale (*Golden Share*) che gli riservasse penetranti poteri relativi alla *governance* delle società.

La norma introduttiva di tale strumento era contenuta all'articolo 2 del decreto e stabiliva che, con riguardo alle società operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e di altri pubblici servizi, individuate in maniera specifica tramite decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, prima di qualsiasi operazione di cessione del controllo pubblico, l'assemblea straordinaria dovesse – con apposita deliberazione modificativa dello statuto e anche in deroga ad altre disposizioni statutarie – attribuire specificamente alcuni poteri al Ministro del Tesoro, esercitabili d'intesa con i Ministri del Bilancio e dell'Industria.

Tali poteri, che potevano variare a seconda del caso di specie, erano riconducibili a tre diverse tipologie: il diritto di esprimere il gradimento all'acquisto di partecipazioni di una certa rilevanza, o alla conclusione di accordi o patti parasociali fra gli azionisti; il potere di porre il veto a

determinate delibere societarie; il diritto di nominare uno o più amministratori o membri del collegio sindacale.

Il primo di questi poteri, relativo all'esercizio del gradimento, prevedeva in capo al Ministro del Tesoro la possibilità, entro sessanta giorni dal momento della richiesta di iscrizione nel libro dei soci del soggetto acquirente, di manifestare o meno il suo gradimento all'operazione. L'eventuale silenzio del Ministro doveva essere interpretato nel senso di un rigetto della richiesta, e a quel punto, pur non annullandosi gli effetti del trasferimento, il socio aveva un anno di tempo per cedere le partecipazioni, alla scadenza del quale avrebbe provveduto il Tribunale.

Fino a quando il gradimento non fosse stato espresso, peraltro, rimanevano sospesi i diritti di voto e i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale legati a quelle partecipazioni. Il gradimento, poi, poteva essere espresso anche nei confronti di patti o accordi parasociali fra due o più soci, entro sessanta giorni dalla comunicazione della Consob riguardo all'esistenza di tali accordi; anche in questo caso, scaduto il termine, il silenzio doveva essere interpretato come rifiuto.

Le profonde contraddizioni insite in questa disciplina riguardavano soprattutto il riconoscimento di un potere così invasivo ad un terzo soggetto (il Ministro del Tesoro), persino nel caso in cui una privatizzazione sostanziale avesse determinato la completa uscita dello Stato dalla compagine azionaria. E anche qualora questa facoltà fosse stata prevista a tutela dell'interesse della società, risultava contraddittorio, nonché profondamente contrario al diritto comune, il fatto che non fosse concesso ai soci di riappropriarsi del loro potere mediante una semplice delibera assembleare ma, al contrario, che fosse necessario, anche in questo caso, il consenso del Ministro.

La seconda tipologia di poteri, regolata alla lettera *c)* del medesimo testo normativo, riguardava il potere di veto, esercitabile dal Ministro del Tesoro, nei confronti di determinate delibere o atti, concernenti la fusione, la scissione, il trasferimento dell'azienda o il mutamento dell'oggetto sociale. Questo

secondo potere, inoltre, consentiva di subordinare all'assenso del Ministro anche il trasferimento della sede sociale all'estero, attraverso il quale avrebbero potuto essere eluse le norme sui poteri speciali, nonché le delibere riguardanti le modifiche delle clausole introduttive degli stessi poteri.

Difatti, considerando che i diritti in capo al Governo non derivavano dal possesso di un'azione speciale, ma da semplici clausole statutarie, senza una specifica previsione legislativa, qualunque delibera assembleare, secondo il diritto comune, avrebbe potuto modificare la norma revocando allo Stato il potere di veto⁴⁴.

Ulteriori critiche al potere di veto, derivavano dal palese contrasto con alcuni dei principi cardine del diritto delle società per azioni⁴⁵; secondo il principio maggioritario, che regola le delibere assembleari e soprattutto quelle concernenti la modifica dell'atto costitutivo, pur essendo tecnicamente possibile subordinare alcune decisioni all'unanimità dei soci, tuttavia, nella realtà, è impensabile far dipendere le sorti dell'intera società dall'assenso di ogni singolo azionista, anche di colui che possiede un numero esiguo di azioni. Inoltre, era rinvenibile una chiara violazione, dal punto di vista del diritto societario, del principio proporzionalistico, se solo si considera, oltretutto, che il potere in capo allo Stato prescindeva dal possesso o meno di partecipazioni azionarie.

È per questo che risulta arduo il tentativo di ricondurre il potere di veto, così come disciplinato dal decreto, all'esercizio di un diritto speciale dell'azionista; sembrerebbe più opportuno considerarlo come un potere di derivazione extra-societaria⁴⁶, da considerare nell'ambito dei rapporti fra autorità amministrativa e autonomia statutaria.

Per quanto concerne la terza tipologia di potere, disciplinata alla lettera *d*) dell'articolo 2 del decreto, veniva prevista la possibilità per il Ministro del

⁴⁴ R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 88.

⁴⁵ G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., pp. 171 ss.

⁴⁶ L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 938 ss.

Tesoro di nominare almeno un amministratore o un numero di amministratori non superiore a un quarto dei membri del consiglio, nonché un sindaco.

Anche con riguardo a quest'ultima disposizione, si configurava un'ingerenza troppo penetrante dello Stato nelle vicende societarie, decisamente spropositata rispetto agli obiettivi che si intendeva perseguire. Ed è soprattutto per tali ragioni che ciascuno di questi poteri è stato oggetto di numerosi richiami al nostro legislatore da parte delle istituzioni comunitarie.

Secondo autorevole dottrina, oltretutto, nonostante che l'istituto si rifacesse in qualche modo alla *Golden Share* britannica e all'*action spécifique* francese, non risultava corretto parlare di "azione d'oro" nel caso dell'ordinamento italiano⁴⁷; i poteri speciali, come si è detto, così come erano stati previsti dal decreto legge n. 332 del 1994, prescindevano da qualsiasi partecipazione azionaria detenuta dallo Stato.

Anche per questa ragione, dunque, la normativa italiana ha fin da subito incontrato il parere negativo delle istituzioni europee e, negli anni successivi, è stata dichiarata più volte incompatibile con il diritto europeo; la Commissione europea, già dal 1998, attraverso una lettera di costituzione in mora e un parere motivato, aveva invitato il Governo italiano a modificare le disposizioni sui poteri speciali, che contrastavano in maniera evidente con i principi di libertà di stabilimento, di libertà di circolazione dei capitali e di libertà di prestazione dei servizi.

Visto il monito ricevuto, il Governo è intervenuto con il D.P.C.M. 4 maggio 1999, specificando che i poteri ad esso attribuiti dal decreto n. 332 del 1994 rispondevano al preciso intento della salvaguardia dell'interesse nazionale e potevano essere esercitati soltanto nel rispetto dei principi di non discriminazione, di idoneità e proporzionalità rispetto al raggiungimento degli obiettivi.

Malgrado la precisazione introdotta, a causa del ritardo nell'approvazione del nuovo decreto, la Corte di Giustizia europea è intervenuta condannando la

⁴⁷ B. VISENTINI, *op. cit.*, pp. 729-739; R. COSTI, *op. cit.*, p. 88; L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 921; T. FENUCCI, *op. cit.*, p. 14.

Repubblica italiana il 23 maggio 2000⁴⁸, avendo constatato che i poteri speciali attribuiti al Governo, in particolare nelle società *ENI* e *Telecom Italia*, non soddisfacevano alcuna delle quattro condizioni imposte dalla Commissione quali criteri per la compatibilità della normativa con la disciplina dei Trattati. Tali poteri, infatti, avrebbero dovuto applicarsi in modo non discriminatorio, avrebbero dovuto essere giustificati da motivi imperativi di interesse generale, avrebbero dovuto essere idonei a garantire il conseguimento dell'obiettivo perseguito e non avrebbero dovuto andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di esso.

I poteri speciali italiani, invece, attribuivano al Ministro un potere eccessivamente ampio e discriminatorio, incompatibile con i principi fondamentali del diritto dei trattati europei, con conseguente esito negativo del giudizio nel senso della condanna.

Questa sentenza ha posto le basi per un successivo intervento correttivo del nostro legislatore, il quale, nella legge n. 350 del 23 dicembre 2003 – ossia la legge finanziaria per il 2004 – ha inserito cinque commi dedicati alla cosiddetta *Golden Share*. La norma ha sostanzialmente ribadito quanto già si era cercato di precisare con le modifiche del 1999, rinviando la definizione dei criteri di esercizio a un successivo decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, poi effettivamente emanato il 10 giugno 2004.

Fra le modifiche più rilevanti vi era la sostituzione del potere del Ministro di esprimere il gradimento preventivo all'acquisto di partecipazioni oltre una certa soglia, con la previsione di un potere di opposizione, esercitabile *ex-post*, motivato e impugnabile davanti a un giudice.

Oltre all'introduzione di un controllo successivo dell'autorità pubblica, preferibile a detta della Corte europea in quanto più rispettoso dell'autonomia decisionale dell'investitore, il Governo ha introdotto delle disposizioni che consentivano l'esercizio di tali poteri esclusivamente nel caso di concreta minaccia per gli interessi pubblici rilevanti; inoltre, il termine di sessanta giorni

⁴⁸ Sentenza della Corte di giustizia del 23 maggio 2000, in causa C-58/99, *Commissione c. Repubblica italiana*.

entro cui esprimere l'autorizzazione, da considerarsi negata nel caso di mancato riscontro, è stato sostituito da un sistema di silenzio-assenso della durata di dieci giorni, a dimostrazione del chiaro intento del legislatore di consentire una maggiore tutela dell'investitore privato, senza rinunciare al meccanismo di protezione degli interessi della collettività.

Con riguardo alla posizione dell'Esecutivo nei confronti di patti o accordi parasociali, anche in questo caso l'autorizzazione preventiva, da rilasciarsi quale condizione di validità, è stata sostituita da un eventuale giudizio di opposizione, esprimibile successivamente, che disponesse, eventualmente, l'inefficacia dei relativi accordi.

Diversa è stata la portata delle modifiche al potere di veto, che restava liberamente esercitabile in presenza di un'adeguata motivazione, fatta salva la possibilità di ricorrere al giudizio amministrativo.

Da ultimo, per quanto concerne il potere di nominare uno o più amministratori, il nostro legislatore si è affidato alle linee guida provenienti dalle esperienze francese, britannica e belga. Come si è già visto, nella disciplina sulla tutela degli interessi dello Stato in relazione ai processi di privatizzazione, una delle tipologie di potere derivanti dalla presenza di un'azione speciale, alla quale spesso si ricorreva all'estero, era proprio la facoltà di nominare dei rappresentanti del Governo all'interno dei luoghi decisionali delle imprese privatizzate, che avessero il compito di vigilare sulle attività maggiormente rilevanti ed eventualmente riferire su possibili pregiudizi all'interesse pubblico. Il decreto del 2004, modificando la disciplina precedente, ha introdotto la possibilità di nominare un solo amministratore, negandogli qualsiasi diritto di voto.

La figura dell'amministratore di nomina pubblica nelle società privatizzate merita certamente qualche considerazione di merito, dal punto di vista del diritto societario. Essa non sembrerebbe assimilabile ad alcun altro istituto comune, soprattutto nell'ottica di assoluta specialità della disciplina che le istituzioni europee hanno più volte messo in chiaro; secondo l'Europa, infatti,

occorrerebbe che gli strumenti adottati dagli Stati fossero finalizzati esclusivamente alla tutela dell'interesse pubblico in settori di rilevanza strategica, che non contrastino con il principio di proporzionalità e che assicurino un grado sufficiente di certezza del diritto.

L'eccezionalità della normativa, dunque, parrebbe parzialmente giustificare l'apparente contrarietà al diritto comune⁴⁹.

3. – Dalla *Golden Share* ai *Golden Powers*: l'evoluzione della disciplina italiana sul controllo degli investimenti esteri diretti

Malgrado la riforma del 2004, attraverso la quale il nostro legislatore riteneva di aver definitivamente eliminato i presupposti di incompatibilità con l'ordinamento europeo, la Commissione, tramite il parere motivato del 13 ottobre 2005, ha invitato nuovamente l'Italia a modificare la disciplina sui poteri speciali.

Sebbene fossero stati riconosciuti i progressi conseguiti con i più recenti atti normativi, la Commissione ha ritenuto che il contrasto con i principi dei trattati europei non fosse stato del tutto superato; secondo il parere dei commissari, infatti, il d.P.C.M. del 10 giugno 2004 non inquadrava in maniera adeguata e specifica i criteri per l'esercizio in concreto dei poteri speciali, rendendo l'ingerenza del Governo oltremodo discrezionale e spropositata rispetto agli obiettivi perseguiti.

Nel medesimo parere motivato, inoltre, si rammentava all'Italia l'obbligo di dare esecuzione alla sentenza della Corte di Giustizia del 2 giugno 2005, con riguardo agli investimenti nel settore energetico. La Corte europea, infatti, aveva concluso che *«la sospensione automatica dei diritti di voto inerenti a partecipazioni superiori al 2% del capitale sociale delle imprese italiane dei settori dell'elettricità e del gas nel caso di partecipazioni acquisite da imprese pubbliche non quotate in mercati finanziari*

⁴⁹ G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., p. 189.

regolamentati e che beneficiano nel proprio mercato nazionale di una posizione dominante» costituiva una violazione delle norme, contenute nel trattato CE, sulla libera circolazione dei capitali (articolo 56)⁵⁰.

Al parere motivato della Commissione seguiva un nuovo deferimento dinnanzi alla Corte di Giustizia, la quale, nella sentenza del 26 marzo 2009⁵¹, ha condannato nuovamente l'Italia, accogliendo *in toto* le accuse mosse dai commissari e non ritenendo i criteri di esercizio dei poteri speciali italiani proporzionati agli obiettivi perseguiti.

In particolare, è risultato contrario alla disciplina dei trattati il potere di opposizione all'acquisto di partecipazioni o alla conclusione di accordi fra azionisti che rappresentassero una percentuale pari al 5% dei diritti di voto, o comunque minore qualora fosse idonea a consentire la partecipazione degli interessati alla gestione effettiva della società.

Tale disposizione, infatti, rappresentava una restrizione ingiustificata alla libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento, nella misura in cui i criteri applicativi di detti poteri non erano atti a perseguire gli obiettivi nel caso di specie, ma, al contrario, non prevedevano alcuna situazione concreta che comportasse l'esercizio del potere governativo. Anche il potere di porre il veto riguardo ad alcune decisioni considerate rilevanti per l'interesse nazionale, nonostante fossero elencati tassativamente i settori di applicazione, siccome formulato in modo vago ed impreciso, veniva considerato troppo pregiudizievole per gli interessi dell'investitore privato, il quale non veniva messo nella condizione di conoscere le situazioni specifiche, in presenza delle quali il Governo poteva far valere il proprio veto⁵².

Questa sentenza, l'ennesima contro l'Italia, ha aperto la strada per una completa riforma della disciplina, che ha tratto origine dal decreto legge n. 21

⁵⁰ Sentenza della Corte di giustizia del 2 giugno 2005, in causa C-174/04, *Commissione c. Repubblica italiana*.

⁵¹ Sentenza della Corte di giustizia del 26 marzo 2009, in causa C-326/07, *Commissione c. Repubblica italiana*.

⁵² Cfr. B. NASCIMBENE, *Norme nazionali sulle golden shares e diritto comunitario*, in *Corr. giur.*, 2009, 8, pp. 1017-1023.

del 15 marzo 2012, recante espressamente «*Norme in materia 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 in legge, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56.

Tale atto normativo rappresenta una svolta nella disciplina sul controllo degli investimenti esteri, poiché differisce dalle disposizioni previgenti sotto diversi aspetti. Come si è visto, già a partire dal primo decreto istitutivo dei poteri speciali, non risultava corretto parlare di *Golden Share* nel caso italiano, considerato che il presupposto di esercizio in concreto dei poteri governativi prescindeva dalla partecipazione azionaria detenuta dallo Stato; tuttavia, fino al 2012 occorre necessariamente che venisse adottata, da un'impresa che si avviava alla privatizzazione, una clausola statutaria contenente quelle previsioni, presupponendo quindi un precedente controllo pubblico su quell'azienda.

La principale novità introdotta dal decreto n. 21 del 2012, che invero è il motivo per il quale si è iniziato a parlare di *Golden Powers*, per distinguere le norme previgenti sulla *Golden Share*, riguarda il fatto che la disciplina risulta applicabile a tutte le società operanti nei settori definiti strategici, o che detengono attivi strategici, a prescindere dal controllo, attuale o pregresso, dello Stato⁵³.

Con riguardo, poi, ai settori che rilevano ai fini della disciplina in esame, vengono individuati quelli della difesa, della sicurezza nazionale, dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni, e soprattutto è eliminato il riferimento residuale ai settori «*degli altri pubblici servizi*». La possibilità, accordata al Governo, di esercitare il controllo su un numero maggiormente ampio di società, perciò, viene parzialmente bilanciata dalla tassatività dell'elenco degli ambiti operativi delle imprese.

⁵³ Al riguardo, si vedano V. DONATIVI, *Golden Powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019, pp. 9 ss.; L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 939 ss.; A. SACCO GINEVRI, I “golden powers” dello Stato nei settori strategici dell'economia, in *federalismi.it*, n. 22/2016; T. FENUCCI, *op. cit.*, p. 24.

Oltre a ciò, per quanto concerne la tipologia dei poteri speciali in capo all'Esecutivo, permane il potere di veto nel caso di acquisto di partecipazioni rilevanti nei settori strategici, mitigato tuttavia dalla possibilità di subordinare l'efficacia dell'operazione al rispetto di specifiche condizioni o impegni.

Il potere di veto, inoltre, resta esercitabile anche in presenza di delibere assembleari o al compimento di determinati atti o operazioni, idonei a pregiudicare gli interessi nazionali nei settori indicati.

Si è deciso poi, a differenza della legislazione previgente, di non prevedere il potere di nomina di un amministratore né il potere di subordinare l'efficacia di accordi o patti parasociali all'approvazione del Governo.

La nuova disciplina ha inteso ovviare altresì alla eccessiva complessità del meccanismo che il primo decreto istitutivo dei poteri speciali, il decreto n. 332 del 1994, aveva reso evidente, laddove era stato previsto che la fonte della *Golden Share* fossero gli statuti delle società privatizzate. Come si è detto, il fatto che l'assemblea, con una maggioranza ordinaria, avesse l'obbligo, in caso di cessione di partecipazioni, di attribuire penetranti poteri a un terzo soggetto (il Ministro del Tesoro), salvo poi non poterli allo stesso modo revocare, rappresentava un chiaro errore del legislatore, il quale aveva inteso ricondurre a uno schema di diritto societario quello che si configurava più come l'esercizio di un potere amministrativo di matrice chiaramente pubblicistica.

Il decreto n. 21 del 2012, a tale proposito, ha stabilito che la fonte dei poteri speciali è rappresentata esclusivamente dalla legge, il che rende indubbia la loro natura pubblicistica. Del resto, ciò si evince da molte delle prerogative previste dal decreto: il potere del Governo di esprimere il veto anche attraverso l'imposizione di condizioni, la facoltà, in caso di violazione, di prevedere il ripristino della situazione antecedente, l'obbligo del pagamento di sanzioni amministrative o la nullità dell'operazione posta in essere, confermano,

certamente, quanto essi siano totalmente distinti da una derivazione societaria⁵⁴.

Oltre al decreto del 2012, che ha introdotto la nuova disciplina, è necessario prendere in considerazione le modifiche successivamente apportate al testo originario. Fra queste, vi è il decreto legge 16 ottobre 2017, n. 148, recante «*Disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili*», convertito in legge dalla legge 4 dicembre 2017, n. 172, che ha esteso l'ambito di applicazione dei poteri speciali ai settori ad alta intensità tecnologica, ma grande importanza va attribuita soprattutto al decreto legge del 21 settembre 2019, n. 105, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge n. 133 del 2019, che è intervenuto aumentando la portata applicativa dei *golden powers* al fine di adeguare l'ordinamento italiano al nuovo Regolamento europeo del marzo del 2019⁵⁵.

Negli ultimi anni, infatti, l'approccio delle istituzioni europee nei confronti della disciplina sul controllo pubblico degli investimenti stranieri è stato parzialmente differente rispetto ai primi anni Duemila. Se, in precedenza, lo scopo primario dei giudizi espressi in sede europea è stato perlopiù quello di richiamare gli Stati membri al rispetto delle libertà fondamentali dei cittadini, spesso inevitabilmente pregiudicate dalle norme sui poteri speciali, negli ultimi anni, il legislatore europeo, consapevole del mutamento degli equilibri politici e macroeconomici a livello mondiale, ha avviato un percorso unificatore volto all'introduzione di una strategia comune di difesa degli *assets* strategici.

La guerra commerciale in atto fra Stati Uniti e Cina ha indotto le istituzioni europee a riconsiderare l'importanza del controllo sugli investimenti stranieri, i quali, in certi casi, da risorsa per la crescita possono divenire una minaccia per la sicurezza nazionale.

⁵⁴ Sul punto, cfr. V. DONATIVI, *op. cit.*, pp. 12 ss.; L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, *op.cit.*, p. 939 ss.

⁵⁵ Regolamento europeo n. 2019/452.

L'Italia, che per prima, nel 2012, aveva sostituito lo strumento comunemente e impropriamente chiamato *Golden Share*, con i più innovativi *Golden Powers*, ha quindi aggiornato nuovamente la normativa nel 2019.

Le novità introdotte dal decreto legge n. 105 del 21 settembre 2019 riguardano i tempi di esercizio dei poteri speciali, i settori e i criteri di individuazione dei fattori di potenziale pericolo per la sicurezza nazionale; a seguito dell'aumento esponenziale degli investimenti esteri relativi alle reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G, che hanno messo in luce la necessità di una strategia nazionale di sicurezza cibernetica che risultasse efficace, il nostro legislatore ha introdotto nel testo originario del decreto l'articolo 1-bis, nel quale si precisa espressamente che «*costituiscono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale i servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G*». Queste attività vengono così sottoposte alla più stringente disciplina dell'articolo 1.

Al fine di adeguarsi al nuovo regolamento europeo, è stato poi specificato che i poteri speciali disciplinati all'articolo 2 del medesimo decreto sono allargati a tutti i settori contemplati all'art. 4, comma 1, del Reg. UE n. 2019/452, e il termine temporale per il loro esercizio è stato esteso da quindici a quarantacinque giorni di tempo, al fine di consentire una consultazione in sede europea con Commissione e altri Stati membri.

4. – I poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale

La disciplina antecedente le modifiche introdotte dal recentissimo decreto legge n. 23 dell'8 aprile 2020, conosciuto come "*Decreto liquidità*", si articolava – e tutt'ora si articola – distinguendo la normativa applicabile con riguardo ai settori della difesa e della sicurezza nazionale da quella concernente i settori dell'energia, dei trasporti, delle telecomunicazioni e ad alta intensità tecnologica.

Le ragioni della distinzione fra i due macro ambiti sono rinvenibili nella necessità di prevedere un controllo più ampio e più stringente sulle attività economiche che rappresentano un interesse preponderante per la sicurezza pubblica, le quali, tra le altre cose, storicamente si configurano come di competenza prevalente degli Stati membri, di talché su di esse l'impegno per un'armonizzazione a livello europeo è risultato fisiologicamente meno accentuato.

I poteri speciali del Governo nei settori della difesa e della sicurezza nazionale sono disciplinati dall'art. 1 del decreto legge del 15 marzo 2012, n. 21, come modificato dalla legge di conversione e dagli ulteriori interventi di modifica successivi, laddove si stabilisce che, in caso di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale, il Governo possa esercitare un'ampia varietà di poteri mediante decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri, da trasmettere alle commissioni parlamentari competenti.

Tramite il medesimo strumento, adottato a seguito della medesima procedura, spetta poi al Governo individuare in concreto le attività in relazione alle quali è possibile l'esercizio di detti poteri.

Le tipologie dei poteri sono elencate al comma 1 dell'articolo 1 del decreto.

I poteri di opposizione di cui alle lettere *a)* e *c)* del comma 1 sono entrambi esercitabili in caso di acquisto di partecipazioni, con la differenza che i primi riguardano qualsiasi partecipazione o, se si tratta di società quotate, partecipazioni che superino una determinata soglia di rilevanza, risultando altresì subordinati a presupposti di esercizio più ampi; i secondi, invece, richiedono un livello di partecipazione idoneo a compromettere, nel caso specifico, gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale e tale valutazione è riservata al Governo.

La lettera *b)* del medesimo comma 1 disciplina, invece, il potere di «*veto all'adozione di delibere, atti od operazioni dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi a 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, la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate (...), la cessione di diritti reali o di utilizzo 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».

In relazione a questo comma, nonché anche al potere di veto esercitabile nei settori *ex* articolo 2, tenendo conto dei presupposti e delle finalità dell'intera disciplina, in dottrina si è cercato di delineare la relazione sussistente fra il potere di veto e la sfera del diritto societario⁵⁶.

La sovversione delle regole del diritto comune, nel caso di esercizio in concreto del controllo pubblico, è ancora evidente in molti aspetti della disciplina, nonostante che l'eliminazione della natura privatistica della fonte dei poteri speciali abbia determinato un sensibile ridimensionamento dell'ingerenza dello Stato; oltre alla chiara violazione del principio della proporzionalità (“*one share, one vote*”), i riflessi del potere di veto sull'*iter* che porta all'assunzione delle delibere societarie risultano di non poco conto. Sussiste, infatti, uno specifico obbligo in capo agli organi societari di notificare alla Presidenza del Consiglio dei Ministri l'intenzione di adottare una delibera o un atto, con conseguente sospensione del procedimento al fine di consentire la valutazione governativa.

Tuttavia, alcune considerazioni in merito alla natura degli interessi perseguiti dalla disciplina, le modalità di esercizio in concreto dei poteri speciali e le conseguenze in capo ai soci a seguito di una violazione dell'obbligo di notifica, consentono di affermare, con ragionevole certezza, la natura pubblicistica dei poteri speciali, come anche è stato anticipato in precedenza.

Le finalità perseguite attraverso il meccanismo di controllo si collocano al di fuori della sfera societaria e fanno sì che lo Stato non abbia alcun interesse nel gestire le società dall'interno dei luoghi decisionali, quanto piuttosto miri a

⁵⁶ L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, *op. cit.*, pp. 945 ss.

ricoprire il ruolo di regolatore dell'intero settore, nel nome dei supremi interessi nazionali.

Per questa ragione, la natura extra-societaria degli interessi perseguiti consente di inquadrare lo strumento sotto la sfera del diritto amministrativo.

Altra conferma della natura pubblicistica di tali poteri è la facoltà in capo al Governo di esercitare il veto in maniera alternativa attraverso l'imposizione di specifiche condizioni, qualora esse risultino sufficienti in relazione alle finalità perseguite. Questa particolare previsione differisce dal potere di veto al trasferimento di partecipazioni, disciplinato dal diritto comune, poiché esso si configura come esercitabile esclusivamente mediante gradimento o rigetto, pur risultando possibile la sua attribuzione a un soggetto "terzo" rispetto alla società⁵⁷.

Da ultimo, occorre riflettere riguardo al profilo sanzionatorio della normativa. In conseguenza di eventuali violazioni, infatti, è prevista la nullità dell'operazione, diversamente dall'annullabilità, nonché la possibilità per il Governo di imporre il ripristino della situazione antecedente.

Ciascuna di queste considerazioni fa propendere per la natura "autoritativa" dei poteri speciali, la quale, oltretutto, comporta conseguenze assai rilevanti sul piano dei diritti e, più in generale, delle posizioni soggettive dei soci⁵⁸.

A tale riguardo, infatti, non sembra possibile configurare un diritto di recesso, che potrebbe paradossalmente persino comportare l'intero svuotamento della compagine partecipativa, qualora tutti i soci ne facessero ricorso; il rimedio più idoneo sembrerebbe piuttosto quello della tutela di un interesse legittimo.

Al comma 2 del medesimo articolo, incluso il rimando al comma 3, vengono fissati i presupposti all'utilizzo dei *golden powers* nei settori di cui all'art. 1, ossia tutti gli elementi che devono necessariamente costituire oggetto di un'attenta valutazione da parte del Governo, per stabilire se si configuri o meno una minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale. Occorre valutare, innanzitutto, la rilevanza strategica delle

⁵⁷ V. DONATIVI, *op. cit.*, p. 13.

⁵⁸ V. DONATIVI, *op. cit.*, pp. 229 s.

imprese oggetto di trasferimento e se l'assetto risultante dalle possibili operazioni risulti comunque tale da non compromettere il sistema di difesa e di sicurezza nazionale. Oltre a ciò, anche considerando l'entità della partecipazione acquisita, il Governo ha l'obbligo di considerare altri elementi, come la capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente e quanto il progetto industriale risultante possa incidere su aspetti fondamentali dell'attività come, per esempio, la continuità degli approvvigionamenti e gli obblighi contrattuali assunti dall'impresa oggetto del trasferimento nei confronti della pubblica amministrazione.

Le valutazioni possono riguardare anche elementi di carattere politico, come la sussistenza di legami fra gli acquirenti e paesi terzi che non riconoscano i principi di democrazia e dello Stato di diritto, che non rispettino le norme del diritto internazionale e che abbiano assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale.

5. – I poteri speciali nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e ad alta intensità tecnologica

Per quanto concerne i settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e ad alta intensità tecnologica, l'art. 2 del decreto legge n. 21 del 2012 disciplina i poteri speciali spettanti allo Stato e specifica che essi riguardano le società che detengono attivi strategici, precisamente individuati attraverso decreti attuativi del Presidente del Consiglio dei ministri, che possono essere reti e impianti, ivi compresi quelli necessari ad assicurare l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali, o beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale in tali settori.

Anche in questo caso si tratta del potere del Governo di esprimere il veto su determinate delibere, atti o operazioni, nonché del potere di opporsi all'acquisto di partecipazioni di controllo.

Recentemente, attraverso le modifiche del 2019 apportate alla disciplina, è stato previsto l'allargamento dei poteri speciali *ex art. 2* a tutti i settori contemplati dall'art. 4, par. 1, del Regolamento europeo 2019/452 sugli investimenti esteri diretti in Europa.

L'azione statale, con riguardo ai settori di cui all'articolo 2, pur presentando numerose affinità rispetto ai poteri esercitabili nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, risulta maggiormente limitata, poiché a seguito delle numerose sentenze di condanna della Corte di Giustizia europea su cui ci si soffermerà *infra* nel capitolo III, si è palesata la necessità di distinguere in maniera netta i margini di intervento del controllo pubblico a seconda che si tratti di sfere di esclusiva competenza nazionale oppure di settori che, per quanto strategici, possano essere sottoposti a regole meno stringenti.

Il Governo, *ex articolo 2*, può esercitare il veto nei confronti di quelle delibere che comportino modifiche della titolarità, del controllo, della disponibilità degli attivi strategici o del mutamento della loro destinazione e può opporsi all'acquisto, esclusivamente da parte di un soggetto esterno all'Unione europea, di partecipazioni di controllo in società che detengono i predetti attivi.

Questo secondo potere, inoltre, può essere esercitato soltanto nella misura in cui l'acquisto di quote societarie implichi «*l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società*» e qualora l'imposizione di condizioni volte ad assicurare la tutela degli interessi essenziali dello Stato non sia sufficiente ad eliminare un potenziale pregiudizio.

Occorre sottolineare come in questo ambito, a differenza del dettato dell'art. 1, non sia sufficiente la minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali, quale presupposto, bensì risulti necessaria, ai sensi del comma 3, 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.

Tali poteri, inoltre, possono essere esercitati esclusivamente sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori, come i possibili legami dell'acquirente con Paesi terzi che riconoscano i principi di democrazia o dello Stato di diritto o che non rispettino le norme del diritto internazionale, e occorre valutare l'idoneità dell'assetto risultante dall'operazione, considerando, anche in questo caso, «*le modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente a garantire la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti e il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti*». Infine, sia con riguardo all'art. 1, sia in relazione all'art. 2, l'azione da parte del Governo deve essere guidata dai canoni di ragionevolezza e di proporzionalità e, nonostante l'inciso si trovi solamente al comma 2 dell'art. 1, si deve presumere che ciò valga per entrambe le ipotesi, considerato che il principio di proporzionalità è imposto comunque dall'ordinamento europeo e la pubblica amministrazione, in ogni sua attività, è comunque tenuta sempre al rispetto del canone generale di ragionevolezza⁵⁹.

6. – Le modifiche introdotte dal “Decreto Liquidità” (Decreto legge 8 aprile 2020, n. 23)

L'ultima e assai rilevante modifica ai *golden powers* è intervenuta, in tempi recentissimi, nell'ambito della legislazione adottata per fronteggiare l'attuale emergenza sanitaria, verificatasi a seguito della diffusione in Italia del virus Covid-19.

Oltre a mettere a dura prova la tenuta del sistema sanitario nazionale, a causa dell'elevato numero di pazienti che necessitano di supporto respiratorio e della velocità di contagio, il virus ha aperto, senza dubbio, uno scenario economico senza precedenti. Con la gran parte delle attività produttive ferme, quasi in tutto il mondo ci si aspetta una forte contrazione del PIL e l'incertezza legata

⁵⁹ V. DONATIVI, *op. cit.*, pp. 17 s.

all'evolversi della situazione ha scatenato, come era facile attendersi, anche la speculazione finanziaria.

A Piazza Affari tutti i principali indici di borsa sono dapprima crollati, durante le fasi iniziali dell'epidemia, e successivamente rimbalzati, aprendo la strada a numerosi tentativi di speculazione e di scalate ostili.

Il Governo, alla luce del fatto che l'Italia è stata uno dei primi Paesi europei ad essere colpito duramente dall'epidemia, ha dovuto in pochi giorni mettere in atto le misure sanitarie di emergenza necessarie per garantire la tenuta degli ospedali e delle terapie intensive e, in seguito, con altrettanta tempestività, alcuni interventi straordinari in campo economico che sopperissero alla brusca frenata della produzione e dei consumi, e che provvedessero a mettere al riparo il sistema Paese dalle turbolenze finanziarie.

Il cosiddetto “*Decreto Liquidità*”, ossia il decreto legge 8 aprile 2020, n. 23, è stato uno dei primi provvedimenti economici dell'Esecutivo per contenere gli effetti economici della pandemia e, con riguardo alla disciplina sul controllo degli investimenti esteri diretti, al Capo III, ha espressamente introdotto «*disposizioni urgenti in materia di esercizio di poteri speciali nei settori di rilevanza strategica*»⁶⁰.

A tale proposito, è apparso fin da subito, in tutte le sue potenzialità, il pericolo corso da gran parte delle società quotate italiane, le quali storicamente manifestano un problema di sottocapitalizzazione se paragonate alle principali piazze europee. Esse rischiavano di divenire obiettivi di operazioni finanziarie speculative e tentativi di scalata, da parte di quegli investitori istituzionali che intendessero approfittare del crollo del valore delle azioni. È così che il “Decreto Liquidità”, attraverso il potenziamento dei *golden powers*, ha inteso fornire uno scudo protettivo all'intero sistema economico, espandendo il perimetro di applicazione dei poteri speciali oltre le attività tradizionalmente considerate di rilevanza strategica e prevedendo un numero maggiore di soggetti sottoposti alla vigilanza governativa.

⁶⁰ Reperibile online al seguente link:
<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/04/08/20G00043/s>.

L'azione del legislatore italiano può essere vista come la conferma di una tendenza che si verifica ogniqualvolta sopraggiungano periodi di crisi economica, che quasi sempre le istituzioni politiche sono portate ad affrontare mediante un allargamento dei meccanismi protezionistici⁶¹.

Nel 2008, a seguito degli sviluppi della crisi finanziaria dei mutui *subprime*, il nostro legislatore, attraverso le misure contenute nel decreto legge n. 185 del 29 novembre 2008, conosciuto per l'appunto come “*Decreto Anti-crisi*”, modificò la disciplina riguardante *la passivity rule*, ossia il principio di neutralità dell'organo amministrativo in caso di tentativo di acquisizione, e *la breakthrough rule*, la regola di neutralizzazione delle clausole, contenute nello statuto o in patti parasociali, che possano ostacolare la riuscita di un'OPA.

Per consentire alle imprese di autodeterminarsi e scegliere se e in quale misura limitare la contendibilità delle azioni, in un momento certamente difficile per il mercato, si decise di rendere opzionali tali regole per le società italiane quotate in mercati regolamentati.

Successivamente, nel 2009, l'ordinamento italiano venne modificato nell'art. 120 del Testo Unico della Finanza, a sua volta rettificato dal *Decreto Liquidità*, in materia di obblighi di comunicazione in caso di acquisto di partecipazioni rilevanti in società quotate.

La legge n. 33 del 2009, recante “*Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi*”, con la finalità di prevedere meccanismi di protezione del controllo azionario, in un periodo caratterizzato da una particolare sottovalutazione dei valori mobiliari, introdusse in capo alla Consob il potere di prevedere delle soglie inferiori al 3% o al 5% relative all'obbligo di comunicazione, per un limitato periodo di tempo e con esclusivo riferimento a «*società ad elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso*».

⁶¹ Infatti, al fine di contenere gli effetti negativi della pandemia da Covid-19, sulla scia dell'Italia, anche altri importanti ordinamenti europei (ad es., Spagna, Francia e Germania) hanno mostrato l'intenzione di introdurre nuovi e specifiche misure di controllo pubblico a tutela delle imprese nazionali contro possibili *takeovers* ostili (in tema, cfr. *infra*, cap. III, par. 2).

Anche il rafforzamento dei *golden powers*, a seguito della crisi sanitaria ed economica dei tempi attuali, risponde al medesimo obiettivo, ossia la tutela delle aziende strategiche in un momento storico nel quale investitori terzi potrebbero facilmente acquisire partecipazioni di controllo impiegando livelli minimi di capitale.

Come si è anticipato al paragrafo precedente, il Governo è autorizzato a esercitare i poteri speciali nei settori di cui all'art. 2 soltanto a seguito dell'emanazione di decreti attuativi del Presidente del Consiglio dei ministri che individuino in concreto gli attivi strategici ai quali applicare la disciplina.

Tuttavia, mentre con riguardo ai settori contemplati dal legislatore nella normativa antecedente le modifiche del 2019 sono già stati emanati i suddetti regolamenti, per le modifiche attuate da ultimo, in sede di conversione del decreto legge n. 105 del 2019 è stato previsto un regime transitorio da applicare ai settori i cui attivi strategici non rientrassero nella sfera contemplata dai precedenti regolamenti⁶².

Tali disposizioni prevedevano che fino all'emanazione della normativa secondaria, l'obbligo di notifica di cui al comma 5 dell'art. 2 del decreto legge n. 21 del 2012 fosse esteso ai soggetti esterni all'Unione europea che acquisissero partecipazioni in società che detengono beni e rapporti strategici nei settori di cui all'art. 4, paragrafo 1, lettere a) e b), del Regolamento UE 2019/452 (delle infrastrutture critiche e delle tecnologie critiche), in misura tale da determinare il loro insediamento stabile in ragione dell'assunzione del controllo della società.

Il *Decreto Liquidità* ha completato tale disciplina transitoria, prevedendo che essa sia applicata a tutti i settori *ex* Regolamento UE e che sia estesa anche ai settori bancario e assicurativo.

Questa previsione ha inteso ovviare a eventuali equivoci circa l'inclusione o meno dei settori finanziari nella disciplina dei *golden powers*; parte della dottrina, infatti, già in base al 37° *Considerando* del Regolamento UE sul controllo degli

⁶² V. DONATIVI, *I golden powers nel "D.L. liquidità"*, in *blog.ilcaso.it*, 2020.

investimenti esteri, laddove viene specificato che «*il presente regolamento non incide sulle regole dell'Unione per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, che costituisce una procedura distinta con un obiettivo specifico*», propendeva per una interpretazione estensiva, ancorché in forma dubitativa, al fine di poter applicare le norme sui poteri speciali anche a banche e assicurazioni⁶³.

La stabilità dei settori finanziari, in momenti di crisi, risulta cruciale per contenere gli effetti negativi sull'economia reale, come più volte è stato affermato anche dalle istituzioni europee; del resto, in occasione della crisi della Grecia, nel 2015, la stessa Commissione europea aveva espresso il proprio punto di vista positivo riguardo alla possibilità, in situazioni di emergenza, rispettando i principi di necessità e proporzionalità, di porre un limite temporaneo alla libertà di stabilimento e alla libertà di circolazione dei capitali, in caso di acquisto di partecipazioni nel settore finanziario, considerata l'importanza strategica delle istituzioni bancarie e assicurative nel garantire la protezione dell'interesse pubblico⁶⁴.

L'intero meccanismo di difesa risulta, oltretutto, ampiamente potenziato laddove si prevede la possibilità per il Governo di esercitare d'ufficio i poteri speciali.

Pertanto, al fine di consentire un'adeguata consapevolezza delle vicende concrete, considerata la rilevanza del potere affidato all'Esecutivo, il gruppo di coordinamento presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri dovrà mettere in atto un sistema collaborativo di coordinamento con enti, istituti di ricerca, pubblici e privati, per consentire la raccolta di informazioni e documenti utili affinché la disciplina applicativa dei *golden powers* risulti nel complesso efficace.

Per tutti i rapporti e i beni di rilevanza strategica disciplinati all'art. 4 del Regolamento 2019/452, inoltre, il Decreto liquidità ha stabilito che l'obbligo

⁶³ A tale riguardo, cfr. V. DONATIVI, *I golden powers nel "D.L. liquidità"*, cit.; A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, in *Dirittobancario.it*, aprile 2020.

⁶⁴ Cfr. F. BASSAN, *Prime note prospettive sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, in *Dirittobancario.it*, aprile 2020.

di notifica e la possibilità per il Governo di esercitare i *golden powers* sussiste, oltre che per gli investitori extra-UE, anche con riguardo ad acquisizioni da parte di soggetti esteri appartenenti all'Unione europea.

Tuttavia, anche per non incorrere in censure derivanti da possibili dubbi sulla compatibilità delle misure adottate con l'ordinamento sovranazionale, il legislatore italiano ha optato per una normativa più rigida per i soggetti extra-UE e una più blanda per gli investitori comunitari.

In quest'ultimo caso, le acquisizioni che rilevano ai fini della disciplina devono risultare di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società; al contrario, per quanto concerne i soggetti esterni all'Unione europea, lo strumento dei *golden powers* ex art. 2 è stato decisamente rafforzato, potendosi ora estendere anche a quelle situazioni nelle quali l'acquisto di partecipazioni non implichi l'insediamento stabile dell'acquirente, ma si limiti a superare la soglia del 10% del capitale o dei diritti di voto, o quelle successive del 15%, 20%, 25% e 50%, qualora il valore dell'investimento sia almeno pari a 1 milione di euro.

La necessità di non incorrere in un giudizio di incompatibilità con la normativa europea ha imposto, tuttavia, al Governo, di sottoporre la disciplina a un limite sia di carattere temporale sia riguardante l'obiettivo perseguito. Le nuove norme sui poteri speciali, difatti, escluse quelle relative all'esercizio d'ufficio dei poteri speciali che quindi risulteranno definitive, potranno essere applicate soltanto fino al 31 dicembre 2020 e «*al fine di contrastare l'emergenza epidemiologica da Covid-19 e contenerne gli effetti negativi*».

Ma la portata del *Decreto Liquidità*, nel rafforzamento dei meccanismi di difesa nell'ambito di una strategia nazionale di controllo degli investimenti esteri diretti, non si esaurisce con il potenziamento dello strumento dei *golden powers*, estendendosi anche agli interventi di modifica dell'art. 120 del TUF, che, come si è avuto modo di sottolineare in precedenza, già era stato modificato nell'ambito delle misure di contenimento degli effetti della crisi finanziaria del 2008.

Secondo la normativa previgente, infatti, la Consob poteva prevedere, tramite *«provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali»*, con riguardo all'obbligo di comunicazione alla stessa Autorità degli acquisti di partecipazioni rilevanti, delle soglie inferiori al 3% o al 5% per le società ad elevato valore corrente e di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso.

Il decreto n. 23 dell'8 aprile 2020 elimina, in definitiva, il riferimento all'elevato valore di mercato, estendendo il novero dei soggetti potenzialmente sottoposti alla disciplina, rafforzando altresì, sempre all'art. 120 del TUF, la cosiddetta *“norma anti-scorrerie”*⁶⁵.

Secondo la disposizione introdotta nel 2017, un soggetto che acquisisce partecipazioni per una soglia superiore al 10%, al 20% e al 25% del capitale sociale, nelle relative comunicazioni alla Consob, deve indicare gli obiettivi che intende perseguire nel corso dei sei mesi successivi, specificando:

- a) i modi di finanziamento dell'acquisizione;
- b) se agisce da solo o di concerto;
- c) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli, nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera;
- d) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte;
- e) se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.

Il *Decreto Liquidità* introduce, da ultimo, una soglia minore, del 5%, che la Consob, sempre attraverso un provvedimento motivato a tutela degli investitori, è autorizzata a prevedere con riguardo a società ad azionariato particolarmente diffuso.

⁶⁵ A. SACCO GINEVRI, *La norma “anti-scorrerie” introdotta dal decreto legge n. 148/2017*, in *dirittobancario.it*, gennaio 2018.

Nel complesso la disciplina del *Decreto Liquidità* sulla difesa del settore industriale, attraverso le disposizioni che si è avuto modo di sintetizzare, risponde ad esigenze certamente indifferibili di protezione degli interessi nazionali; sarebbe dunque senz'altro inopportuno, ma anche profondamente contrario a una razionale gestione della crisi, affermare che l'autorità pubblica non debba poter estendere il proprio controllo in momenti di emergenza economica e ripensare il proprio ruolo di *regulator*.

Ciò nondimeno, nelle ultime settimane la gestione della c.d. "riapertura" delle attività ha riaperto in Italia il dibattito fra coloro che auspicherebbero un ritorno allo Stato imprenditore e quelli che invece ritengono che la pubblica autorità debba intervenire il meno possibile nell'economia, per consentire al settore privato di sfruttare al meglio le proprie potenzialità.

Nell'ambito di una discussione che spesso assume i tratti di uno scontro ideologico, si fatica a ricordare che, in concreto, non esiste una politica economica di *per se* idonea a garantire la ripresa economica nei tempi più brevi possibili e una crescita del PIL nel medio-lungo termine, come, del resto, la storia dimostra tramite numerosi esempi.

In questo senso, sarebbe senza dubbio più opportuno sfruttare un momento storico in cui necessariamente è richiesto un intervento pubblico maggiore, per arrivare ad un modello di economia nel quale il ruolo dello Stato regolatore possa risultare il più possibile bilanciato con le esigenze del settore privato. Il maggiore intervento statale dovrà essere volto a contenere gli effetti della pandemia sulla liquidità di famiglie e imprese, ma certamente, considerate le esigenze del mercato di oggi e le condizioni finanziarie del nostro Paese, non potrà tradursi nuovamente nell'esercizio diretto dell'attività di impresa da parte del potere pubblico e nella sovversione delle regole comuni di *corporate governance*.

CAPITOLO III

I *GOLDEN POWERS* E IL DIRITTO DELL'UNIONE EUROPEA: DALLA GARANZIA DI "COMPATIBILITÀ/TOLLERANZA" DEI DIRITTI NAZIONALI ALLA PROSPETTIVA DI UNA CORNICE NORMATIVA COMUNE DI LIVELLO EUROPEO

1. – Il ruolo della Commissione e della Corte di Giustizia dell'Unione europea sulla *corporate governance* delle società

Un ruolo fondamentale, se non il più importante, nel tracciare l'evoluzione e i punti controversi dei *golden powers* è stato svolto dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea, la quale, in più di un'occasione, non ha mancato di sanzionare le disposizioni volte alla salvaguardia degli interessi nazionali degli Stati membri, ritenute non compatibili con i "supremi" principi del diritto europeo e tra questi, in particolare, con il principio di libera circolazione dei capitali e il principio di libero stabilimento.

Alla luce dei giudizi e delle sentenze illustrati nei capitoli precedenti, e di quelle di cui si farà menzione nel presente capitolo, risulta evidente come sulla questione controversa del bilanciamento fra controllo pubblico sull'economia e principi fondamentali del mercato unico europeo, la Corte di Lussemburgo abbia assunto una posizione decisamente "autoritativa", ponendosi come garante del processo di integrazione dei capitali e addirittura, secondo parte della dottrina, spesso spingendosi oltre rispetto ai poteri che le sono riconosciuti dai Trattati istitutivi dell'ordinamento sovranazionale.

Come si è visto, in Europa, le discipline nazionali sulle privatizzazioni e le disposizioni a difesa degli interessi nazionali, sono state, negli anni, assai eterogenee⁶⁶.

In Gran Bretagna le *Golden Shares* trovano la propria fonte negli statuti delle società privatizzate e vengono regolate caso per caso. Le azioni d'oro, del valore nominale di una sterlina, sono attribuite al Ministro competente e rientrano dunque nella sfera del diritto privato.

Il modello dell'*action spécifique* francese, invece, è regolato da due leggi generali sulle privatizzazioni, che attribuiscono al Governo la facoltà di trasformare, tramite decreto, un'azione ordinaria di una società privatizzata, in azione speciale, dalla quale scaturiscono diversi poteri in capo all'Esecutivo. Dunque, considerata la fonte legislativa, rispetto al caso inglese, l'*action spécifique* si configura, per la sua fonte legislativa, come uno strumento maggiormente tipizzato.

Le esperienze portoghese e spagnola, invece, nelle loro diversità, si caratterizzano fin da subito per la natura amministrativa dei poteri speciali, prescindendo da qualsiasi partecipazione azionaria detenuta dallo Stato.

Il caso italiano, fino all'introduzione dei cosiddetti *golden powers*, con il decreto legge n. 21 del 2012, non rientra in alcuno di questi modelli, essendo previsto, per le società operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi, che, nel caso di una privatizzazione, debba essere inserita nello statuto di quella società un'apposita clausola che riconosca al Ministro del Tesoro uno o più poteri speciali di varia natura. Il controllo esercitato dall'Esecutivo italiano prescinde da qualsiasi partecipazione azionaria detenuta e, dunque, non è assimilabile né al modello dell'ordinamento britannico né a quello francese, ma non risulta accomunabile neppure alle legislazioni iberiche per il fatto che la fonte dei poteri è contenuta negli statuti delle singole società.

⁶⁶ G.C. SPATTINI, "Vere" e "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. comunit.*, 2008, 1, p. 303.

Ciascuna di queste discipline ha incontrato il parere negativo della Commissione europea, da cui è scaturita almeno una sentenza di condanna da parte della Corte di Giustizia, a causa dell'accertata incompatibilità con i principi di cui agli articoli 43 e 56 del Trattato CE. Non si può mancare di notare come l'atteggiamento delle istituzioni europee, dalla metà degli anni novanta fino ad oggi, sia stato di assoluta rigidità nell'interpretare in maniera particolarmente rigorosa la normativa nazionale degli Stati membri sulle restrizioni ai movimenti dei capitali, a volte anche in contrasto con le conclusioni degli stessi Avvocati Generali dinnanzi al Giudice europeo.

A tale proposito, l'Avvocato Generale Ruiz-Jarabo, nelle sue conclusioni del 3 luglio 2001⁶⁷, in occasione dei tre giudizi contro Francia, Portogallo e Belgio, non ha mancato di far notare alla Commissione come nel verificare la sussistenza o meno di un'incompatibilità dei diversi regimi nazionali di controllo degli investimenti esteri, oltre ai già citati articoli 43 e 56, occorresse, per necessità, un'analisi delle conseguenze logiche e giuridiche altresì dell'art. 295 del Trattato CE, analisi che risultassero maggiormente approfondite di quanto la Commissione avesse già esperito nei pareri motivati.

L'art. 295 (già art. 222), a tale proposito, dichiara che il Trattato CE *«lascia del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati membri»*.

Secondo il parere dei commissari, nell'atto introduttivo del ricorso contro la Repubblica francese, tale previsione non rilevava affatto ai fini del giudizio in corso, considerato che le istituzioni europee non mettevano in discussione *«il possesso, da parte dello Stato, di un pacchetto di controllo nella società privatizzata, bensì determinate prerogative relative alla ripartizione della proprietà fra soggetti privati»*.

L'Avvocato Generale, tuttavia, ha sottolineato come a suo giudizio vi fosse un errore di fondo, da parte della Commissione, nel considerare quali “regimi di proprietà” soltanto le due opposte situazioni della proprietà pubblica e di

⁶⁷ Conclusioni dell'Avvocato Generale D. RUIZ JARABO COLOMER del 3 luglio 2001 nella Causa C-367/98 contro la Repubblica portoghese, nella Causa C-483/99 contro la Repubblica francese e nella Causa C-503/99 contro il Regno del Belgio, reperibile *on line* in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:61998CC0367>.

quella privata, da configurarsi esclusivamente attraverso il possesso di una quota di maggioranza all'interno delle società.

Occorreva, però, valutare il disposto dell'art. 295 del Trattato CE alla luce dell'ampia accezione che ne scaturiva. Se all'interno degli Stati membri il regime di proprietà viene lasciato impregiudicato "del tutto" dalle norme del Trattato, è necessario comprendere nel novero della disposizione qualunque provvedimento in grado di incidere su tale regime.

La Commissione invece, paradossalmente, trattava in maniera differente due situazioni che comportavano le medesime conseguenze sul piano sostanziale. Doveva considerarsi indifferente, secondo Ruiz-Jarabo, il fatto che il regime di proprietà venisse esercitato tramite il possesso di una quota di maggioranza o tramite i poteri attribuiti allo Stato da un'azione speciale, e qualora da ciò non scaturisse, nel caso specifico, un pregiudizio alla libertà di stabilimento o alla libertà di circolazione dei capitali, tale circostanza non poteva rilevare di *per se* ai fini di una sentenza di condanna.

La Corte di Giustizia europea, tuttavia, non ha mai accolto questa interpretazione dell'art. 295, che pure, a detta dell'Avvocato Generale, risultava quella più opportuna, ma, al contrario, ha sempre agito con l'obiettivo di favorire l'integrazione dei capitali, talvolta con eccessiva rigidità e non considerando l'eterogeneità di molte delle discipline nazionali.

Oltre a ciò, si potrebbe riflettere sul fatto che l'interpretazione restrittiva della norma sui "regimi di proprietà", non consentendo, come si è visto, di allargare la fattispecie alla casistica in cui lo Stato, alla luce di una precisa scelta di politica economica, non detenga direttamente la proprietà delle partecipazioni, ma eserciti il proprio diritto di proprietà tramite norme speciali, potrebbe aver svolto un ruolo di dissuasione nei confronti degli stessi processi di liberalizzazione e privatizzazione dei mercati, i quali erano visti con favore anche dalla stessa Corte. Dal punto di vista governativo, a tale riguardo, non risultava conveniente disfarsi della proprietà pubblica, nella misura in cui ciò avrebbe significato una definitiva rinuncia alla possibilità di esercitare

un'influenza rilevante sulla gestione di molte imprese, che, nell'ambito della politica economica nazionale, erano considerate di importanza strategica.

È innegabile, tuttavia, che le stesse pronunce della Corte europea abbiano prodotto effetti rilevanti sulla *governance* delle società e che molto spesso, se da un lato avevano senz'altro l'intento di evitare distorsioni del diritto del mercato unico, dall'altro hanno finito per suscitare numerose critiche proprio per le importanti implicazioni a livello societario.

Gli Stati membri, infatti, si sono dovuti adeguare ai principi espressi dalle istituzioni europee, il cui scopo principale è sempre stato quello di evitare qualsiasi misura che potesse rappresentare un inammissibile ostacolo per gli investimenti e per le dinamiche del mercato unico, salvo ovviamente i casi in cui l'interesse generale degli Stati sovrani necessitasse di specifica tutela. Tuttavia, attraverso l'interpretazione restrittiva dei Trattati europei, spesso non si è tenuto conto del fatto che gli ordinamenti nazionali, nella misura in cui si differenziano fra di loro per tradizione, punti di forza e di debolezza, richiedono necessariamente un approccio differente, da parte delle istituzioni europee, che tenga conto delle peculiarità di quel modello specifico e che non pregiudichi eccessivamente la libertà di impostazione della politica economica nazionale.

Per quanto concerne i modelli di governo societario, soprattutto fino al momento in cui la Gran Bretagna ha fatto parte dell'UE, essi presentano profonde differenze nel complesso europeo, andando dal modello *shareholder dominated* britannico al modello *stakeholder oriented* tedesco. Nel primo caso, la *governance* delle società è particolarmente orientata alla profittabilità del capitale e lo scopo ultimo dell'attività esecutiva risulta essere la massimizzazione del valore delle azioni. Il secondo modello, che maggiormente si è diffuso nell'Europa continentale, al contrario, mira alla creazione di valore non solo per gli azionisti, bensì a beneficio tutti quei soggetti che detengono interessi nel buon andamento dell'azienda (*stakeholders*), compresi i dipendenti, l'erario, i creditori, ecc.

Pertanto, al fine di raggiungere l'obiettivo ultimo, in tali modelli di *corporate governance*, possono crearsi dei sistemi di attribuzione della titolarità delle azioni che risultino differenti rispetto alla vendita indiscriminata sul mercato; per esempio, la previsione di alcuni diritti di cogestione in capo ai dipendenti della società, oppure il meccanismo in base al quale, per evitare la riuscita di scalate ostili, viene attribuito un certo numero di azioni al *management* dell'azienda.

È per questo che un intervento così incisivo da parte della Corte di Giustizia dell'Unione europea, sulle dinamiche societarie, volto a garantire in ogni caso il controllo degli azionisti, potrebbe essere considerato quantomeno discutibile, soprattutto alla luce della eterogeneità dei diversi contesti applicativi.

Occorre, inoltre, sottolineare che le imprese che operano in settori di rilevanza strategica per gli interessi nazionali, ancorché questi possano assumere diversa natura, debbono poter disporre di strumenti speciali di organizzazione societaria che consentano una gestione adatta al ruolo e all'importanza che queste ricoprono nell'economia nazionale.

1.1. – La Comunicazione della Commissione europea 97/C220/06 e la giurisprudenza della Corte di Giustizia UE

Negli anni Novanta, alla luce dell'esperienza britannica durante il governo di Margaret Thatcher, molti Stati europei hanno deciso di intraprendere ampie politiche di privatizzazione, con l'intento di perseguire obiettivi molteplici, che andavano dal risanamento della finanza pubblica all'implementazione di modelli societari maggiormente efficienti.

La dismissione dell'industria statale, tuttavia, rappresentava un potenziale pericolo per l'indipendenza nazionale, nella misura in cui gli *assets* strategici, attraverso l'alienazione incontrollata delle partecipazioni pubbliche, sarebbero potuti finire sotto il controllo di soggetti non graditi. Per questo motivo, tenuto conto delle caratteristiche sia della *golden share* inglese, sia dell'*action*

spécifique francese, in molti ordinamenti europei sono state introdotte normative nuove, ciascuna con le sue peculiarità, volte a conservare il controllo governativo sulle imprese privatizzate che operavano in settori di rilevanza strategica.

L'intento dei poteri pubblici nazionali era quello, da un lato, di sfruttare a proprio vantaggio i benefici delle privatizzazioni, dall'altro, di continuare a esercitare un ruolo di primo piano nella gestione societaria.

Per questo motivo, la Commissione europea, allarmata da una prassi che avrebbe potuto mettere in pericolo il corretto funzionamento del mercato unico, nel luglio del 1997, ha pubblicato la «*Communication On Certain Legal Aspects Concerning Intra-EU Investments*», altrimenti nota come «*The 1997 Communication*»⁶⁸, con l'intento di fornire i criteri legislativi ai quali tutti gli Stati membri, nel disciplinare i poteri speciali nelle imprese privatizzate, avrebbero dovuto attenersi, al fine non incorrere in possibili sanzioni e giudizi di incompatibilità.

La Comunicazione della Commissione europea 97/C220/06 può essere considerata un punto di partenza nel processo di integrazione eurounitaria in materia di controllo pubblico sugli investimenti esteri diretti, poiché essa ha sicuramente contribuito alla formazione delle successive decisioni della Corte di Giustizia europea⁶⁹.

Dagli studi della Commissione sulle legislazioni dei Paesi membri erano emerse due macro categorie di disposizioni da sottoporre a scrutinio: le previsioni di natura discriminatoria, ossia applicabili esclusivamente a investitori cittadini di un altro Stato Membro, e quelle di natura non discriminatoria, riferite a tutti i cittadini di tutti gli Stati.

Con riguardo alla prima categoria, le norme venivano considerate lesive dei principi di cui agli artt. 43 e 56 del Trattato CE, a meno che non ricadessero in specifiche eccezioni riguardanti la pubblica sicurezza, la salute pubblica o la

⁶⁸ Reperibile online in: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1997:220:FULL&from=IT>.

⁶⁹ Con riguardo alla Comunicazione del 1997, cfr. G. SCARCHILLO, *Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonizing intervention of the European Court of Justice*, cit., pp. 7 ss.

difesa nazionale, le quali, tuttavia, dovevano essere interpretate restrittivamente e non basarsi su valutazioni di tipo economico. Le misure restrittive alla libertà di circolazione dei capitali e alla libertà di stabilimento, di natura discriminatoria, dovevano essere poi adottate attenendosi al principio di proporzionalità, ossia dovevano rivolgersi allo specifico obiettivo della protezione degli interessi nazionali nei settori esplicitati e potevano essere previste soltanto qualora non fosse stato possibile perseguire i medesimi intenti attraverso regole meno restrittive delle libertà fondamentali.

Per quanto concerne le norme di natura non discriminatoria, invece, come per esempio il potere di concedere un'autorizzazione preventiva all'acquisto, da parte di qualsiasi investitore comunitario, di partecipazioni di controllo in un'impresa domestica o il potere di porre il veto con riguardo a determinate delibere o atti, la Commissione precisava che esse avrebbero dovuto soddisfare quattro condizioni: avrebbero dovuto essere applicate in maniera non discriminatoria, avrebbero dovuto essere giustificate da motivi urgenti di interesse generale, essere idonee ad assicurare il raggiungimento dell'obiettivo prefissato e non andare oltre il necessario per il raggiungimento del risultato.

Resasi conto che molte delle vigenti normative nazionali non erano in grado di soddisfare effettivamente i criteri della Comunicazione, la Commissione ha avviato numerose procedure di infrazione, dalle quali sono scaturite 18 pronunce della Corte di Giustizia in materia di poteri speciali, negli anni fra il 2000 e il 2013.

Il primo ordinamento europeo a subire un richiamo per la presunta incompatibilità della disciplina sul controllo degli investimenti esteri con i principi di libera circolazione dei capitali, libero stabilimento e libera prestazione dei servizi, è stato proprio quello italiano, nel 1998. Le norme che hanno costretto la Commissione a citare in giudizio l'Italia riguardavano il potere, esercitabile dal Ministro del Tesoro nelle società *ENI S.p.A.*, *STET S.p.A.*, e *Telecom Italia S.p.A.*, di nominare almeno un membro del consiglio di amministrazione e il potere di porre il veto nei confronti di determinate

delibere, che, secondo il Governo, fossero state adottate in contrasto con l'interesse della nazione⁷⁰.

Questo giudizio risulta particolarmente rilevante, come si è avuto modo di illustrare nel capitolo precedente, poiché ha dato impulso al nostro legislatore per riformare la disciplina, ma rappresenta un punto di partenza importante anche per i risvolti sul piano europeo; la Corte, difatti, accogliendo *in toto* il ricorso della Commissione, non ha affermato la propria contrarietà assoluta allo strumento della *Golden Share*, bensì ha espresso il proprio punto di vista critico con riguardo alle modalità applicative in concreto dei poteri speciali, le quali, secondo il convincimento dei supremi giudici, non risultavano conformi ai criteri di trasparenza e oggettività.

Successivamente, nel 2002, sono giunti a conclusione tre giudizi riguardanti i poteri speciali previsti in alcuni Stati membri all'interno delle società privatizzate, tutti definiti con la medesima sentenza del 4 giugno 2002: la Causa C-367/98 contro la Repubblica portoghese, la Causa C-483/99 contro la Repubblica francese e la Causa C-503/99 contro il Regno del Belgio⁷¹.

Come già ampiamente illustrato nel capitolo I, il giudizio contro la Francia riguardava l'*action spécifique* posseduta dal Governo francese nella società *Elf Aquitaine*, che attribuiva al Ministro dell'economia il potere di veto alla cessione di attivi strategici e la possibilità di nominare due membri del consiglio di amministrazione.

Con riguardo all'ordinamento portoghese, invece, il legislatore nazionale intendeva perseguire l'obiettivo di un'ampia diffusione dell'azionariato fra i cittadini e, a tale scopo, aveva approvato la legge n. 11/90 volta a regolare in maniera omogenea l'intero processo di privatizzazioni. Attraverso tale atto normativo, veniva apertamente affermata la volontà di limitare ai cittadini stranieri l'acquisto o la sottoscrizione di un determinato numero di azioni.

⁷⁰ Causa C-58/99: *Commissione c. Repubblica italiana* [2000].

⁷¹ V. KRONENBERGER, *The rise of the "golden" age of free movement of capital: a comment on the golden shares judgement of the Court of Justice of the European Communities*, in *European Business Organizations Law Review*, cit., pp. 115-135.

Entrambi i ricorsi della Commissione riferiti ai casi appena menzionati sono stati accolti dalla Corte di Giustizia, mentre il ricorso contro la normativa belga – sul quale ci si soffermerà analiticamente nel paragrafo che segue – è stato rigettato. La Francia è stata condannata sulla base delle motivazioni già illustrate nel capitolo I, così come il Portogallo, il cui Esecutivo si era difeso sostenendo che la disciplina oggetto del contenzioso non sarebbe mai stata effettivamente applicata e dunque mai si sarebbe potuta verificare in concreto una violazione della normativa dei Trattati; oltre a ciò, sempre secondo il Governo portoghese, la *ratio legis* sarebbe consistita nella difesa dei supremi interessi finanziari nazionali e ciò avrebbe rappresentato una ragione fondata per una deroga ai principi di libertà di circolazione dei capitali e di libertà di stabilimento.

La Corte europea, come detto, non ha accolto tali giustificazioni, precisando, da un lato, come la tutela degli interessi finanziari non rientrasse fra le possibili deroghe alle norme dei Trattati, dall'altro, che, nonostante il fatto che la disciplina non fosse mai stata applicata, per il principio di certezza del diritto, risultava in ogni caso un'incompatibilità di fondo⁷².

Successivamente, oltre ai già discussi procedimenti contro Spagna, Regno Unito e, nuovamente, Italia, nel 2006 la Corte di Giustizia si è espressa con riguardo alla disciplina dei poteri speciali introdotta nei Paesi Bassi⁷³. Essa prevedeva un meccanismo di autorizzazione preventiva, che il Governo avrebbe rilasciato nel caso si fossero verificate una serie di decisioni societarie, di matrice ordinaria, quali: l'emissione di nuove azioni, la distribuzione dei dividendi, lo scioglimento della società, la fusione, la scissione ecc. I profili di incompatibilità si configuravano, a detta della Corte, sulla base delle conseguenze che ricadevano sull'attrattività degli investimenti e sul valore di mercato delle società. La legislazione olandese, difatti, riservava al Governo un'ingerenza troppo accentuata sulle delibere societarie, creando, in tale

⁷² G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, op. cit., p. 221.

⁷³ Cause Unite C-282/04-C-283/04: *Commissione c. Paesi Bassi* [2006].

maniera, dei sistemi di formazione delle decisioni contrari al diritto comune. La conseguenza non poteva che essere la censura da parte del giudice europeo. Uno dei giudizi che più merita di essere ricordato è, senza dubbio, quello del 2007 contro la Germania, Causa C-112/05, 23-10-07, *Commissione c. Germania*, noto come “*Volkswagen I*”⁷⁴.

Questo procedimento, iniziato nel 2005 su iniziativa della Commissione Europea, riguardava una serie di leggi federali tedesche, emanate negli anni Sessanta, nelle quali veniva regolata la privatizzazione della *Volkswagen*; secondo l'accusa, tali leggi limitavano illegittimamente gli investimenti laddove veniva previsto un quorum dell'80% per l'assunzione di determinate delibere in assemblea generale, laddove era previsto il diritto, collegato al possesso di alcune azioni, per lo Stato federale e lo Stato della Bassa Sassonia di nominare due membri del consiglio di sorveglianza e laddove era limitato il diritto di voto per l'azionista che possedesse una quota inferiore al 20%.

Occorre, tuttavia, distinguere questo procedimento dagli altri sulle *Golden Share*, in ragione del fatto che le leggi tedesche – che, secondo il parere della Commissione, risultavano incompatibili con il diritto europeo – non erano state emanate nell'ambito della regolazione del processo di transizione da un'economia pubblica verso un sistema maggiormente efficiente, bensì erano il frutto di un accordo, recepito successivamente all'interno dello statuto societario, fra lo Stato federale, il Land della Bassa Sassonia e i lavoratori dell'azienda, raggiunto al fine di tutelare gli interessi di tutti gli *stakeholders* e premiare coloro che insieme avevano contribuito, nel dopoguerra, alla crescita economica e allo sviluppo della società.

La gestione della *Volkswagen*, già negli anni Trenta del Novecento, era fondata su una logica mutualistica, in base alla quale sia il Governo, sia i lavoratori, sia i futuri acquirenti delle autovetture, contribuivano in maniera determinante alla fornitura dei capitali necessari per l'esercizio dell'attività di impresa.

⁷⁴ Con riguardo a tale giudizio, cfr. G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, cit., pp. 228 ss., nonché F.M. MUCCIARELLI, *La sentenza «Volkswagen» e il pericolo di una «convergenza» forzata tra gli ordinamenti societari*, in *Giur. comm.*, 2009, II, pp. 273-285.

Nel dopoguerra le sorti della fabbrica, situata a Wolfsburg e rientrando, perciò, nella parte di Germania sottoposta all'influenza britannica, dipendevano, per necessità, dalle decisioni delle autorità inglesi, e nonostante che il governatore non fosse riuscito a trovare alcun acquirente, gli stessi dirigenti, insieme con i lavoratori della società, avevano tenuto in piedi l'attività, dando inizio a un periodo particolarmente prospero per l'azienda.

Sebbene il successo della società risultasse evidente, essa esercitava la propria attività sotto una forma giuridica estremamente insolita, configurandosi come una S.R.L. di diritto speciale, e soprattutto non era possibile risalire con certezza ai soggetti proprietari delle quote di maggioranza. Coloro che esercitavano, tuttavia, un'influenza rilevante nella *corporate governance* della società erano: i lavoratori, gli acquirenti delle autovetture, il Governo federale e il Land della Bassa Sassonia.

Alla luce dei fatti descritti, dunque, nel 1960 era stato raggiunto un accordo, disciplinato sia nello statuto societario sia nella c.d. "Legge Volkswagen", fra le autorità pubbliche, i lavoratori e i risparmiatori. Secondo tale accordo, il Governo federale e il Land della Bassa Sassonia avrebbero istituito un sistema di norme in grado di mettere al riparo la società da possibili acquisizioni da parte di soggetti privati non graditi e, in cambio i lavoratori e i risparmiatori avrebbero rinunciato alla pretesa di un ruolo di governo all'interno del gruppo. Secondo la legislazione europea e le interpretazioni della Corte di Giustizia, dovevano considerarsi movimenti di capitale, tutti i cosiddetti "investimenti diretti", ossia gli investimenti, effettuati da persone fisiche o giuridiche, le quali intendessero stabilire un legame durevole per l'esercizio dell'attività economica fra il soggetto finanziatore e la società target⁷⁵.

A tale riguardo, si configurava, a detta della Corte, come una "restrizione" alla libera circolazione dei capitali qualsiasi misura nazionale che dissuadesse gli investitori dal portare a compimento un'operazione di questo tipo.

⁷⁵ Sentenza della Corte di Giustizia del 23 ottobre 2007 in Causa C-112/05: *Commissione c. Germania*, reperibile online al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62005CJ0112&from=PT>.

In primo luogo, la Repubblica federale tedesca, alla luce della vicenda storica dalla quale era scaturita la “*Legge Volkswagen*”, contestava il fatto che si trattasse di una misura nazionale. In altri termini, le principali argomentazioni difensive del Governo tedesco si basavano sul contesto storico nel quale si collocavano le norme in esame; infatti, esse derivavano, come si è visto, da un compromesso con i lavoratori dell’azienda e rappresentavano uno strumento in grado di proteggerli da inaspettati *takeover*. Quelle norme erano quindi il risultato di un negozio privato, recepito poi nello statuto. La Corte di giustizia, tuttavia, non ha accolto tali motivazioni e, al contrario, ha ritenuto che la disciplina fosse una manifestazione dell’autorità dello Stato per eccellenza, trattandosi comunque di misure adottate mediante atti di diritto pubblico.

Nel merito della normativa, inoltre, ciò che le istituzioni europee contestavano alle autorità tedesche era il risultato del combinato disposto fra la disposizione istitutiva di un tetto massimo al diritto di voto e quella relativa alla minoranza di blocco. A tale proposito, grazie alle due norme così combinate fra loro, il Land della Bassa Sassonia, considerato che possedeva il 20% del capitale azionario di *Volkswagen*, avrebbe potuto essere al massimo eguagliato nel numero di azioni con diritto di voto, rendendo inefficacie, in tale maniera, qualsiasi tentativo di scalata alla società.

Ciò nondimeno, secondo la difesa della Germania, le norme non risultavano incompatibili con la normativa eurounitaria, dal momento che esse non erano di natura discriminatoria, potendosi applicare non solo all’azionista pubblico, ma anche a qualsiasi investitore di qualsiasi cittadinanza. Oltre a ciò, i meccanismi di difesa erano il risultato di un accordo contrattuale raggiunto all’interno della società, nel rispetto di tutti gli *stakeholders*, con la sola differenza che, nel caso di *Volkswagen*, le clausole erano confluite in una legge federale e, perciò, non era possibile modificarle.

Tuttavia, la Corte di Giustizia, accogliendo le interpretazioni dei Trattati che l’Avvocato Generale Ruiz-Jarabo aveva illustrato nelle sue conclusioni, presentate nell’udienza del 13 febbraio 2007, ha mantenuto, nei confronti della

disciplina, un approccio di natura sostanzialistica, coerente con le precedenti sentenze in materia di *Golden Shares*. Nella sentenza che ha condannato la Germania, i supremi giudici si sono soffermati principalmente sulle conseguenze delle disposizioni della “*Legge Volkswagen*” sul livello degli investimenti nella società; a causa dell’influenza preponderante che le autorità pubbliche si riservavano di esercitare all’interno della *governance* dell’azienda. Risultava evidente come venisse creato, in tal modo, un effetto dissuasivo nei confronti di potenziali investitori, nella misura in cui la normativa impediva a qualsiasi soggetto, diverso dallo Stato, di aspirare a un ruolo di prim’ordine, eventualmente coerente con la percentuale di quote acquisite; la disciplina della “*Legge Volkswagen*”, quindi, doveva essere considerata come una restrizione alla libera circolazione dei capitali.

Secondo il Governo tedesco, che invero – come si è visto – aveva contestato persino il fatto che la legge fosse definita come “norma nazionale” e dunque sottoposta al giudizio di incompatibilità, anche qualora la Corte non avesse accolto tali obiezioni, le norme a difesa della stabilità azionaria sarebbero state giustificate da motivi di interesse generale, considerato che esse erano state adottate con l’evidente scopo di tutela dei risparmiatori e dei lavoratori.

La Corte di Giustizia, però, non ha ritenuto superato il cosiddetto “*proportionality test*”, poiché, come si ricorderà, alla luce delle linee guida dettate dalla Commissione europea nella Comunicazione del 1997, le norme di natura discriminatoria, al fine di non incorrere in giudizi di contrarietà ai principi dei Trattati, avrebbero dovuto comunque risultare idonee a garantire il conseguimento dell’obiettivo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di quest’ultimo; la disciplina tedesca, a detta dei giudici, non risultava conforme a tali principi e, perciò, era da considerarsi incompatibile con il diritto europeo.

Il contenzioso riguardava, inoltre, il potere in capo al Land della Bassa Sassonia di nominare due rappresentanti nel consiglio di sorveglianza, su un totale di dieci membri nominati dagli azionisti. Per quanto concerne tale

previsione, secondo i giudici di Lussemburgo, non sussistevano i presupposti di incompatibilità, poiché la partecipazione azionaria del 20%, detenuta dall'autorità pubblica, giustificava tali nomine.

Alla luce di quanto appena illustrato, ci si può spingere in un'analisi più approfondita delle conseguenze giuridiche della sentenza della Corte di Giustizia sul diritto societario tedesco e su quello degli altri Stati membri⁷⁶.

L'interpretazione restrittiva della normativa europea riguardo al principio di libera circolazione dei capitali e l'approccio di natura sostanzialistica, come si è visto anche nei giudizi precedenti in tema di controllo pubblico sugli investimenti nel mercato societario interno, rappresentavano la linea prevalente adottata dai giudici di Lussemburgo; tuttavia, risulta arduo ipotizzare che l'incompatibilità con la disciplina dei Trattati, nel caso in questione, derivasse dal fatto che l'assemblea degli azionisti non potesse derogare, attraverso alcune previsioni societarie, alla legge del 1960. A tale proposito, infatti, occorre sottolineare come il diritto tedesco delle società per azioni sia interamente regolato dal principio generale di inderogabilità, secondo il quale tutto ciò che non è espressamente previsto dalla legge, non può essere disciplinato nemmeno dagli statuti societari.

Per questa ragione, non essendo possibile eccepire tale genere di obiezioni, la violazione del diritto europeo, in particolare del principio di libera circolazione dei capitali, era rappresentata, necessariamente, dal contenuto delle norme, le quali, però, avrebbero potuto trovare la propria fonte, allo stesso modo, all'interno degli statuti delle società.

Qualora si intenda accogliere questa conclusione, che, in apparenza, risulta alquanto evidente, non si può fare a meno di rilevare la contraddizione che ne scaturirebbe.

Qualsiasi norma, sia essa contenuta negli statuti societari, sia essa derivante dalla legislazione nazionale, che si configuri quale idonea a dissuadere gli investitori che intendano stabilire un "legame stabile" con la società, verrebbe

⁷⁶ A tale proposito, cfr. F.M. MUCCIARELLI, *op. cit.*, pp. 273-285.

considerata, a livello europeo, come una violazione del principio di cui all'art. 56 del Trattato CE. Perciò, nonostante che la Commissione avesse scelto di non introdurre il principio “*one share-one vote*” nell'ordinamento eurounitario, al fine di non obbligare le diverse legislazioni nazionali a conformarsi a un modello che non per tutti avrebbe rappresentato un'opportunità, la sentenza *Volkswagen*, considerato che nella sentenza non vengono adeguatamente specificati i limiti alla portata delle argomentazioni, ha sicuramente aperto al rischio di una convergenza forzata, ancorché di derivazione giurisprudenziale, fra gli ordinamenti degli Stati membri.

1.2. – Un modello di *golden powers* compatibile con il diritto UE

Al fine di individuare un possibile modello di *golden powers* che risulti senz'altro compatibile con il diritto eurounitario, risulta particolarmente significativa l'analisi del giudizio riguardante il Belgio, Causa C-503/99, 04-06-2002, *Commissione c. Belgio*, nel quale la Corte di giustizia europea ha ritenuto di poter accertare non solo il requisito del “superiore interesse nazionale”, ma anche i requisiti della proporzionalità e della certezza del diritto.

Oggetto del ricorso della Commissione europea, erano le norme contenute in due regi decreti, quello del 10 giugno e quello del 16 giugno 1994, i quali istituivano due *Golden Shares* in due società belghe, la *Société nationale de transport par canalisations* e la *Distrigaz*, e, di conseguenza, attribuivano al Governo una serie di poteri speciali.

Tali poteri, gli stessi per entrambe le aziende, risultavano di due tipologie⁷⁷.

In primo luogo, sussisteva in capo alla società l'obbligo di notifica all'Esecutivo di qualunque operazione relativa alla cessione, attribuzione a titolo di sicurezza o cambiamento della destinazione delle canalizzazioni della società che costituivano grandi infrastrutture per il trasporto interno dei

⁷⁷ T. BALLARINO, L. BELLODI, *La Golden Share nel diritto comunitario*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 12 ss.

prodotti energetici o che avrebbero potuto essere utilizzate a tale fine; successivamente, anziché preventivamente, il Governo avrebbe potuto opporsi alla decisione, qualora avesse rinvenuto la sussistenza di un possibile pregiudizio per l'interesse nazionale nel settore dell'energia.

In secondo luogo, la disciplina conferiva allo Stato il potere di nominare due membri del consiglio di amministrazione della *SNTC* e della *Distrigaz*, i quali avrebbero avuto l'obbligo di riferire al Ministro dell'Energia, entro quattro giorni, riguardo a eventuali decisioni prese, considerate idonee a pregiudicare l'interesse nazionale. Il Ministro aveva la facoltà, entro 8 giorni, di annullare tali decisioni, salva la possibilità riservata all'amministrazione di ricorrere al Consiglio di Stato belga per chiedere il ripristino della situazione.

Come già anticipato in precedenza, la sentenza della Corte di Giustizia europea del 4 giugno 2002 ha riguardato, oltre al caso belga, anche le norme sulle *Golden Shares* portoghesi e francesi. I connotati della sentenza che ha risolto il contenzioso fra la Commissione e il Belgio, come era facile attendersi, presentavano diverse analogie, se confrontati con i giudizi riguardanti gli altri due Stati membri, nonostante che l'esito, infine, sia risultato opposto.

I supremi giudici, contrariamente a tutte le altre decisioni in tema di poteri speciali, non hanno condiviso le tesi sostenute dalla Commissione europea, poiché hanno ritenuto che i poteri speciali del Governo belga all'interno della *SNTC* e della *Distrigaz* rispettassero i principi di proporzionalità e di certezza del diritto, alla luce dei connotati che le norme nazionali a difesa dei settori strategici avrebbero dovuto assumere per non incorrere nella contrarietà delle istituzioni europee, con particolare riguardo al contenuto della Comunicazione del 1997.

Sulla base del fatto che non fosse previsto dalla normativa belga un meccanismo di autorizzazione preventiva, più volte considerato dai supremi giudici come eccessivamente pregiudizievole per gli interessi degli azionisti comunitari, e in considerazione della circostanza secondo cui l'obiettivo perseguito dall'Esecutivo della garanzia dell'approvvigionamento di energia in

caso di crisi poteva senz'altro ritenersi quale legittimo interesse pubblico, al punto 52 della sentenza⁷⁸ veniva così stabilito: «*Il regime in esame permette quindi, sulla base di criteri oggettivi e controllabili dal giudice, di garantire la disponibilità effettiva delle canalizzazioni che costituiscono le grandi infrastrutture di trasporto interno dei prodotti energetici nonché delle altre infrastrutture per il trasporto interno e lo stoccaggio di gas, compresi i punti di sbarco e transfrontalieri. Esso consente così allo Stato membro di intervenire per assicurare, in una situazione determinata, l'osservanza degli obblighi di servizio pubblico che spettano alla SNTC e alla Distrigaz, pur rispettando le esigenze di certezza del diritto*».

Con questa decisione la Corte europea ha ribadito, dunque, di non essere *a priori* contraria a istituti di diritto societario necessari a proteggere le imprese considerate strategiche e l'analisi di questa pronuncia è interessante al fine di individuare i connotati di un possibile modello europeo di *golden powers* da considerare certamente compatibile con il diritto dei Trattati.

Risulta evidente, infatti, come la disciplina belga sul controllo degli investimenti esteri nelle società privatizzate fosse assai meno dissuasiva per gli investimenti rispetto alle normative portoghese e francese (entrambe censurate dalla Corte nella medesima pronuncia).

Per la verità, l'avvocato generale Ruiz-Jarabo, nelle sue conclusioni del 3 luglio 2001, aveva messo in luce la necessità di considerare, ai fini di tutti e tre i giudizi, il disposto dell'art. 295 del Trattato CE, eccependo che l'inviolabilità del regime di proprietà all'interno degli Stati, sancita dal detto articolo, giustificasse la possibilità di prevedere delle modalità alternative di esercizio dell'attività di impresa, da parte dello Stato, con riguardo alle società pubbliche. Egli, infatti, riteneva che fosse riduttivo distinguere i regimi di proprietà esclusivamente fra pubblico e privato, quando, al contrario, sarebbe stato necessario che la Corte ammettesse, in capo agli Stati membri, la facoltà

⁷⁸Sentenza della Corte di Giustizia del 4 giugno 2002 in Causa C-503/99: *Commissione c. Regno del Belgio*; reperibile online al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:61999CJ0503&from=IT>.

di esercitare un'influenza rilevante sulle attività di rilevanza strategica, anche al di là del possesso di una quota di maggioranza del capitale e dei diritti di voto. Ma la Corte di Giustizia ha sempre optato per un'interpretazione restrittiva dell'art. 295, e perciò l'epilogo delle sentenze contro Portogallo e Francia non poteva che essere nel senso di una condanna; al contrario, la disciplina prevista dai due regi decreti, in Belgio, possedeva, secondo i giudici supremi, i requisiti per una legittima compatibilità con il diritto europeo, considerato che non sussisteva un meccanismo di autorizzazione preventiva, ed erano indicate, in maniera esaustiva, le finalità a cui la normativa era volta. In questo modo, il *proportionality test* risultava ampiamente superato e risultava garantito il principio generale di certezza del diritto.

2. – Il Regolamento europeo n. 2019/452 e le possibili prospettive future

L'approccio delle istituzioni europee nei confronti delle discipline a tutela degli investimenti esteri diretti negli Stati membri, come è facile dedurre dal contenuto delle sentenze sulle *Golden Shares*, sempre orientate da un'interpretazione di natura sostanzialistica delle libertà garantite dai Trattati, è risultato, molte volte, connotato da una eccessiva rigidità.

La ragione principale di ciò, al di là del merito delle singole pronunce, è possibile ricondurla alla volontà di uniformare il più possibile le normative di tutti gli Stati membri dell'Unione europea, attraverso la censura di quelle discipline che potessero risultare espressione di istanze protezionistiche ancora eccessivamente diffuse fra le autorità nazionali. In una simile logica, il dovere delle istituzioni europee non poteva che essere quello di porsi quali garanti del corretto funzionamento del mercato unico, imponendo il rigoroso rispetto dei principi di libera circolazione dei capitali, di libero stabilimento e di libera prestazione dei servizi, i quali costituiscono gli assi portanti della prospettiva di integrazione delle economie nel contesto eurounitario.

Oltre a ciò, gli sforzi delle istituzioni europee nel condannare comportamenti degli Stati membri eccessivamente limitanti per gli investimenti esteri sono stati mossi anche sulla base degli impegni che l'Unione ha sottoscritto con l'Organizzazione Mondiale del Commercio (WTO), che sancisce il libero accesso dei Paesi terzi al mercato e agli investimenti, ad eccezione di quelle misure restrittive necessarie per la tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico. Se tuttavia, inizialmente, a seguito delle primissime sentenze di condanna delle discipline nazionali, si è assistito a un progressivo allineamento dei singoli ordinamenti, il brusco rallentamento nel processo di integrazione politica e le gravi ripercussioni della crisi finanziaria del 2008 sull'economia reale di tutta l'Unione, hanno causato un nuovo allargamento dei meccanismi protezionistici all'interno delle legislazioni nazionali degli Stati membri⁷⁹.

A tale riguardo, occorre sottolineare come il crollo della capitalizzazione azionaria di molte imprese strategiche nazionali, quotate nei più importanti mercati europei, ha comportato il rafforzamento, in tutta l'Unione, dei sistemi anti-scalata e dei meccanismi di cristallizzazione delle partecipazioni di controllo in mano a maggioranze predefinite.

A conferma di ciò che si è appena affermato e alla luce di quanto, oltretutto, già affrontato in precedenza, anche in Italia, il legislatore, che già aveva introdotto, con la legge finanziaria per il 2006, lo strumento della *poison pill*, ha adottato, fra il 2008 e il 2009, una serie di provvedimenti a tutela della stabilità azionaria delle società "ad elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso".

La legge n. 33 del 2009 – la quale, con riguardo all'obbligo di comunicazione alla Consob, aveva previsto delle soglie di partecipazione al capitale e ai diritti di voto inferiori al 3% o al 5% – si è andata ad aggiungere alle misure adottate con il cosiddetto "*Decreto Anti-crisi*", il decreto legge 29 novembre 2008, n. 185, tramite le quali erano state rese opzionali, per le società italiane quotate in mercati regolamentati, la *breakthrough rule* e la *passivity rule*.

⁷⁹ A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei Golden Powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, p. 154.

Anche la norma istitutiva dei *golden powers*, il decreto legge 15 marzo 2012, n. 21, si colloca nel medesimo contesto economico e politico.

Tale atto normativo, infatti, era stato adottato al fine di eliminare dall'ordinamento italiano le norme incompatibili con i Trattati, che erano risultate tali dalla sentenza della Corte di Giustizia europea in Causa C-326/07: *Commissione c. Repubblica italiana*; tuttavia, esso si colloca in un preciso momento storico nel quale lo Stato italiano, a seguito dell'ulteriore crisi dei debiti sovrani alla fine del 2011, si trovava in una difficile condizione finanziaria e correva il rischio di dover dismettere le proprie partecipazioni nelle imprese operanti nei settori strategici e di essere costretto, senza condizioni, ad aprire le porte agli investitori stranieri e alla speculazione finanziaria.

Per questa ragione, attraverso una riforma strutturale dell'ordinamento nazionale in materia, e con l'introduzione dei nuovi *golden powers*, totalmente distinti da qualsiasi partecipazione statale, attuale o pregressa, il legislatore aspirava a rendere lo Stato ancora più protagonista nelle dinamiche di mercato e a rafforzare la sua posizione di *regulator*.

Effettivamente, l'importanza strategica di uno strumento come i poteri speciali nei settori considerati "critici" per gli interessi nazionali è cresciuta soprattutto nell'ultimo decennio e ciò è il motivo per il quale anche l'attitudine delle istituzioni europee nei confronti della disciplina ha dovuto adeguarsi alle esigenze del mercato odierno. Se fino a pochi anni fa, infatti, gli sforzi del legislatore eurounitario, come è stato ampiamente approfondito in precedenza, sono stati volti soprattutto a limitare l'intervento pubblico nell'economia e gli eccessivi poteri che le varie legislazioni attribuivano agli Esecutivi nazionali su questi temi, sarebbe imprudente affermare che vi sia stata un'inversione di tendenza; ciò nondimeno, occorre senz'altro riconoscere alle istituzioni europee quantomeno di aver maturato riflessioni più approfondite in materia e concepite alla luce dei mutamenti negli equilibri politico-economici internazionali.

Fra la fine del 2016 e l'inizio del 2017, in Europa, ha cominciato a farsi strada il dibattito riguardante l'efficacia complessiva del sistema europeo di controllo sugli investimenti stranieri. Il quadro non risultava affatto incoraggiante.

Nell'ambito della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina, infatti, i governi delle due superpotenze economiche hanno attuato, nei rispettivi Paesi, politiche fiscali e monetarie estremamente vantaggiose per gli investimenti, facilitando la fuoriuscita di capitali dai confini nazionali; pertanto, alla luce del fatto che sia l'amministrazione Trump, sia le autorità cinesi hanno fortemente implementato il sistema di controllo sui capitali in entrata, rendendolo assai rigoroso, i principali destinatari finali di queste ingenti somme di denaro, sono risultati i mercati dell'Unione europea.

Gli Stati membri che, per primi, hanno inteso affrontare la questione ai tavoli europei, non a caso, sono stati quelli che possiedono i settori manifatturieri più avanzati d'Europa, ossia la Germania, la Francia e l'Italia⁸⁰. A dire il vero, il pericolo per la sicurezza e per l'indipendenza dell'Unione europea, è divenuto evidente dal momento in cui il controllo del “campione nazionale” tedesco nel campo della robotica, la società *Kuka*, è stato acquisito dalla società cinese *Midea*, per la cifra di 4,5 miliardi di euro. L'operazione, che ha raggiunto una significativa rilevanza anche dal punto di vista mediatico, è stata portata a termine nonostante i vani tentativi della Cancelliera tedesca Angela Merkel e del suo Ministro dell'Economia di estendere, *in extremis*, la disciplina dei poteri speciali al fine di scongiurare l'effettiva cessione della società a una proprietà cinese. Oltre a ciò, occorre segnalare che l'acquisizione, da parte di *Midea*, di una società di tale rilevanza strategica per l'economia europea, quale *Kuka*, rientra nell'ambito di un progetto ancora più ampio (*Made in China 2025*), perseguito dal Governo cinese, di espansione a livello globale in dieci settori di maggiore prospettiva e a più alto contenuto tecnologico.

⁸⁰ S. GLIUBICH, *Il Regolamento europeo per il controllo degli investimenti diretti esteri. Opportunità o occasione mancata per i “poteri speciali” dell'Unione Europea?*, in AA.VV., *Golden power*, a cura del DIS (Dipartimento delle informazioni per la sicurezza), in *Gnosis*, Roma, 2019, pp. 29 ss.

L'Esecutivo tedesco, avendo subito un danno diretto alla propria economia, ha preso totale coscienza dell'inefficacia della normativa sul controllo degli investimenti esteri diretti nei settori "critici" e, alla luce di ciò, ha esposto il proprio punto di vista al Consiglio Europeo del 23 giugno 2017. Secondo la Germania, sussisteva la necessità e l'urgenza di istituire una disciplina comune a livello europeo al fine di tutelare l'economia dell'Unione europea dalle minacce derivanti dal difficile contesto politico e macroeconomico internazionale.

Paradossalmente, dunque, l'Unione europea, rispetto agli inizi dell'ultimo decennio, sembrerebbe aver mutato il proprio piano di azione, in relazione alla salvaguardia delle infrastrutture strategiche continentali.

A tale riguardo, occorre ricordare come all'indomani della crisi dei debiti sovrani del 2011, la Commissione e il Consiglio europeo avevano esercitato una pressione notevole nei confronti degli Stati membri meno virtuosi nell'ambito della finanza pubblica, affinché, anche a costo di mettere in pericolo la sovranità nazionale a beneficio di imprese straniere, attraverso l'alienazione degli *assets* strategici, venisse attuato, dai Governi, un efficace piano di risanamento dei conti statali. Per questa ragione e in questo contesto, Grecia e Portogallo erano state costrette a cedere quote significative di partecipazioni pubbliche in porti, aeroporti e reti elettriche, negoziando la propria indipendenza e la propria sovranità con l'abbassamento temporaneo dello spread fra i propri titoli di stato e i *Bund* tedeschi.

Invero, anche le sentenze della Corte di Giustizia europea in tema di poteri speciali, nonché le norme a tutela della concorrenza all'interno dell'Unione, hanno contribuito a formare il *gap* esistente, in termini di competitività sui mercati internazionali, fra le industrie americane e cinesi, e quelle europee. Risulta davvero emblematico, al riguardo, il numero e la rilevanza delle operazioni di concentrazione aziendale che, anche recentemente, sono state bloccate dalle istituzioni europee, spesso su iniziativa dei singoli Stati membri; occorre ricordare, ad esempio, l'acquisizione da parte di *Fincantieri S.p.A.*

dell'omologa francese *Chantiers de l'Atlantique*, tutt'ora sottoposta al vaglio della Commissione, oppure la mancata fusione fra l'azienda francese *Alstom* e la tedesca *Siemens*.

Tutto ciò a dimostrazione del fatto che l'attenzione delle autorità europee, forse eccessiva, rivolta al corretto funzionamento del mercato interno e alla tutela del contesto concorrenziale dell'economia eurounitaria, può costituire uno dei motivi principali per i quali non si è riusciti, fino ad oggi, a formare alcuni cosiddetti "campioni continentali", in grado di competere con le più grandi multinazionali nei settori che rappresenteranno la sfida principale del futuro per le economie mondiali più avanzate.

Tuttavia, se, da una parte, è senza dubbio auspicabile una maggiore regolazione, dall'altra, questa non deve tradursi in nuove barriere agli investimenti e alla crescita eurounitaria, ed è per questo motivo che agli Stati membri non si può lasciare eccessiva libertà di legiferazione, la quale si tradurrebbe in un poderoso tentativo di ingerenza nelle dinamiche societarie nazionali, cedendo a tentazioni protezionistiche. Questa situazione rappresenterebbe ciò che la normativa europea dovrebbe maggiormente evitare; un ritorno alle economie chiuse significherebbe, per l'Unione, rinunciare definitivamente a un ruolo da protagonista nello scacchiere geopolitico internazionale⁸¹.

A partire dalla riunione del Consiglio europeo del 23 giugno 2017, l'iter per l'approvazione di un atto normativo eurounitario, in materia di controllo degli investimenti esteri diretti, si è svolto in tempi assai brevi.

Il 13 settembre 2017 è stata adottata, dalla Commissione europea, una proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, successivamente approvata dai due organi legislativi nel febbraio del 2019, con definitiva entrata in vigore del Regolamento a partire dal 10 aprile del medesimo anno.

⁸¹ G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di dir. amm.*, 2019, 5, pp. 549-551.

Il Regolamento europeo n. 2019/452⁸², che diverrà direttamente applicabile in tutti gli Stati membri a partire dall'11 ottobre 2020, segue la giusta direzione, considerato che esso mira a rafforzare il coordinamento fra Stati membri e Commissione, in un'ottica di maggiore cooperazione e interlocuzione in sede europea nel caso di tentativi di acquisizione di aziende strategiche da parte di soggetti considerati "a rischio".

Qualora si intenda analizzare, nel dettaglio, la nuova disciplina europea in materia di investimenti esteri, occorre prima fare qualche premessa; all'articolo 1 del nuovo Regolamento, è stabilito che esso *«istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione da parte degli Stati membri per motivi di sicurezza o di ordine pubblico e per un meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri e tra gli Stati membri e la Commissione con riguardo agli investimenti esteri diretti che possono incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico. Esso prevede, altresì, la possibilità che la Commissione emetta pareri su tali investimenti»*. Si è optato, quindi, per l'istituzione di un quadro comune di vigilanza sugli investimenti esteri, senza, tuttavia, creare un organo di controllo eurounitario, né imporre ai singoli Paesi una legislazione nazionale in materia. Nello stesso tempo, al comma 2, si riconosce agli Stati membri la competenza esclusiva con riguardo alla sicurezza nazionale.

L'atto normativo rappresenta, dunque, il risultato di un negoziato che, seppur portato a termine in tempi relativamente brevi, ha dovuto tenere conto anche degli interessi di quegli Stati, magari dotati di piazze finanziarie particolarmente dimensionate, i quali storicamente si configurano come molto aperti ai capitali stranieri e, dunque, assai restii nel sottoporre la propria economia ad un meccanismo di controllo centralizzato, che sicuramente avrebbe rappresentato una forma più accentuata di dissuasione nei confronti degli investitori stranieri. Proseguendo nello studio di tale atto normativo, occorre prestare particolare riguardo ai cosiddetti "fattori" che gli Stati membri e la Commissione possono prendere in considerazione nel valutare gli impatti di un investimento straniero

⁸² Reperibile online al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0452&from=EN>.

sulla sicurezza e sull'ordine pubblico; tali fattori sono elencati, comunque in maniera non esaustiva, all'art. 4 del Regolamento, e comprendono:

- a) le infrastrutture critiche, 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 l'investimento in terreni e immobili fondamentali per l'utilizzo di tali infrastrutture;
- b) le tecnologie e i prodotti a duplice uso, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le tecnologie di difesa, aerospaziali, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie;
- c) la sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare;
- d) l'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni;
- e) la libertà e il pluralismo dei media.

Attraverso tale elencazione dettagliata degli ambiti all'interno dei quali gli Stati membri possono considerare di prevedere alcuni poteri speciali a difesa della propria economia, elenco che, oltretutto, è stato anche ampliato dal Parlamento europeo rispetto alla proposta iniziale della Commissione, le istituzioni europee delineano alcune linee-guida per gli ordinamenti nazionali al fine di delineare i limiti entro i quali le diverse legislazioni si debbono mantenere per non incorrere in possibili giudizi di incompatibilità con il diritto europeo.

Dunque, uno dei criteri a cui i Governi nazionali devono attenersi riguarda i settori nei quali operano le imprese oggetto di una potenziale acquisizione. Altro presupposto riguarda, invece, il soggetto al quale è riconducibile l'investimento sottoposto all'esame degli Esecutivi; a tale riguardo, al par. 2 dell'art. 4 si stabilisce che gli Stati membri debbano considerare, altresì, se l'investitore sia controllato o meno, anche indirettamente,

dall'amministrazione pubblica di un Paese terzo, se tale soggetto sia stato già coinvolto in attività che hanno recato pregiudizio alla sicurezza o all'ordine pubblico di un altro Stato Membro, oppure se vi sia un grave rischio che l'investitore intraprenda attività illegali o criminali.

Gli Stati europei, in vista dell'entrata in vigore del nuovo regolamento, saranno chiamati, altresì, a estendere i tempi di esercizio dei poteri speciali, al fine di consentire un'approfondita consultazione con la Commissione europea e con gli altri Stati membri; in Italia, a tale proposito, il decreto legge 21 settembre 2019, n. 105, ha prolungato i termini da quindici a quarantacinque giorni. Nonostante che la decisione finale circa l'esercizio dei poteri speciali spetti ai singoli Paesi, occorre, necessariamente, che essi prendano in considerazione le osservazioni degli altri Stati europei e i pareri della Commissione, i quali comunque dovranno essere esclusivamente finalizzati alla tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico e non anche al perseguimento di interessi economici⁸³.

Al 18° Considerando, viene, inoltre, specificato che il rispetto dei requisiti ai quali le osservazioni degli Stati membri si devono attenere, rileva, altresì, nel caso in cui un investitore cittadino dell'Unione europea sia in concorrenza con un investitore terzo per l'acquisizione di una determinata attività. Si intende, in tal modo, circoscrivere i margini di intervento degli Stati membri dell'Unione alle situazioni ove risulti un possibile pregiudizio per la sicurezza nazionale e per l'ordine pubblico, scongiurando, invece, la possibilità di riservarsi un canale preferenziale per il successo dell'operazione.

Ulteriori riflessioni dovranno, poi, svolgersi in sede europea alla luce degli sviluppi dell'emergenza sanitaria da Covid-19. Le modifiche che il decreto legge 8 aprile 2020, n. 23, ha apportato alla normativa italiana sui poteri speciali, sicuramente necessarie per limitare i risvolti economici della crisi globale, hanno innegabilmente tracciato una strada in controtendenza rispetto al percorso europeo intrapreso negli ultimi anni. Tuttavia, alla luce del crollo di Piazza Affari, che ha significato perdite ingenti su tutti i valori mobiliari,

⁸³ A tale riguardo, cfr. S. GLIUBICH, *Il Regolamento europeo per il controllo degli investimenti diretti esteri. Opportunità o occasione mancata per i "poteri speciali" dell'Unione Europea?*, cit., p. 37.

seguito inevitabilmente da tentativi di speculazioni e scalate ostili, si è manifestata la necessità di mettere al riparo l'intera economia nazionale, rafforzando i *golden powers*. Come si è già visto nel Capitolo II, l'estensione dei poteri dell'Esecutivo ha valenza temporale di un anno, a dimostrazione della situazione emergenziale e dichiaratamente "contingente" per la quale è stata concepita la nuova disciplina. Nonostante ciò, la portata di tale strumento, che permette un penetrante controllo da parte del Governo italiano anche sugli investimenti provenienti da cittadini dell'UE, crea un precedente rilevante nelle dinamiche eurounitarie, che, oltretutto, mette in luce la mancanza di un organo di controllo europeo sugli investimenti interni ed esteri, lasciando inevitabilmente agli Esecutivi nazionali eccessiva libertà di intervento sulla disciplina.

Il 26 marzo 2020 il presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen, attraverso un messaggio rivolto a tutti gli Stati membri dell'Unione europea, pur affermando, in ogni caso, l'apertura del sistema europeo ai capitali stranieri, ha ribadito l'importanza, in un momento critico per l'industria eurounitaria, dei sistemi di controllo degli investimenti esteri diretti, soprattutto nei settori ritenuti fondamentali per la sicurezza, la salute pubblica e la sovranità nazionale.

Al discorso del Presidente, sempre il 26 marzo 2020, è seguita la Comunicazione della Commissione, 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)*»⁸⁴, ove si è ribadita la necessità vigilare sugli effetti negativi della crisi economica causata dalla pandemia. La Commissione, inoltre, ha invitato fortemente gli Stati membri dell'Unione a servirsi dei meccanismi di controllo sugli IDE, e, per coloro che non si sono ancora dotati di tali sistemi, a legiferare al più presto in materia.

⁸⁴ Reperibile online al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=OJ:C:2020:099I:FULL&from=EN>.

Al fine di conformarsi alle prerogative delle istituzioni europee e per contrastare gli effetti della pandemia sulla sovranità nazionale, molti ordinamenti europei hanno aggiornato la propria disciplina di controllo dei flussi di capitale in entrata.

In Italia, come si è visto, è intervenuto il c.d. “*Decreto liquidità*”; tuttavia, anche le altre maggiori economie europee hanno rafforzato i propri strumenti di difesa⁸⁵; in Spagna, ad esempio, è stato adottato il regio decreto legge n. 8 del 17 marzo 2020, che sottopone al vaglio dell’Esecutivo gli investimenti che superino la soglia del 10% del capitale o dei diritti di voto; in Francia, a dire il vero, la nuova disciplina era entrata in vigore già alla fine del 2019, attraverso l’emanazione del decreto n. 1590/2019, che presenta caratteristiche in tutto simili alla normativa italiana e spagnola; anche in Germania si è provveduto all’approvazione di un disegno di legge volto a rafforzare i poteri speciali del Governo a tutela delle aziende tedesche, anch’esse profondamente provate dagli effetti negativi della pandemia.

Presumibilmente, passata la fase più acuta dell’emergenza, in Europa si aprirà, nuovamente, un dibattito al riguardo. Del resto, come si avuto modo di approfondire nei paragrafi precedenti, in momenti di crisi i Governi sono soliti allargare i meccanismi protezionistici a tutela della stabilità dei sistemi economici nazionali; tuttavia, gli sviluppi della cosiddetta “guerra dei dazi” hanno comportato alcune rilevanti conseguenze con riguardo agli equilibri politico-economici a livello mondiale, le quali inducono a ritenere che nei prossimi anni il controllo sugli investimenti esteri diretti, in particolare su quelli riconducibili, direttamente o indirettamente, ad amministrazioni pubbliche, diventerà cruciale al fine di difendere l’indipendenza europea e di tutelare il benessere dei cittadini.

⁸⁵ Cfr. https://www.chiomenti.net/public/files/3246/Newsalert-Il-rafforzamento-della-normativa-Golden-Power_1.pdf.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Giunti al termine della trattazione e alla luce del percorso fin qui sviluppato, è possibile svolgere qualche considerazione conclusiva con riguardo al difficile equilibrio che sussiste nell'ambito di un'economia, quale quella europea, certamente aperta agli investimenti stranieri, che, tuttavia, è composta da Stati sovrani i quali manifestano, inevitabilmente, la necessità di tutelare i settori strategici della propria economia e i "campioni nazionali".

Nei tre capitoli del presente elaborato, si è provato a ripercorrere il cammino che, progressivamente, ha condotto le istituzioni dell'Unione europea a riconsiderare l'importanza del ruolo di controllo dei Governi nazionali sui meccanismi societari delle imprese strategiche, con l'intento di garantire la sicurezza dei cittadini europei; a tale riguardo, risulta significativa anche l'evoluzione della normativa nazionale dei singoli Stati membri, la quale sicuramente presenta alcune reciproche affinità, dovute anche all'impulso uniformatore derivante dai trattati istitutivi dell'ordinamento sovranazionale, ma che riflette in maniera evidente le peculiarità dei diversi regimi societari nell'esperienze di ciascuno Stato membro.

All'indomani dei processi di privatizzazione, che si sono susseguiti in buona parte del continente europeo a partire dall'esperienze britannica e francese degli anni Ottanta, sorge, in capo agli Esecutivi nazionali, la questione della tutela delle imprese strategiche, le quali, da una parte, si avviano a gestioni maggiormente orientate alle nuove dinamiche del mercato unico, dall'altra, rischiano di non avere a disposizione strumenti adeguati per difendersi da inaspettati *takeovers*, da parte di investitori stranieri.

Per ovviare a una minaccia di tale portata, viene concepito, nell'ordinamento britannico, lo strumento della *Golden Share*, un'azione speciale del valore nominale di una sterlina, la quale, restando nella disponibilità delle autorità pubbliche, attribuisce al Governo diverse tipologie di poteri relativi al

controllo della *governance* societaria, allo scopo ultimo di condurre al meglio la transizione dallo Stato imprenditore allo Stato regolatore e supervisore. Considerato il successo delle privatizzazioni in Gran Bretagna, dal punto di vista della diffusione dell'azionariato fra il pubblico e della crescita ingente, in termini di capitalizzazione, della Borsa di Londra, il processo viene, dunque, replicato anche in quelle economie che storicamente si caratterizzano per una tradizione maggiormente rivolta all'intervento pubblico nell'economia, come quella francese e quella italiana. I Governi di questi due Paesi, per l'appunto, intendono anch'essi dare avvio alla parziale dismissione del settore pubblico industriale, al fine di assicurare alle imprese la competitività richiesta dai mercati internazionali, evitando, tuttavia, di rinunciare ad alcune nuove forme di controllo pubblico sulle stesse società privatizzate e guardando con particolare sfavore agli investitori provenienti dall'estero.

La maggior parte delle imprese statali, che si avviavano alla privatizzazione, si trovavano a gestire alcuni servizi considerati essenziali per la collettività, e si configuravano, in molti casi, quali altrettanti strumenti, a disposizione della politica, per il raggiungimento di risultati collegati con il perseguimento di interessi pubblici; per tali ragioni, dunque, era considerato del tutto fisiologico che lo Stato, pur dovendo rendersi promotore di una decisa transizione verso il settore privato al fine di adempiere agli obblighi derivanti dai trattati europei, non potesse rinunciare del tutto al controllo di tali realtà.

In questa ottica, la principale prerogativa che i Governi ritengono di doversi riservare è quella di assicurarsi, persino attraverso alcune deroghe al diritto comune, una presenza significativa all'interno degli organi amministrativi delle società, un tempo controllate dallo Stato, al fine di poter incidere in maniera determinante sui meccanismi di *governance* societaria e di scongiurare possibili ribaltamenti nella composizione del capitale e delle assemblee decisionali.

Proprio a tale scopo gli strumenti di diritto societario *dell'action spécifique* e dei *poteri speciali* vengono inseriti all'interno degli atti normativi che regolano l'intero processo, anche se l'esigenza del legislatore resta quella di intervenire

con specifico riguardo a quelle società sulle quali lo Stato rinuncia al controllo diretto.

A tale proposito, risulta significativo il fatto che, malgrado l'intero processo fosse finalizzato al perseguimento dell'obiettivo ultimo della migliore realizzazione del mercato unico europeo, che imponeva inevitabilmente uno sforzo da parte di tutti gli Stati membri per una maggiore liberalizzazione dei settori dell'economia, ciò che, parimenti (e parallelamente), manteneva rilievo determinante fossero le logiche tipiche degli interessi nazionali, inesorabilmente sottese a un ordinamento sovranazionale che, per quanto integrato, continuava a configurarsi pur sempre come formato da Stati sovrani. È anche per questa ragione, che l'atteggiamento delle istituzioni europee nei confronti di tali discipline, è sempre risultato di assoluta rigidità, traducendosi, negli anni fra il 2000 e il 2013, in ben 18 cause dinnanzi alla Corte di Giustizia europea, che si sono concluse, in 17 casi, con una sentenza di condanna.

Nel processo di integrazione delle economie europee, che, invero, avrebbe dovuto configurarsi come un semplice tassello di un progetto, ancora più ambizioso, di integrazione politica, i meccanismi di cristallizzazione delle maggioranze all'interno delle dinamiche societarie, dunque limitativi della contendibilità delle azioni, e di dissuasione per gli investitori stranieri, non potevano che essere visti con sfavore da quelle istituzioni che si ponevano quali garanti del rispetto dei principi dei Trattati, e il cui dovere era quello di agire a dispetto di qualsiasi forma di nazionalismo.

È in un simile contesto che deve essere letta la «*Communication On Certain Legal Aspects Concerning Intra-EU Investments*» che la Commissione europea adotta nel 1997, nella quale vengono fornite alcune linee guida, assai restrittive, che le normative nazionali sulle *Golden Shares* avrebbero dovuto rispettare per non incappare in un giudizio di incompatibilità con i principi di libera circolazione dei capitali e di libero stabilimento, contenuti agli articoli 56 e 43 del Trattato CE; tali discipline, infatti, avrebbero dovuto essere applicate in maniera non discriminatoria, avrebbero dovuto essere giustificate da motivi urgenti di

interesse generale, essere idonee ad assicurare il raggiungimento dell'obiettivo prefissato e non andare oltre il necessario per il raggiungimento del risultato.

Le istituzioni europee, per la verità, come ampiamente osservato dall'Avvocato Generale Ruiz-Jarabo in più di una, delle sue numerose conclusioni in materia di poteri speciali, non hanno mai fatto debito riferimento all'art. 295 del Trattato CE, riferimento che, a giudizio dell'Avvocato, sarebbe risultato assolutamente doveroso. Secondo tale previsione, infatti, il Trattato avrebbe lasciato invariato il regime di proprietà all'interno degli Stati membri, non imponendo, cioè, in nessuna maniera, ai singoli ordinamenti nazionali, di optare per la proprietà privata anziché per quella pubblica. Ruiz-Jarabo, a tale riguardo, sottolineava il grave errore della Corte di Giustizia e della Commissione europea, le quali non ammettevano, in capo ai singoli Esecutivi degli Stati membri, la possibilità di esercitare la proprietà pubblica mediante strumenti alternativi rispetto alla partecipazione diretta al capitale, come, ad esempio, i poteri delle *Golden Shares*.

Tutto ciò, a dimostrazione del fatto che, nonostante vi fossero autorevoli posizioni che contestavano persino la legittimazione della Corte di Giustizia a pronunciarsi sulla compatibilità delle normative nazionali sul controllo degli investimenti esteri diretti con i principi dei trattati europei, proprio perché ciascun ordinamento nazionale si sarebbe dovuto ritenere legittimato a intervenire liberamente sui modelli societari, le sentenze di incompatibilità della Corte di Lussemburgo, volte ad evitare distorsioni del diritto comune, si sono susseguite fino al 2013, finendo esse stesse per esercitare un ruolo determinante sui sistemi di *corporate governance* delle società privatizzate.

Il punto di vista del legislatore europeo cambia, tuttavia, a seguito dei recenti sviluppi nel contesto macroeconomico internazionale, anche in conseguenza degli innegabili errori commessi dall'Unione nella gestione della crisi finanziaria del 2008 e di quella dei debiti sovrani del 2011.

A tale proposito, si ricorda che, all'indomani della speculazione finanziaria, scatenatasi contro i Paesi europei finanziariamente meno virtuosi, Grecia e

Portogallo, su tutti, questi ultimi sono stati costretti a cedere parte della propria sovranità, attraverso l'alienazione di infrastrutture strategiche a beneficio di imprenditori perlopiù stranieri, motivo per il quale, in Italia, proprio nel 2012, viene introdotta l'innovativa disciplina dei *golden powers*.

Attraverso il decreto legge 15 marzo 2012, n. 21, per l'appunto, il legislatore italiano attua una riforma strutturale dei poteri speciali, distinguendo una disciplina più stringente per i settori della difesa e della sicurezza nazionale, di cui all'art. 1 del decreto, e una più blanda per i settori disciplinati all'art. 2, ossia quelli dell'energia, dei trasporti, delle telecomunicazioni, ad alta intensità tecnologica, e, di recente introduzione, delle infrastrutture finanziarie.

Tale atto normativo, emanato per ovviare all'incompatibilità della disciplina italiana con i principi dei trattati europei, sancita con la sentenza della Corte di Giustizia, l'ultima in ordine di tempo, del 26 marzo 2009, contiene alcuni profili assai significativi, che consentono di individuare, con precisione, le finalità che il legislatore italiano ha inteso perseguire, differenti, evidentemente, rispetto a quelle per le quali era stata adottata la precedente normativa sulla *Golden Share*.

In tale momento storico, infatti, l'Esecutivo italiano intendeva assicurarsi diverse tipologie di poteri, allo scopo ultimo di evitare che un investitore straniero, magari collegato all'amministrazione pubblica di un Paese terzo e per ragioni non puramente di tipo economico, potesse pregiudicare gli interessi essenziali dello Stato nei settori strategici; perciò, i nuovi *golden powers*, non si applicano più con riguardo alle società privatizzate, sulle quali lo Stato intendeva conservare un controllo di gestione, bensì – per ciò solo – a tutte le società che operano nei settori strategici, detenendo attivi strategici o svolgendo attività strategica.

A partire dal secondo decennio degli anni Duemila, il fenomeno degli investimenti esteri diretti ha acquisito particolare rilevanza, non solo in Italia, bensì in tutto il mondo, anche a causa del progressivo aumento del numero e

della capitalizzazione dei fondi di investimento, spesso riconducibili, direttamente o indirettamente, ad amministrazioni pubbliche.

Di qui, sorge il problema, per gli Stati membri dell'Unione europea, di come garantire la sicurezza e l'indipendenza nazionale, dal momento che, in quasi tutti i Paesi europei, all'indomani delle due crisi economiche e finanziarie del 2008 e del 2011, molte delle imprese operanti nei settori strategici si trovavano ad essere sottocapitalizzate e, dunque, facili prede di eventuali scalate ostili.

Fra la fine del 2016 e l'inizio del 2017, vi è la definitiva presa di coscienza, anche da parte delle istituzioni europee e dei Governi delle principali manifatture d'Europa, dei rischi per l'economia e per la sicurezza dell'Unione europea, derivanti dalla mancanza di una linea guida comune per tutti gli Stati membri sul controllo degli investimenti esteri diretti nei settori strategici. La cessione di *Kuka*, società tedesca leader nel campo della robotica, a una proprietà cinese, non risulta altro che la punta dell'iceberg di un dato di fatto ancora più rilevante, ossia che l'Unione europea, nell'ambito delle tensioni politiche fra Oriente e Occidente, conseguenti, tra le altre cose, alla guerra commerciale in atto fra Stati Uniti e Repubblica popolare cinese, non possiede l'assetto politico e gli strumenti di politica economica adeguati per esercitare un ruolo determinante su scala globale.

A partire da ciò, pur nella inevitabile consapevolezza che l'Unione europea è formata da Stati indipendenti e sovrani, il legislatore eurounitario si rende promotore di un ambizioso programma di armonizzazione della disciplina relativa al controllo degli investimenti esteri diretti, che conduce, in tempi relativamente brevi, all'entrata in vigore del Regolamento europeo n. 2019/452.

Risulta evidente, tuttavia, come il Regolamento sia il risultato di un negoziato, fra più Stati nazionali, il quale ha dovuto tenere conto delle esigenze anche di quei Paesi le cui piazze finanziarie avrebbero particolarmente risentito di un meccanismo di controllo ancora più stringente. A tale proposito, occorre segnalare che la disciplina non introduce, ancora, un organo di controllo

europeo, né stabilisce che la decisione finale, riguardo all'esercizio in concreto dei poteri speciali, debba essere presa dagli Stati membri con il consenso espresso della Commissione e degli altri Stati; ciò nondimeno, è possibile cogliere alcuni profili assai rivoluzionari rispetto al passato.

Non prevedendo alcun meccanismo di protezione nei confronti degli investitori provenienti da un altro Stato membro dell'Unione, e introducendo un obbligo di consultazione preventiva con le istituzioni eurounitarie, il Regolamento n. 2019/452 intende assecondare le esigenze protezionistiche, tipiche degli Stati sovrani, non solo al fine di assicurare l'indipendenza delle singole economie nazionali, bensì in un'ottica europea.

Si tratta, invero, di un passo in avanti di rilevanza assoluta, in quanto nasce dall'acquisita consapevolezza che, sempre nel rispetto delle norme sulle concentrazioni e sulla tutela della concorrenza, soltanto attraverso un meccanismo decisionale che provenga dall'Europa, che sia posto a tutela dei valori europei, e che assicuri l'ordine pubblico e la sicurezza dei cittadini europei, le imprese continentali saranno messe nelle condizioni più adeguate per competere a livello globale.

Dunque, alla luce di uno studio approfondito sulla materia, è possibile cogliere numerosi profili interdisciplinari che caratterizzano l'evoluzione dei *golden powers*, i quali, da semplice strumento di diritto societario, nato con lo scopo di mantenere un controllo pubblico sulle società che gestivano un servizio alla collettività, fortemente scoraggiato dalle istituzioni europee, vengono progressivamente a configurarsi, addirittura, come uno strumento di politica economica "a tendenziale vocazione europea", ossia uno strumento che, pur essendo ancora esercitabile per decisione esclusiva dei Governi nazionali, viene ormai a collocarsi – nel sistema del Regolamento del 2019 – in una logica non più meramente nazionalista ma finalmente condivisa (frutto del confronto necessario quantomeno sul piano formale del processo decisionale) con le istituzioni europee e gli altri Stati membri.

Oltretutto, i recenti sviluppi della pandemia causata dalla diffusione del virus Covid-19, hanno comportato un'ulteriore presa d'atto da parte dei Governi degli Stati membri dell'Unione europea dei rischi per le imprese nazionali, eccessivamente esposte alle turbolenze finanziarie.

Per tale ragione, il legislatore italiano, ha introdotto, attraverso il decreto 8 aprile 2020, n. 23, una disciplina transitoria che, fino alla fine del 2020, irrobustisce i *golden powers*, rendendoli applicabili anche ai soggetti provenienti dall'Unione europea, seppur mediante un meccanismo e una procedura meno stringenti rispetto alle norme applicabili con riguardo agli investitori provenienti da Paesi terzi.

Si tratta, evidentemente, di un parziale ritorno a quel nazionalismo che la normativa europea degli ultimi anni aveva tentato di tradurre in un sistema omogeneo di difesa dell'economia eurounitaria.

Tuttavia, anche considerando il rafforzamento della disciplina sull'obbligo di comunicazione alla Consob, apportato mediante modifica dell'art. 120 del TUF, emerge chiaro il diverso intento, perseguito dal legislatore italiano, rispetto agli interventi normativi precedentemente attuati.

Anziché tutelare gli interessi essenziali dello Stato nei settori strategici, applicando i *golden powers* alle imprese detenenti attivi strategici ovvero che svolgono un'attività di rilevanza strategica, la nuova disciplina intende fornire uno scudo protettivo alle imprese nazionali, per difenderle da possibili tentativi di scalata, la cui riuscita risulterebbe, al momento, troppo semplice, considerata la sottocapitalizzazione delle aziende.

Deve sottolinearsi, comunque, il carattere transitorio e dichiaratamente "contingente" della nuova disciplina, considerato che le norme introdotte hanno valenza temporale di un anno e rispondono al preciso obiettivo del contenimento degli effetti negativi della pandemia. Dunque, risulterà interessante capire quale sarà l'evoluzione normativa alla scadenza del termine, ossia se riprenderanno i negoziati europei per un rafforzamento ulteriore del sistema difensivo, magari attraverso l'introduzione di un organo di controllo

eurounitario che risulterebbe senza dubbio auspicabile nell'ottica di una ulteriore evoluzione del sistema introdotto dal Regolamento europeo, oppure se prevarranno ancora una volta, nell'incertezza derivante dal contesto internazionale, le istanze tradizionalmente nazionalistiche degli Stati membri.

NOTA BIBLIOGRAFICA

ARDIZZONE L., VITALI M.L., *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 919 ss.

BALLARINO T. – BELLODI L., *La Golden Share nel diritto comunitario*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 2-50.

BANCE P. & MONNIER L., *The privatization of public enterprises in France*, in *Annals of public and Co-operative Economy*, Apr-June 1986, Vol. 57, Issue 2, pp. 181-203.

BASSAN F., *Prime note prospettive sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, in *Dirittobancario.it*, aprile 2020.

BIZAGUET A., *Le secteur public et les privatizations*, in Press Universitaire de France, 1988.

CASSESE S., *Privatizzazioni annunciate, mezze privatizzazioni e pseudo privatizzazioni in Italia*, in *Economia e credito*, 1992, 1/2, pp. 49 ss.

CASSESE S., *I controlli pubblici sulle privatizzazioni*, in *Giornale dir. amm.*, 2001, 8, pp. 855 ss.

COSTI R., *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 88 ss.

DONATIVI V., *Golden Powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019.

DONATIVI V., *I golden powers nel "D.L. liquidità"*, in *blog.ilcaso.it*, 2020.

DUMÉZIL H. – JEUNEMAÎTRE A., *Le privatizzazioni in Francia*, in *Stato e mercato*, 1996, pp. 295-321.

FENUCCI T., *I poteri speciali dopo la privatizzazione delle imprese statali: una storia infinita*, in *Comparazione e diritto civile*, 2016.

GIUSTI C.A., *La corporate governance delle società a partecipazione pubblica. Profili civilistici e di diritto comparato*, Torino, 2018.

GLIUBICH S., *Il Regolamento europeo per il controllo degli investimenti diretti esteri. Opportunità o occasione mancata per i “poteri speciali” dell’Unione Europea?*, in AA. VV., *Golden power*, a cura del DIS (Dipartimento delle informazioni per la sicurezza), in *Gnosis*, Roma, 2019, pp. 29 ss.

KRONENBERGER V., *The rise of the “golden” age of free movement of capital: a comment on the golden shares judgement of the Court of Justice of the European Communities*, in *European Business Organizations Law Review*, 2003, 4 (1), pp. 115-135.

MAJONE G. – LA SPINA A., *“Deregulation” e privatizzazioni: differenze e convergenze*, in *Stato e mercato*, 1992, 2, pp. 282 ss.

MUCCIARELLI F. M., *La sentenza «Volkswagen» e il pericolo di una «convergenza» forzata tra gli ordinamenti societari*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 273-282.

NAPOLITANO G., *L’irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale dir. amm.*, 2019, 5, pp. 549-551.

NASCIMBENE B., *Norme nazionali sulle golden shares e diritto comunitario*, in *Corr. giur.*, n. 8/2009, 8, pp. 1017-1023.

PERICU A., *Il decreto Alstom: illustrazione della disciplina e prime valutazioni di compatibilità con l'ordinamento comunitario*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2014, 2, pp. 290-299.

RICHARDSON J. – DUDLEY G. – VENZO C., *Le privatizzazioni in Gran Bretagna: innovazione di successo e implementazione difficile?*, in *Stato e Mercato*, 1996, 47, pp. 241 s.

RUTABANZIBWA A.P., *What is golden in the golden share? Company law implications of privatizations*, in *The Company Lawyer*, 1996, vol. 17, n. 2, pp. 40-45.

SACCO GINEVRI A., *I “golden powers” dello Stato nei settori strategici dell’economia*, in *federalismi.it*, n. 22/2016.

SACCO GINEVRI A., *L’espansione dei Golden Powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, pp. 151 ss.

SACCO GINEVRI A., *La norma “anti-scorrerie” introdotta dal decreto legge n. 148/2017*, in *dirittobancario.it*, gennaio 2018.

SCARCHILLO G., *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Cont. impr. Eur.*, 2015, 2, pp. 619-664.

SCARCHILLO G., *Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonizing intervention of the European Court of Justice*, in *Comp. Law Rev.*, 2012, vol. 3, n. 2, pp. 1-29.

SCARCHILLO G., *Privatizzazioni e settori strategici: l'equilibrio fra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, Torino, 2018.

SICLARI D., *Le privatizzazioni nel diritto dell'economia*, in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di M. Pellegrini, Padova, 2016, pp. 413-435.

SPATTINI G. C., "Vere" e "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. comunit.*, 2008, 1, pp. 303-373.

VISENTINI B., *Privatizzazioni, banche e public company*, in *Riv. soc.*, 1994, pp. 729-739.