

LUIGI ARDIZZONE - MATTEO L. VITALI
(Università degli Studi di Brescia)

I POTERI SPECIALI DELLO STATO
NEI SETTORI DI PUBBLICA UTILITÀ:
IL PARADOSSO DEL SOCIO SENZA AZIONI

*Relazione per il IV Convegno annuale di Orizzonti del diritto commerciale
“Impresa e mercato fra liberalizzazioni e regole”*

SOMMARIO: 1. Premessa: i profili societari. – 2. Le scelte degli altri ordinamenti. – 3. Il potere di veto – 4. Il potere di opposizione all’acquisto di partecipazioni qualificate.

1. L’obiettivo della nostra relazione consiste nell’indagare l’incidenza dei poteri speciali attribuiti allo Stato nei settori di pubblica utilità (i “poteri”) rispetto ai processi di formazione delle decisioni societarie e dell’azionariato. La disciplina vigente è contenuta nel d.l. 15 marzo 2012, n. 21 (il “Decreto”), come convertito dalla legge 11 maggio 2012, n. 56, e riguarda i settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché, per le attività di rilevanza strategica, dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni.

Si vuole, in particolare, cercare di comprendere se il *sovertimento* provocato da tali poteri nella vita di una società possa dirsi un caso isolato oppure sia assimilabile ad altre ipotesi già conosciute nell’ordinamento societario e dettate da un interesse diverso (e superiore) rispetto a quello sociale. Ci sembra, infatti, che una risposta in quest’ultimo senso comporterebbe quale principale conseguenza la riconduzione dello Stato nella (ampia) categoria degli *stakeholders*: i relativi poteri sarebbero, quindi, assimilabili – almeno quanto alla *finalità* – ai diritti riconosciuti nel diritto comune e nella legislazione speciale, ad esempio, a favore di creditori e dipendenti, anche a fronte di una comune ascendenza costituzionale.

In tal senso, l’interesse collettivo sottostante al Decreto – espresso nella “minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale” (art. 1, comma 2, Decreto), nonché nella “minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti” (art. 2, comma 3, Decreto) – non sarebbe altro che una declinazione del generale interesse comunemente volto alla tutela di specifiche categorie (con il fine della tutela del lavoro, del credito, del risparmio), con la sola peculiarità che, in questo caso, tale interesse sarebbe attribuito direttamente in capo allo Stato a beneficio dell’intera collettività. In tale modo si giustificerebbe la titolarità di poteri non in capo ad una specifica categoria (ad esempio, i creditori), così legittimata

all'esercizio degli stessi, bensì direttamente allo Stato quale "mandatario" della collettività.

Ammissa questa prospettiva, potrebbe allora forse più facilmente giustificarsi – almeno nell'ottica del diritto societario – la previsione, tramite l'introduzione di regole speciali, dei poteri, pur in un contesto favorevole alle liberalizzazioni, fino al punto da costituire una significativa eccezione nell'attuale panorama di incentivi diretti all'apertura del mercato e allo stimolo della concorrenza. Il problema della compatibilità con i principi comunitari che sanciscono la circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento – a fondamento della tormentata evoluzione della disciplina in conseguenza delle obiezioni della Commissione europea (§ 2.2) – atterrebbe solamente alla frequenza e alla misura (con riguardo, in particolare, al rispetto del principio di proporzionalità di esercizio di tali poteri) con cui potrebbe farsi valere l'interesse in questione, ma non alla sua capacità (già riconosciuta agli *stakeholders*) di incidere sulla vita sociale. In altri termini, sarebbe come dire che per il diritto societario poco cambia se i poteri possono essere attivati anche in relazione all'ingresso nel capitale di un soggetto comunitario oppure solo di soggetti non comunitari: pur sempre lo Stato *stakeholder* può incidere sulla vita sociale, alterando i procedimenti endogeni di formazione delle decisioni (potere di veto) o esogeni di formazione della compagine sociale (potere di opposizione); semmai, l'ampiezza dei presupposti all'esercizio dei poteri sarebbe una questione di misura del sacrificio economico della società e, quindi, dei soci, come avremo modo di dire nel prosieguo.

Spostando l'attenzione dai presupposti ai contenuti dei poteri, ci sembra essenziale il confronto con diritti speciali attribuibili agli *shareholders*: sia il potere di veto che il gradimento (opposizione all'acquisto) – caratterizzanti tutti i settori in questione, pur con diversa declinazione di intensità – parrebbero presentare profili di analogia con diritti (i) riconosciuti direttamente dal legislatore (così il gradimento ai sensi dell'art. 2355-bis c.c.) oppure (ii) ammessi in via interpretativa, quali diritti particolari attribuibili nelle società azionarie a una determinata categoria speciale di azioni (così il veto rispetto a specifiche operazioni sociali).

Peculiare piuttosto è il fatto che la *titolarietà dei poteri* in capo allo Stato prescinda dalla *titolarietà di una partecipazione* nel capitale delle società agli stessi soggette oppure di diritti reali minori di godimento o di garanzia sulla medesima partecipazione⁽¹⁾. Principale conseguenza è il dubbio se tale circostanza (di carattere soggettivo) sia ostativa di un'applicazione analogica della disciplina generale dei predetti diritti.

⁽¹⁾ E' propria delle regole del diritto societario l'attribuzione di (parte dei) diritti e prerogative del socio all'usufruttuario e al creditore pignoratizio, con ciò creandosi una sovrapposizione di ruoli che, nel passato prossimo, si è accentuata anche per effetto della tipizzazione degli strumenti finanziari partecipativi. Ciò senza considerare l'ampia elasticità nella definizione dei contenuti di categorie speciali di azioni al punto tale, all'inverso, da potersi *deprimere* il ruolo del socio in misura assai rilevante. Circa la varietà dei diritti attribuiti ai soci e l'interferenza tra questi e la posizione di terzi, v. G. OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum* Gian Franco

Si consideri, d'altronde, che l'art. 2450 c.c. – che disciplinava l'attribuzione allo Stato o a enti pubblici, da parte della legge o dello statuto, di poteri speciali riguardanti la nomina di amministratori, sindaci o componenti del consiglio di sorveglianza, anche in mancanza di partecipazione azionaria – è stato abrogato dall'art. 3 del d.l. 15 febbraio 2007, n. 10 (conv. in l. 6 aprile 2007, n. 46), in seguito all'apertura di procedure d'infrazione promosse in sede comunitaria a carico dell'Italia ⁽²⁾.

Proprio l'attribuzione di diritti comunemente di pertinenza dei soci a uno *stakeholder*, qual è lo Stato, ci sembra essere il punto di maggior rilievo sul piano del diritto societario e, quindi, su questo concentreremo le nostre riflessioni, cercando di individuare gli effetti di tale eccezione nel sistema. Si noti, tra l'altro, come non risulti allo stato attuale riferirsi ai poteri con la locuzione «*golden share*», proprio in quanto la qualità di socio non è più un presupposto necessario di attribuzione dei predetti poteri.

In questa prospettiva, si deve tenere conto dell'evolversi della disciplina, a partire dal d.l. 31 maggio 1994, n. 332, come convertito dalla l. 30 luglio 1994, n. 474, che, «al fine di [...] accelerare le procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni», ossia alla vigilia dell'avvio del processo di privatizzazione negli anni novanta, attribuiva al Ministero del tesoro per la prima volta poteri speciali relativamente a società operanti nel quadro dei settori di pubblica utilità. Non potendosi in questa sede dedicare il giusto spazio al confronto tra la disciplina vigente e quella originaria – dovendosi per di più tenere conto anche delle molteplici e significative modifiche apportate alla stessa in seguito alle censure degli organi comunitari – basti mettere in luce due profili di differenza: (i) la diversa gamma dei poteri riconosciuti allo Stato che, all'epoca, godeva anche di un potere di nomina di componenti degli organi sociali, oltre alla tutela data dal limite al possesso azionario; (ii) la diversa estensione dell'area di applicazione, che oggi – pur riguardando un numero di settori più limitato (essendo ora del tutto esclusi quello bancario e quello assicurativo, inizialmente soggetti al predetto limite di partecipazione) – si estende alla totalità delle imprese attive nei settori rilevanti individuati dal Decreto e non solo a quelle soggette al processo di vendita da parte dello Stato. Circa quest'ultimo aspetto, se è vero che l'esercizio dei diritti connessi alla *golden share* fin da allora prescindeva da

Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, 2006, 716 s. Sul punto, N. ABRIANI, *Le società a partecipazione pubblica nell'osmosi tra diritto societario e diritto amministrativo: assetti proprietari, modelli di governance, operazioni straordinarie*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Napoli, 2011, I, 206-207.

⁽²⁾ Sul punto, N. ABRIANI, *op. loc. cit.* L'abrogazione dell'art. 2450 c.c. è coerente con gli orientamenti comunitari secondo l'opinione di F. GHEZZI (- M. VENTORUZZO), *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. soc.*, 2008, 694, per il fatto che la norma abrogata non richiedeva di dare alcuna giustificazione, rientrando tra quelle che il diritto comunitario ritiene ammissibili, in occasione dell'esercizio degli speciali poteri di nomina *ivi* previsti. Si evidenzia, sotto questo profilo, la stretta relazione con le censure promosse in sede comunitarie alla configurazione dei poteri speciali negli Stati membri presi in considerazione *infra*, par. 2.

una partecipazione azionaria – al pari di oggi –, la fonte di tali diritti, ossia una specifica previsione statutaria in attuazione della legge speciale, presupponeva, almeno nel momento genetico, un rapporto di controllo, pur se in via di dismissione, in capo allo Stato⁽³⁾.

Volgere lo sguardo al momento storico delle privatizzazioni ci porta, pertanto, a interpretare i poteri della previgente disciplina come una previsione negoziale imposta dallo Stato nell'interesse del terzo (la collettività nel suo complesso e in quanto fruitrice dei pubblici servizi) e, al contempo, a suo discapito in quanto ragione di un minor profitto nella vendita. L'effetto limitativo sul valore delle partecipazioni nelle società soggette ai poteri – inizialmente condiviso con gli altri soci dallo Stato socio di maggioranza e venditore – oggi si manifesta interamente a carico dei soci privati anche del tutto in assenza dello Stato, ben potendo l'interesse collettivo limitare la piena massimizzazione di valore delle società e, quindi, delle relative partecipazioni, come avremo modo di dimostrare nel corso dell'analisi dei singoli poteri tanto più qualora si negasse ai soci l'esercizio dei diritti che la disciplina comune riconosce agli stessi in presenza di poteri assimilabili a quelli attribuiti allo Stato⁽⁴⁾.

2. Come si è avuto modo di dire, la nuova disciplina interna dei poteri speciali riconosciuti allo Stato si caratterizza per il fatto di attribuire a quest'ultimo diritti e prerogative proprie del socio, addirittura in taluni casi “potenziate” e, in ogni caso, a prescindere dalla titolarità di una partecipazione sociale, ancorché di minoranza, nel capitale della società interessata. Tale circostanza si traduce in un significativo “sovertimento” dei principi del diritto societario, posto che una posizione analoga, anzi coincidente, a quella del socio, viene riservata a un soggetto portatore di interessi “esterni” alla società, anche se a essa fortemente connessi in ragione della loro rilevanza pubblicistica e della strategicità, per gli interessi nazionali, della società in cui lo Stato viene ad assumere tale ruolo. Il fenomeno di cui si fa portatore il Decreto si inserisce in quel progressivo processo di frammentazione della categoria dell'azionista che, già trattato in passato dalla dottrina, è stato oggi ripreso e rieditato in un'ottica di ampio

⁽³⁾ Superato il momento genetico, comunque già secondo l'originaria disciplina si realizzava l'anomalia dell'assenza di un legame tra esercizio dei poteri speciali e partecipazione, rendendosi improprio l'uso del termine «share». Considerava «inusitata» tale scelta G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Le privatizzazioni in Italia*, a cura di P. Marchetti, Milano, 1995, 132, al contempo qualificando l'art. 2 del d.l. 332 «una misura eccezionale che viola i diritti degli azionisti». V. anche J. SODI, *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.*, 1996, 379.

⁽⁴⁾ Per un accesso agli «effetti dissuasivi» sul mercato, v. già P. JAEGER, *Privatizzazioni; «Public companies»; problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 6. Per recenti considerazioni con riguardo alle implicazioni della vigente previsione dei poteri speciali sulle scelte di investimento da parte di investitori istituzionali e, in particolare, di fondi sovrani, v. M. LAMANDINI, *Temi e problemi in materia di contendibilità del controllo, fondi sovrani e investimenti diretti stranieri nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale*, in *RDS*, 2012, 510 ss.; nonché S. ALVARO - P. CICCAGLIONI, *I fondi sovrani e la regolazione degli investimenti strategici*, in *CONSOB – discussion papers*, luglio 2012.

respiro che l'ha individuato non tanto nella possibilità di articolare la struttura finanziaria in modo astrattamente illimitato, tramite la creazione di categorie di azioni, bensì nella mancanza di contorni definiti della figura del socio e nell'assenza di una sua precisa identità ⁽⁵⁾. Nel caso della disciplina dei poteri speciali riconosciuti allo Stato tale fenomeno di frammentazione giunge sino a fare in modo che la figura del socio e quella dello *stakeholder* possano finire per sovrapporsi.

Tale scenario in qualche misura impone un'analisi che si spinga al di là dei confini nazionali. L'interesse verso altri ordinamenti dell'Unione Europea, si giustifica in ragione del fatto che il riconoscimento di poteri speciali in capo al soggetto pubblico non è un caso isolato all'ordinamento interno riguardando, piuttosto, la maggioranza degli Stati membri ⁽⁶⁾. D'altro canto, che il dato comparatistico risulti imprescindibile in una riflessione sui poteri attribuiti allo Stato è testimoniato sia dall'attenzione che è stata prestata al fenomeno da parte della dottrina straniera, sia dal fatto che i lavori preparatori al Decreto hanno preso in considerazione l'esperienza straniera, ed europea in particolare, per declinare l'attuale assetto dei poteri riconosciuti in capo allo Stato ⁽⁷⁾. In questo senso, è d'interesse verificare quali siano le argomentazioni alla base delle procedure d'infrazione che hanno coinvolto altri Stati membri per comprendere, in definitiva, quali sono gli elementi che – nella concreta modulazione dei poteri dello Stato – finiscono per sbilanciarli in tale misura da comportare la violazione dei principi comunitari. Da questo punto di vista, infatti, non è poi scontato che, in altri Stati membri – ove pure sia siano registrate procedure d'infrazione – si possa constatare un'evoluzione analoga a quella che ha condotto il nostro ordinamento a ridefinire – mediante l'approvazione di una nuova legge – l'ambito oggettivo e soggettivo dei poteri speciali dello stato.

2.1. In via preliminare, a questo riguardo, va rilevato che, nello scenario europeo, non vi sia omogeneità se solo si considera che vi sono sistemi i quali riconoscono poteri speciali in capo allo Stato a prescindere dalla titolarità di una sua partecipazione nel

⁽⁵⁾ Cfr. P. JAEGER, *Privatizzazioni; «Public companies»; problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 5 ss.; G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1994, 385; di recente, ID., *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 7-8.

⁽⁶⁾ Cfr. S. GRUNDMANN - F. MÖSLEY, *Golden Shares. State control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, in *Eur. Bank. and Fin. Law Jour.*, 1, (2004); per un'analisi comparata dei poteri speciali dello Stato, si rinvia al lavoro di J. SODI, *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.* 1996, 374 ss.; nonché, per lo scenario francese delle privatizzazioni, P. MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Francia*, in *Riv. soc.*, 1994, 264; P. BALZARINI, *Privatizzazioni delle imprese francese: primo bilancio e modifiche normative*, in *Riv. soc.*, 1990, 321; per il Regno Unito, A. BARONE, *Le privatizzazioni in Gran Bretagna*, in *Riv. dir. impresa*, 1992, 53.

⁽⁷⁾ Senza dimenticare che il tema dei poteri speciali dello Stato è stato affrontato anche nell'ambito delle privatizzazioni di società pubbliche appartenenti all'ex blocco comunista e, come messo in luce dalla dottrina che ha studiato il fenomeno, in maniera anche significativamente diversa: sul punto, cfr. J. C. COFFEE JR., *Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure*, in *J. Corp. L.*, 25 (1999-2000), 9 ss.

capitale sociale (con soluzione pertanto analoga a quella adottata ora nell'ordinamento interno) e altri ordinamenti nei quali, in ogni caso, è ancora il diritto societario a rappresentare la "testata d'angolo", sulla quale sono stati fondati i poteri speciali, già solo in considerazione del fatto che, in tali casi, lo Stato è comunque un azionista, per quanto speciale. E' ovvio poi che, nello specifico, si pongano alcune ulteriori questioni che mettono ugualmente al centro il diritto societario; ciò nella duplice prospettiva sia dei rapporti tra i poteri speciali e la loro fonte regolatrice, sia sotto quella del loro concreto contenuto. A tale riguardo, il contenuto dei poteri speciali rileva sia sotto il profilo dell'intensità delle eventuali *deviazioni* (*rectius*: deroghe) che essi manifestano rispetto al diritto societario comune, sia con riferimento alla loro concreta modulazione nell'alternativa tra l'applicazione, da una parte, di istituti del diritto societario già contemplati dai rispettivi sistemi nazionali i quali, a loro volta, o vengono semplicemente richiamati per una loro applicazione *tout court*, ovvero per essere *potenziati*, rispetto alla loro disciplina comune; e, dall'altra parte, a poteri *forgiati ad hoc* dal legislatore e dotati – per la loro conformazione sostanziale e in ragione degli aspetti procedurali che li connotano – di una natura diversa che, in qualche misura, li allontana significativamente dal diritto societario per ricondurli alla – se non per farli coincidere con la – natura di istituti propri del diritto amministrativo.

Indipendentemente dai concreti contenuti dei poteri speciali, così come definiti e modulati dagli Stati membri considerati, va rilevato come il rapporto tra tali poteri e il diritto societario non si presenti in modo uniforme neppure sotto il profilo della fonte che ne contiene la disciplina, posto che essi, nella maggior parte dei casi, trovano la propria regolamentazione in una legislazione speciale⁽⁸⁾.

Quest'ultima soluzione è quella tra l'altro adottata dal Belgio e dalla Francia, oltre che dalla Polonia⁽⁹⁾, rispetto ai quali la previsione di poteri speciali dello Stato nelle società d'interesse pubblico trova la propria fonte nella legislazione primaria speciale. In entrambi i casi, inoltre, il diritto societario viene per così dire *inciso* dai poteri speciali dello Stato solo *eventualmente* e *occasionalmente*: in questo senso, il Ministro dell'Energia, nel caso del Belgio, e il Ministro dell'Economia, in Francia, sono legittimati a intervenire nelle vicende societarie, tramite l'esercizio dei poteri speciali, solo qualora si verifichino determinati presupposti che, pertanto, li caratterizzano sotto il profilo della temporaneità.

Quanto al rapporto di dipendenza dalla partecipazione azionaria e alla relazione con il diritto societario, tuttavia, Belgio e Francia si contraddistinguono in misura

⁽⁸⁾ L'assenza, tra gli Stati membri, di un c.d. *level playing field* in materia di poteri speciali riconosciuti allo Stato è stata recentemente messa in luce da M. LAMANDINI, *op. cit.*, 508 ss.

⁽⁹⁾ In seguito alle censure promosse in sede comunitaria, nel 2010 è stata approvata una nuova legge speciale che ha abrogato l'originaria disciplina (legge 3 giugno 2005) relativa ai poteri speciali dello Stato: sul punto, F. GRZEGORCZYK, *The New Polish Law on the "Golden Veto": A Model Act for Member States of the European Union*, in *European Company Law*, 9, 1 (2012), 21-25.

significativa. Infatti, la legislazione belga prevede che sia riconosciuto al Ministro competente un potere di nomina di due membri del consiglio di amministrazione a prescindere dalla titolarità in capo allo Stato della partecipazione azionaria. Sotto il profilo dei rapporti con il diritto societario, poi, il Belgio si caratterizza per il fatto che i membri dell'organo di gestione di designazione pubblica possono – con procedura *ad hoc* e svincolata dalle regole societarie – non tanto impugnare determinate deliberazioni (quali quelle che attengono al trasferimento di *asset* strategici delle imprese energetiche a favore di terzi) bensì suggerire a un soggetto terzo – il Ministro dell'Energia, per l'appunto – il potere di annullarle direttamente sulla base del contrasto con gli interessi energetici nazionali, con la conseguenza, pertanto, di far assumere a quest'ultimo connotati assimilabili a quelli propri dell'autorità giurisdizionale. Si noti come il potere di incidere sulle scelte sociali sia attuato mediante l'attribuzione allo Stato dell'ulteriore potere di nomina di componenti dell'organo di amministrazione – potere conosciuto nel nostro ordinamento in quanto previsto dalla originaria disciplina delle privatizzazioni (art. 2, lett. d), decreto legge n. 332/1994) – e, pertanto, sia *mediato* dall'iniziativa assunta da questi ultimi, *dall'interno* della società.

Nel sistema francese, la legislazione sulle privatizzazioni di società a partecipazione pubblica, disciplinante anche i poteri speciali dello Stato, è da ricondursi alla *Loi n. 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations*, poi modificata dalla *Loi n. 2006-1770 du 30 décembre 2006*. In questo caso, il modello – plasmato su quello della *golden share* inglese – non prescinde, come nel caso del Belgio, dalla partecipazione nel capitale sociale delle imprese oggetto di privatizzazione; l'esercizio dei poteri speciali, tuttavia, analogamente a quanto accade in quest'ultimo ordinamento, hanno natura temporaneo e occasionale. La partecipazione azionaria detenuta dallo Stato è invero del tutto coincidente, in termine di diritti amministrativi e di voto, a quella dei soci privati; in capo al Governo è tuttavia riconosciuto il potere di determinare, con decreto specificamente assunto con riguardo alla società partecipata, la conversione automatica delle azioni ordinarie, già detenute, in *actions spécifiques*, queste ultime dotate di poteri speciali. La circostanza, tra l'altro, che anche in questo caso l'incisione del diritto societario sia temporanea è confermata dal fatto che – venuti meno i presupposti di esercizio dei poteri speciali – esse siano nuovamente convertibili in azioni ordinarie. Per quanto attiene al contenuto dei poteri speciali a quanto pare l'art. 10 della *Loi 2006-1770/2006* prevede che essi si traducano, per lo più, in un diritto di opposizione rispetto al possibile superamento di soglie partecipative da parte di soci diversi dal soggetto pubblico, nonché in un potere di veto relativamente a operazioni di cessione di attivi che siano potenzialmente idonei a provocare pregiudizi agli interessi nazionali ⁽¹⁰⁾.

⁽¹⁰⁾ Cfr. *Décret n. 93-1928 du décembre 1993*, istitutivo dell'*action spécifique* nella *Société Nationale Elf Aquitaine*, attiva nel settore petrolifero.

Anche nel Regno Unito, l'esercizio dei poteri speciali da parte dello Stato si fonda sul mantenimento di una partecipazione – ancorché di minoranza e spesso anche poco significativa in termini percentuali – nel capitale della società privatizzata. Per quanto attiene ai rapporti tra i poteri speciali e il diritto societario, va rilevato che il sistema inglese non contempla alcuna legge quadro che disciplini le privatizzazioni, posto che la legislazione si è piuttosto concentrata sulla regolamentazione dei settori oggetto di privatizzazione. Questa caratteristica del modello ha fatto sì che i poteri speciali trovassero un'altra sede idonea per la loro disciplina, identificata, in particolare, negli statuti societari, tant'è che «alle stesse norme statutarie, definite in base ai principi del diritto societario, hanno fatto costante rinvio i provvedimenti settoriali con cui il legislatore è intervenuto a regolamentare specifici comparti produttivi»⁽¹¹⁾. In questo caso, dunque, il diritto societario comune viene applicato sul piano statutario e *potenziato* a servizio dello *special shareholder* rappresentato dal Governo. A questo proposito, va ricordato che il diritto inglese consente la creazione di una *class of shares* – eventualmente rappresentata da una sola azione di valore pari a £ 1 – che attribuisca un potere assoluto di veto idoneo a derogare alla generale regola della proporzionalità: con la conseguenza che la materia che lo statuto prevede che debba essere soggetta al potere di veto viene considerata come una “*variation of the special rights redeemable preference shares*” per la quale è richiesto, per l'appunto, il consenso dell'azionista portatore della categoria speciale di azioni⁽¹²⁾. In questo senso deve essere intesa la previsione all'interno dello statuto di *Britoil* di una clausola statutaria di c.d. “*built majority*” che legittimava il Governo a esercitare un voto in più rispetto al totale di quelli esercitabili dagli altri soci e indipendentemente dalla caratura degli uni e degli altri. In direzione analoga, va anche la previsione statutaria che – in deroga alla *section 303* del *Companies Act 2006* – attribuiva al Governo (indipendentemente dalla percentuale della propria partecipazione che, ai sensi di legge dovrebbe almeno essere pari al cinque per cento) il diritto di convocare l'assemblea straordinaria nella quale poi esercitare il potere di veto sopra descritto. È significativo ricordare che, nonostante, queste articolate previsioni quando, nella seconda metà degli anni ottanta, la *Britoil* fu oggetto della scalata da parte di *British Petroleum*, il Governo non fu in grado di attivare le citate clausole statutarie in considerazione della loro formulazione ambigua e per certi versi connotata da uno scarso livello di dettaglio⁽¹³⁾.

Quanto alla Spagna, il legislatore ha provveduto – con *Ley 13/2006* del 26 maggio 2006 – ad abrogare integralmente il precedente regime delle partecipazioni statali e

⁽¹¹⁾ V. UFFICIO LEGISLAZIONE STRANIERA, *La disciplina della golden share in Belgio, Regno Unito e Spagna*, n. 34/II del 28 marzo 2012, 2 ss.

⁽¹²⁾ A.P. RUTABANZIBWA, *Shareholders' agreements in corporate joint venture and the law*, in *The Company Lawyer*, 17 (1996), 40 ss.

⁽¹³⁾ C. GRAHAM - T. PROSSER, *Golden shares: industrial policy by stealth ?*, in *Public L.*, 1988, 413 ss.

delle società soggette a procedimenti di privatizzazione. In particolare, l'originaria disciplina – *Ley 5/1995* del 23 de marzo (*Régime jurídico de enajenación de Participaciones Públicas en determinadas empresas*) – non contemplava il ricorso agli strumenti propri del diritto societario, bensì un sistema, di stampo amministrativistico, consistente in un'autorizzazione preventiva alla stipulazione di accordi e atti tra lo Stato e enti commerciali privati per le società in cui la partecipazione statale superava il venticinque per cento. Tale disciplina venne impugnata avanti alla Corte di Giustizia che la dichiarò contrastante con i principi del diritto comunitario, così come peraltro la successiva legge di modifica che – al sistema di autorizzazione preventiva – aveva sostituito un meccanismo di notificazione che, pur caratterizzato da un ambito applicativo più circoscritto e preciso, venne a sua volta portata davanti ai giudici comunitari con esito analogo a quello registrato con riguardo alla legge originaria.

2.2. La nuova disciplina dei poteri speciali riconosciuti allo Stato dal Decreto trae origine dalla decisione, assunta dalla Commissione UE nel novembre 2011, di deferire l'Italia avanti alla Corte di Giustizia, a seguito dell'apertura di una procedura di infrazione. In particolare, tale procedura è riconducibile all'asserita lesione – da parte dell'originaria disciplina della *golden share* prevista dal d.l. 332/1994 – degli articoli 43 e 56 T.F.U.E. riguardanti, rispettivamente, il principio di libertà di stabilimento e quello di circolazione dei capitali.

Sotto questa profilo, va rilevato che la maggioranza delle legislazioni europee contempla, come visto, una specifica disciplina dei poteri speciali in capo allo Stato; nella maggioranza dei casi, inoltre, tali poteri hanno manifestato profili d'incompatibilità con i principi comunitari della libera concorrenza e della contendibilità delle imprese, in ragione del fatto di sostanziarsi, il più delle volte, in poteri esercitabili discrezionalmente, in assenza di significativi limiti e perlopiù in modo diretto a impedire il compimento di atti rilevanti sia sotto il profilo attinente l'organizzazione societaria (attraverso poteri di *blocco* di operazioni straordinarie), sia sotto quello più strettamente connesso con la circolazione delle partecipazioni azionarie (tramite l'esercizio di *opposizione* al trasferimento della loro proprietà).

Una conferma di tale uniformità è rappresentata dall'iniziativa intrapresa dalla Commissione Europea, consistente nell'adozione di una Comunicazione ⁽¹⁴⁾ diretta a definire i confini dei poteri speciali e con la quale essa ha chiarito che la compatibilità con i principi comunitari dipende da un loro esercizio non discriminatorio e fondato su criteri oggettivi, stabili e resi pubblici, nel rispetto del principio di proporzionalità, ossia di quel principio che si sostanzia nell'esercizio di poteri coerente con gli obiettivi perseguiti.

⁽¹⁴⁾ 97/C 220/06 in Gazzetta ufficiale CE n. C 220 del 19 luglio 1997

Il caso del Belgio si pone, sotto tale profilo, come un *unicum*, essendo stato respinto dalla Corte di Giustizia il ricorso proposto dalla Commissione europea per censurare l'esercizio di poteri speciali consistenti, come detto, nella nomina di componenti del consiglio di amministrazione, nonché nel potere di impedire l'assunzione di decisioni societarie in contrasto con gli obiettivi della politica nazionale in ambito energetico ⁽¹⁵⁾. La Corte ha infatti affermato la compatibilità della disciplina belga con i principi del diritto comunitario, ritenendo che la previsione di poteri speciali fosse giustificata dalla necessità di garantire al paese un approvvigionamento energetico minimo in caso di necessità; che vi fosse il rispetto del criterio di proporzionalità (nei termini anzidetti); e che, infine, tali poteri speciali fossero inquadrati in modo particolarmente rigoroso, derivando tale rigore dalla necessità di una rigida e circostanziata motivazione dell'esercizio dei poteri speciali – direzione nella quale il legislatore italiano ha inteso orientarsi, con il Decreto, come sarà integrato dai Regolamenti attuativi di settore – accompagnata, sullo sfondo, dal controllo giurisdizionale.

Con riferimento invece a tutti gli altri Stati membri, si sono registrate sentenze che hanno giudicato la previsione dei poteri speciali in contrasto con i principi comunitari. E' questo il caso della Spagna, rispetto alla quale la Corte di Giustizia ha censurato la citata disciplina di riferimento ⁽¹⁶⁾, nella quale i poteri speciali, come anticipato, venivano configurati in modo tale subordinare, a un'autorizzazione amministrativa, l'efficacia di accordi e atti relativi a società privatizzate ⁽¹⁷⁾.

Nello stesso senso, la sentenza del 2002 pronunciata dalla Corte di Giustizia nei confronti della Francia, la quale ha affermato che la disposizione che attribuisce poteri speciali al Ministro dell'Economia sulla base di esigenze di pubblica sicurezza debba interpretarsi restrittivamente in ragione della deroga al principio della libera circolazione dei capitali ⁽¹⁸⁾.

Sotto questo punto di vista, pare altresì significativo il caso *Volkswagen* portato dalla Commissione all'attenzione della Corte di Giustizia una prima volta nel 2007 e poi, ancora, nell'anno successivo. La peculiarità della pronuncia – che ha preso in considerazione le disposizioni della disciplina che nel 1960 ha comportato la trasformazione in società per azioni della casa automobilistica – sta nel fatto che oggetto di censura sono state alcune disposizioni statutarie introdotte dalla predetta normativa. È d'interesse rilevare che, in questo caso, le clausole oggetto di esame, da parte

⁽¹⁵⁾ Cfr. *Arrêtés Royaux* del 10 giugno 1994 e del 16 giugno 1994, che hanno istituito la *golden share* nei confronti di SNTC e Distrigaz.

⁽¹⁶⁾ Si tratta della *Ley 5/1995 de 23 marzo, de Régimen jurídico de enajenación de Participación Públicas en determinadas empresas*.

⁽¹⁷⁾ Cfr. sentenza 13 marzo 2003 C-463/00.

⁽¹⁸⁾ La violazione in particolare era resa evidente dal fatto che il potere riconosciuto in capo al Ministro dell'Economia, sebbene esercitabile solo in casi di crisi, avrebbe consentito il superamento di limiti massimi di detenzione delle azioni della società in questione – Elf Aquitaine – pregiudicando per l'appunto il principio di libera circolazione dei capitali, così come nel caso del potere in capo al Ministro di opporsi contro decisioni di cessione delle partecipazioni.

dell'organo giurisdizionale dell'Unione, concernevano la disciplina sia dell'assunzione delle delibere assembleari, sia quella della *corporate governance* della società. In particolare, quanto al primo profilo, lo statuto prevedeva una duplice misura consistente, da una parte, nell'attribuzione del diritto di voto ad azionisti che fossero titolari di una partecipazione qualificata e, dall'altra parte, nella previsione di *super* maggioranze (sino all'ottanta per cento) per l'adozione di determinate delibere per lo più concernenti l'approvazione di modifiche statutarie. Con riguardo, invece, al governo societario, le previsioni statutarie oggetto di censura si concentravano, per lo più, sul diritto attribuito all'azionista pubblico (nel caso di specie il *Land* della Bassa Sassonia e il Governo federale) del diritto di nominare due componenti del consiglio di amministrazione a condizione tuttavia che detenessero azioni della società, con una soluzione quindi decisamente diversa da quella introdotta nel 2012 dal legislatore italiano.

Nemmeno il Regno Unito peraltro è andato esente dalle censure della Corte di Giustizia che nel 2003 si è pronunciata in senso contrario alla compatibilità con il diritto comunitario con riguardo a quelle regole che attribuivano al Ministero dei trasporti una *golden share*, con annessi poteri speciali, in materia di cessione di aeroporti, liquidazione e scioglimento delle società detenute dalla *British Authority*, nonché di modifiche statutarie e di previsione di tetti alla titolarità di partecipazioni azionarie da parte di soci privati ⁽¹⁹⁾.

3. Il potere di veto è contemplato dagli artt. 1, comma 1, lett. *b*) e 2, comma 3, Decreto relativi, rispettivamente, al settore della difesa e della sicurezza nazionale e a quello degli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni: come detto, il potere riguarda tutte le società aventi un oggetto sociale inerente e non solamente quelle originariamente partecipate dallo Stato.

Pur con qualche lieve differenza, la nuova disposizione contempla, per entrambe le fattispecie, un esteso potere del Governo – da esercitarsi mediante l'assunzione di un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri in seguito a conforme delibera del Consiglio dei Ministri – di impedire l'adozione di delibere inerenti operazioni di natura straordinaria (fusioni, scissioni, trasferimenti di azienda o di rami di azienda) o modifiche di alcune regole organizzative contenute nello statuto (come, ad esempio, l'oggetto sociale o clausole che dispongono la limitazione del diritto di voto o che prevedono il suo scaglionamento ai sensi del comma 3 dell'art. 2351 c.c.) in funzione della necessità di conservare lo *status quo* in capo a tali società e di evitare che l'esecuzione di tali atti, o l'alterazione delle regole organizzative, metta lo Stato in una condizione tale da impedirne la conservazione e il controllo e, quindi, di andare contro gli interessi nazionali che la disciplina speciale intende proteggere.

⁽¹⁹⁾ Cfr. Sentenza C-98/01.

In particolare, alla luce dei diversi ambiti cui si riferiscono le citate disposizioni, tale potere di veto risulta esercitabile sulla base di presupposti differenti, ossia in caso di «minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale» con riguardo alla fattispecie prevista dall'art. 1 (difesa e sicurezza nazionale) e, nel secondo caso (energia, trasporti e comunicazioni), per l'ipotesi in cui le suddette operazioni «...diano luogo a 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».

Il potere di veto previsto dal Decreto assume i caratteri di uno specifico e peculiarissimo diritto soggettivo in capo a un soggetto estraneo alla compagine sociale. Tale diritto, pur essendo nei suoi contenuti somigliante a posizioni giuridiche soggettive riconoscibili in capo al socio, se ne differenzia in quanto, da una parte, non è incorporato nella partecipazione azionaria o in una speciale categoria di azioni (e, infatti, in tale caso non è possibile parlare, neppure in senso lato, di *golden share*)⁽²⁰⁾ e, dall'altra parte, non paiono neppure profilarsi i presupposti per qualificarlo come un «diritto particolare del socio» – figura che, secondo qualcuno, si è pur voluto riconoscere sussistere anche entro i confini del tipo società per azioni, se non altro per l'assenza di preclusioni nel “sistema” di questo tipo sociale nel prevedere che regole organizzative siano riconosciute ai soci personalmente⁽²¹⁾ – in considerazione del fatto che il suo riconoscimento prescinde, in questo caso, dalla partecipazione azionaria (e quindi dallo *status* di socio).

Sotto il profilo funzionale – esaminando il fenomeno dalla prospettiva del soggetto legittimato a esercitare il potere di veto – si può constatare come esso si traduca in un meccanismo legale che consente di avocare a sé l'assunzione di talune decisioni societarie, ritenute particolarmente rilevanti. Si tratta, in particolare, di un potere che si manifesta, da una parte, nei confronti di quelle delibere idonee a incidere sulla “fisionomia” della società (con riguardo all'approvazione, ad esempio, di operazioni straordinarie) o sulle regole organizzative (come nel caso di decisioni inerenti l'oggetto sociale o la modifica di clausole relative alla modulazione del diritto di voto, *etc.*); e, dall'altra parte, rispetto a delibere riferibili tanto alla sfera di competenza dell'assembleare quanto a quella propria dell'organo di gestione.

⁽²⁰⁾ Cfr. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, 2006, 597, nt. 14, per il quale – con riguardo ai poteri speciali riconosciuti allo Stato e, in particolare, al Ministero dell'economia in società privatizzate per effetto dell'art. 2 della l. n. 474/1994 – il termine *golden share* sarebbe impropriamente utilizzato in ragione del fatto che tali poteri non caratterizzerebbero il contenuto speciale di un'azione, derivando, piuttosto, in capo allo Stato da una previsione statutaria.

⁽²¹⁾ Si v. lo studio di M. PORTALE, *I diritti “particolari” del socio nella s.p.a.*, Tesi di dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale, Università degli Studi di Brescia, Ciclo XXII, che abbiamo potuto visionare per la cortesia dell'a.

Da questo punto di vista, sebbene anche il diritto societario comune contempli fattispecie che, a certe condizioni, possono determinare uno spostamento di competenze dalle “sedi di *default*” – il riferimento è, ad esempio, all’art. 2479 c.c. con riguardo alla competenza generale dei soci e al comma 2 dell’art. 2409-*terdecies* c.c. con riguardo all’approvazione del bilancio nel modello dualistico da parte dell’assemblea – non pare possibile ravvisare analogie con il potere di veto (e con la relativa “avocazione” delle delibere) previsto dal Decreto. Tali analogie sono davvero limitate e invero circoscritte – almeno per quanto attiene all’art. 2479 c.c. – alla circostanza che, anche in questo caso, tale potere esautorata, seppur temporaneamente, l’organo competente con riferimento alla specifica materia per la quale esso viene esercitato ⁽²²⁾.

A ciò, si aggiunga che, anche sotto un diverso profilo, il veto cui è legittimato lo Stato ai sensi del Decreto non può dirsi pienamente coincidente con l’analogo meccanismo noto alla prassi societaria, ritenuto legittimo quando inteso come meccanismo di rafforzamento dei *quorum* deliberativi piuttosto che come indiretta violazione del principio proporzionalistico e del divieto contemplato dall’art. 2351, comma 4, c.c. ⁽²³⁾. Date le modalità di esercizio del potere di veto da parte dello Stato sembra infatti improprio parlare di deroga al principio proporzionalistico sia in considerazione del fatto che, nel caso specifico, l’incidenza sul processo deliberativo dipende da un soggetto terzo, sia in forza del fatto che il suo esercizio è mosso da un interesse *extra*-sociale.

Per di più, il sovvertimento delle categorie proprie del diritto azionario comune si realizza anche sotto altro e diverso profilo, tenendo conto del fatto che il potere di veto finisce per introdurre nell’organizzazione societaria un meccanismo che altera significativamente l’*iter*, tipizzato, per l’assunzione delle delibere; e non solo, si badi, di quelle assembleari (il che parrebbe già circostanza eccezionale in considerazione del fatto che tale potere viene riconosciuto allo Stato nella sua qualità di *stakeholder* e non di socio) ma anche delle delibere consiliari, con un’intromissione pertanto da parte dello Stato nella gestione della società. È infatti previsto che il procedimento deliberativo si interrompa o, meglio rimanga sospeso nella sua efficacia, fino al momento in cui – a seguito della notifica alla Presidenza del Consiglio di una informativa circa la delibera o l’atto da adottare – quest’ultima non abbia comunicato l’esercizio eventuale del veto. Con la conseguenza, tra l’altro, che la formazione della volontà dell’assemblea o del consiglio, a seconda dei casi, si completa – proprio in conseguenza di questo sistema di notifica preventivo – con un adempimento esogeno rispetto all’organizzazione sociale, posto che lo Stato non è chiamato dalla nuova disciplina a esprimere il proprio

⁽²²⁾ Si v. G. ZANARONE, *Della Società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, II, Milano, 2010, 1255.

⁽²³⁾ V. «Massima n. 73», in CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2010, 263 ss.

eventuale dissenso all'adozione dell'atto o all'approvazione dell'operazione all'interno della consesso assembleare o consigliare.

L'incisività del potere di veto può essere poi significativamente amplificata qualora il suo esercizio divenga funzionale ad assicurare la tutela degli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale (art. 1, comma 4, Decreto) ovvero degli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento di reti, impianti e alla continuità dell'approvvigionamento (art. 2, combinato disposto dei commi 3 e 4, Decreto): nel caso in cui si verificano tali presupposti, infatti, il potere di veto si traduce in un vero e proprio *potere di indirizzo*, sconosciuto – in quanto tale – al sistema del diritto societario comune e tanto esteso da consentire allo Stato il potere di imporre specifiche prescrizioni o condizioni nell'assunzione delle predette delibere.

La violazione di tali disposizioni comporta poi la nullità delle deliberazioni: a questo riguardo, si può ritenere che la legge speciale di fatto richiami, implicitamente, una delle fattispecie di nullità – ossia la violazione di disposizione di legge – previste dagli artt. 2379, comma 1, e 2388, comma 4, c.c., quest'ultimo con riguardo alle decisioni consiliari. E' verosimile ritenere al riguardo che tale coincidenza sia da ricondursi più al fatto che il diritto societario (e, in particolare, le norme richiamate) ricorrano a una formulazione ampia delle fattispecie di nullità *ivi* contemplate piuttosto che in un reale intento del legislatore speciale di operare un richiamo – ancorché implicito – al diritto societario comune.

Con riferimento al potere di veto, v'è tuttavia da chiedersi se si tratti di un potere astrattamente configurabile all'interno del sistema di diritto societario (come si è pur rilevato in precedenza) *piegato* tuttavia agli interessi pubblicistici in misura tale da privarlo di qualsiasi connotazione *societaria*, oppure se esso incida sulle regole societarie ma abbia una natura del tutto estranea e appartenente alla sfera del diritto amministrativo considerando quindi assorbenti il profilo connesso con il sovvertimento del principio maggioritario e del rapporto tra rischio e controllo ⁽²⁴⁾. La questione non è di agevole definizione e, in buona misura, richiama le considerazioni già svolte da una parte della dottrina in merito agli artt. 2449 e 2450 c.c. (quest'ultimo, oggi, abrogato) in merito alla formazione assembleare o *extra*-assembleare della volontà dello Stato e alla natura dell'atto di nomina ⁽²⁵⁾. A questo riguardo, la nuova disciplina dei poteri è sufficientemente dettagliata nel configurare il veto – tramite la procedura di notifica preventiva *ivi* contemplata – in modo tale da chiarire, da una parte, che la volontà dello Stato viene espressa al di fuori del consesso assembleare e, dall'altra parte, da mettere in

⁽²⁴⁾ Sul punto, cfr. le osservazioni di S.M. CARBONE, *Privatizzazione dei diritti speciali di controllo dello stato e dell'ente pubblico nelle s.p.a.; il nuovo art. 2499 c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, 947; G. OPPO, *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, 41.

⁽²⁵⁾ V. A. PERICU, *Artt. 2449 e 2450*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, II, 1302 ss.;

luce come tale manifestazione di volontà, di origine legale, sia un elemento necessario per il perfezionamento dell'*iter* deliberativo. Con la conseguenza, pertanto, che il potere di veto parrebbe potersi qualificare, di per sé, come un atto di natura amministrativa, piuttosto che a rilevanza esclusivamente societaria. Ciò non esclude, ovviamente, che il suo esercizio abbia riflessi sull'organizzazione della società: ciò accade infatti sia per quanto attiene al citato potere di indirizzo (potendo esso incidere in maniera significativa sul contenuto della delibera positivamente assunta con il *placet* dello Stato), sia per quanto attiene ai riflessi sulla posizione dei soci (con particolare riguardo al riconoscimento in capo a essi dei rimedi previsti dal diritto societario comune nel caso di adozione, pur nel rispetto delle indicazioni dello Stato, di delibere rilevanti ai fini dell'esercizio del diritto di recesso).

4. Il potere di opposizione all'acquisto è qualificabile come un diritto potestativo, cui si accompagna una posizione di soggezione a carico di tutti i soci delle società operanti nei settori soggetti al Decreto: la piena efficacia della cessione di partecipazioni qualificate – da intendersi come esercizio di tutti i diritti inerenti la partecipazione – è subordinata al vaglio dello Stato, che può opporsi nel caso rilevi un contrasto con interessi collettivi.

Si considerano qualificate nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni le partecipazioni di controllo, dovendosi conteggiare anche quelle detenute da terzi vincolati con il soggetto acquirente da un comune patto parasociale. In funzione della nozione di «controllo» e di «patto parasociale», si fa riferimento sia alla disciplina comune (rispettivamente, artt. 2359 e 2341-*bis* c.c.) sia a quella speciale dei mercati finanziari (artt. 93 e 122 T.U.F.): questo doppio rinvio deve probabilmente intendersi compiuto non in via cumulativa per tutte le società, ma in via disgiunta a seconda dello *status* di società quotata. Un diverso approccio è stato, invece, adottato nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, rispetto ai quali il potere consiste nel diritto di opporsi all'acquisto, a qualsiasi titolo, in via diretta o indiretta, da parte di un soggetto diverso dallo Stato italiano, da enti pubblici italiani o da soggetti da questi controllati, di partecipazioni aventi diritto di voto in misura tale da «compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale» (²⁶). Tale valutazione – esclusa solo nel caso in cui le società siano ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati, dacché l'obbligo sorge per queste ultime per effetto del superamento della soglia di cui all'art. 120, comma 2, T.U.F., ossia il due per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto – lascia evidentemente spazio a incertezze.

⁽²⁶⁾ Anche in questo caso deve conteggiarsi pure la partecipazione detenuta da terzi con i quali l'acquirente abbia stipulato un patto parasociale, come definito (di nuovo) dalla disciplina comune e da quella speciale dei mercati finanziari.

Si tratta, dunque, di un limite alla circolazione delle partecipazioni molto simile al gradimento di cui agli artt. 2355-*bis* e 2469 c.c., essendo anche il potere di opposizione finalizzato a impedire a un soggetto *sgradito* la possibilità di incidere sulla formazione delle decisioni sociali, con conseguente potenziale sacrificio per il socio intenzionato a cedere la partecipazione stessa ⁽²⁷⁾.

La riconduzione del potere speciale al generale potere di gradimento, pur non incidendo sul lato attivo, potrebbe indurre a ritenere necessaria l'applicazione a beneficio dei soggetti passivi delle previsioni di salvaguardia finalizzate a compensare il predetto sacrificio economico conseguente alla compressione del diritto di monetizzare la partecipazione.

E', però, dal lato attivo del rapporto che deve avviarsi la verifica sulla relazione tra i due diritti, proprio per il fatto, già evidenziato, che quello speciale di opposizione sia attribuito a un soggetto terzo, prescindendosi dalla partecipazione dello Stato nel capitale delle singole società soggette ai poteri speciali. Questo aspetto non sembra comunque di rilievo, malgrado il secondo comma dell'art. 2355-*bis* c.c. faccia espresso riferimento solamente agli organi sociali o ad altri soci (*rectius*, a categorie speciali di azioni): autorevole dottrina ammette, infatti, in via generale la liceità di clausole che attribuiscono, appunto, il potere di gradimento a terzi estranei alla società, anche sulla scorta del dato letterale dell'art. 2469, comma 2, c.c. per la s.r.l. ⁽²⁸⁾. Peraltro, il Decreto non si rivolge alle sole società azionarie, ma anche (implicitamente, nel silenzio) agli altri tipi sociali, infatti, se è vero che nel Decreto si fa espresso riferimento alle «azioni», la descrizione delle società soggette ai poteri speciali avviene utilizzandosi genericamente il termine «imprese».

Non sembra dotata di particolare valore neppure la circostanza che la fonte del potere di opposizione sia una norma primaria speciale a prescindere da una previsione statutaria di *importazione*, come invece nella originaria disciplina sulle privatizzazioni – oltre che in altri ordinamenti di cui si è detto *supra* – quando l'assemblea chiamata a modificare lo statuto era (pressoché sempre) dominata dal socio venditore ossia dallo Stato. L'efficacia dei poteri speciali è reale, al pari delle previsioni statutarie di limitazione alla circolazione delle partecipazioni, vincolandosi in entrambi i casi tutti i soci. Si tratta di una sorta di integrazione implicita dello statuto, dacché non si riscontrano ostacoli a una riproduzione del potere speciale nello statuto stesso con

⁽²⁷⁾ Ai sensi del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, come convertito dalla l. 30 luglio 1994, n. 474, art. 2, comma 1, il potere in esame si atteggiava come *gradimento* all'assunzione di partecipazioni rilevanti, «per tali intendendosi quelle che rappresentano almeno la ventesima parte del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie o la percentuale minore fissata dal Ministro del tesoro con proprio decreto» (lett. *a*); altrettanto valeva per il gradimento richiesto quale condizione di efficacia alla conclusione di patti o accordi parasociali riguardanti analoghe soglie di partecipazione (lett. *b*).

⁽²⁸⁾ Ammette l'attribuzione del potere di gradimento a un terzo L. STANGHELLINI, *Art. 2355-bis*, in M. Notari (a cura di), *Azioni, Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2008, 575.

rinvio al Decreto, eventualmente al fine di darne una maggiore evidenza ai soci attuali e potenziali.

A una prima lettura, sembrano piuttosto i *contenuti* dei due poteri (di opposizione e di gradimento) a mostrare differenti caratteristiche: mentre il rifiuto del gradimento comporta – secondo l’interpretazione prevalente – l’inefficacia del trasferimento nei confronti della società, l’esercizio dell’opposizione non incide direttamente sul contratto di vendita tra il socio originario cedente e il cessionario ma impedisce a quest’ultimo di esercitare i diritti di voto «o comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale» (a pena di nullità delle deliberazioni assembleari adottate con il voto determinante di tali azioni), con conseguente obbligo di alienazione delle azioni stesse entro un anno. Quest’ultimo obbligo, accompagnato dalla sospensione dei diritti di voto, non è nuovo per il sistema, essendo conosciuto sia nel diritto comune (si pensi all’acquisto in eccesso di azioni proprie) sia nel diritto dei mercati finanziari (nel caso di superamento delle soglie di cui agli artt. 16, 106 e 108, 121 T.U.F.), ma solo nel Decreto è applicato a esito di una valutazione discrezionale – per quanto non mera, da parte dello Stato – e non di una chiara violazione normativa. Peraltro, non è evidentemente indifferente per il cessionario vendere azioni quotate oppure, come nel caso in esame, partecipazioni (anche) di emittenti non quotati e perfino a ristretta base di soci, con la conseguenza di correre il rischio di una sostanziale impossibilità di adempiere all’obbligo di alienazione se non eventualmente con un sacrificio economico dato dalla differenza tra il prezzo offerto e quello pagato un anno prima. Per questa ragione sembra alquanto probabile che l’originario negozio di vendita venga in concreto convenzionalmente sottoposto alla condizione sospensiva della mancata opposizione, in tal modo rendendo il (mancato esercizio del) potere dello Stato un presupposto di efficacia del trasferimento.

In fondo, però, anche questa differenza sfuma considerando l’esito finale nella prospettiva della società, ossia la necessaria uscita dalla compagine sociale del socio che ha subito l’opposizione; senza poi considerare quella posizione dottrinale secondo cui anche al cessionario che non ottenga il gradimento non sarebbe preclusa in via generale la possibilità di legittimarsi nei confronti della società pur non potendo esercitare altri diritti oltre a quelli patrimoniali ⁽²⁹⁾.

Neppure la possibilità per lo Stato di subordinare la prestazione del proprio consenso all’assunzione (e quindi all’attuazione) da parte del cessionario di impegni diretti a garantire la tutela degli interessi collettivi ⁽³⁰⁾ sembra incompatibile con il

⁽²⁹⁾ In questi termini, D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Milano, 1993, 238 ss., ritenendo l’a. che il rifiuto del gradimento comporterebbe la sospensione della legittimazione dei soli «diritti considerati dannosi per la società», ossia essenzialmente quelli non patrimoniali.

⁽³⁰⁾ Per i settori della difesa e della sicurezza nazionale, si prevede la possibilità di «imposizione di specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici, al controllo delle esportazioni» (art. 1, comma 1, lett. a), Decreto).

gradimento ⁽³¹⁾. Può ritenersi, infatti, probabilmente ammissibile, in via generale, una clausola statutaria che consenta di condizionare risolutivamente il gradimento (già prestato) al verificarsi di determinati eventi tra cui appunto l'assunzione unilaterale (e il relativo adempimento) di obblighi da parte del cessionario a favore del titolare del diritto potestativo, con conseguente retrocessione dell'efficacia del contratto di vendita allo stadio iniziale ossia al momento preliminare alla pronuncia del gradimento. Le parti dell'originario contratto di vendita della partecipazione potrebbero alternativamente convenire per tale ipotesi la risoluzione del contratto stesso, con conseguente riacquisto della partecipazione in capo al cedente oppure la retrocessione a effetti solamente *inter partes*; non vi sarebbe, invece, una necessaria incidenza sul contratto qualora si aderisca alla citata tesi secondo cui il rifiuto del gradimento non impedisce l'iscrizione a libro soci del cessionario, costringendolo al solo esercizio dei diritti patrimoniali.

Alla luce del predetto quadro, il potere speciale di opposizione presenta caratteristiche molto simili a quello di gradimento, soprattutto per quanto attiene al lato passivo, ossia ai soci che, per effetto del Decreto, subiscono una implicita modifica statutaria di limitazione della circolazione delle partecipazioni, con conseguente svantaggio economico. Viene dunque da chiedersi se siano in qualche modo applicabili a loro beneficio i rimedi previsti in via generale nel caso di introduzione di una clausola di gradimento, in particolare se, individuandosi una fattispecie analoga al mero gradimento, tali soci abbiano diritto al riconoscimento dell'obbligo di acquisto oppure del recesso imposti dall'art. 2355-*bis* c.c.

(Anche) restando sul piano della disciplina societaria, la risposta da darsi deve probabilmente essere negativa: i soci non hanno diritto all'*exit* poiché il potere di opposizione non può essere equiparato al *mero* gradimento. Con il Decreto, infatti, si è verificata una sorta di convergenza tra interesse particolare dei soci e interesse collettivo (espresso con puntuali richieste dalla Commissione europea) a che la precedente disciplina fosse riformata nel senso di ridurre il margine di discrezionalità da parte dello Stato rispetto al presupposto di esercizio del potere, facendosi ora riferimento a circostanze (piuttosto) specifiche e obiettive. Non si ricorre più al mero richiamo a generici interessi vitali dello Stato, come nella precedente disciplina, limitandosi la discrezionalità entro i confini di criteri, diversamente previsti a seconda dei settori. Riguardo alla difesa e alla sicurezza nazionale, al fine di verificare la sussistenza della «minaccia di grave pregiudizio», il Governo, nel rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza dovrà valutare «l'adeguatezza» dell'acquisizione, nonché l'esistenza,

⁽³¹⁾ La tutela reale – consistente nella privazione del diritto di voto a carico del socio inadempiente – induce a escludere la natura parasociale degli obblighi assunti dal cessionario, in funzione del raggiungimento di un accordo tra questi e lo Stato titolare del potere di opposizione. Si tratta, invece, come detto, di previsioni di rango analogo a quello statutario – eccezionalmente originate da una fonte esterna che integra implicitamente lo statuto – cui il cessionario deve adeguarsi al fine di poter esercitare l'interessa dei diritti sociali.

«tenuto conto anche delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, di motivi *oggettivi* che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale, desunti dalla natura delle loro alleanze, o hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati» (art. 1, comma 3, Decreto). Relativamente, invece, ai settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, il presupposto per l'esercizio dei poteri di opposizione (comune al veto) consiste nel verificarsi di 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» (art. 2, comma 3, espressamente per il potere di veto, come richiamato dal comma 6, per il potere di opposizione, Decreto). Il diritto di opposizione (di cui all'art. 2, commi 5 e 6, Decreto) è, dunque, anch'esso subordinato a un «grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato» (sesto comma dell'art. 2 Decreto, richiamando il predetto comma 3 del medesimo articolo), ma, a differenza di quanto previsto per i settori della difesa e della sicurezza nazionale, riguarda l'acquisto da parte di un soggetto esterno all'Unione europea. Al settimo comma del medesimo art. 2 del Decreto si precisa, infine, che i predetti poteri speciali previsti per i settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni dovranno essere esercitati «esclusivamente sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori»⁽³²⁾.

In conclusione, il Decreto, attribuendo il potere di opposizione a un soggetto terzo qualificato qual è lo Stato, si insinua nella disciplina comune senza provocare strappi, rispettandone confini e regole attuali, anche in conseguenza del citato processo di frammentazione della categoria dell'azionista a favore di *stakeholders* sempre più *insider*. Per parlarsi di deroghe, il piano di osservazione deve spostarsi ai mercati regolamentati, rispetto ai quali il potere in questione, al pari di quanto previsto dalla disciplina previgente, implicitamente si pone in contrasto con il principio di libera circolazione delle azioni.

⁽³²⁾ A tal fine, deve considerarsi: (a) l'esistenza, anche alla luce delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, degli stessi «motivi oggettivi» cui fa riferimento la disciplina dei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché (b) «l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, a garantire: (1) la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti; (2) il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti».