

ROSANNA MAGLIANO

LA REGOLA DI NEUTRALIZZAZIONE E LE DEVIAZIONI DAL PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ TRA RISCHIO E POTERE: ANCORA DUBBI SULLA COMPATIBILITÀ COMUNITARIA DEI POTERI SPECIALI NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

1. La deviazione dal principio di proporzionalità tra rischio e potere e la regola di neutralizzazione introdotta a livello comunitario; 2. La regola di neutralizzazione in rapporto all'emissione di azioni speciali; 3. L'operare della regola di neutralizzazione in presenza di patti parasociali; 4. La direttiva comunitaria e l'espressa esclusione dalla regola di neutralizzazione dei poteri speciali compatibili con il Trattato; 5. L'incompatibilità delle golden shares italiane con il diritto comunitario; 6. Segue: le modifiche alla normativa dei poteri speciali e il permanere dei dubbi sulla compatibilità comunitaria degli istituti

1. La deviazione dal principio di proporzionalità tra rischio e potere e la regola di neutralizzazione introdotta a livello comunitario.

Il recepimento della discussa direttiva comunitaria concernente le offerte pubbliche di acquisto ha costituito l'occasione per introdurre nel nostro ordinamento la c.d. «regola di neutralizzazione», norma che « *più di ogni altra, è in grado di innalzare il livello di contendibilità delle imprese nei mercati finanziari europei* »⁽¹⁾. Sulla base di tale disposizione, tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente, nonché le restrizioni previste in accordi contrattuali tra questa e i possessori di titoli o in accordi contrattuali tra soci, non si applicano nei confronti dell'offerente nel periodo in cui l'offerta deve essere accettata⁽²⁾

⁽¹⁾ Così A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della commissione europea*, in *Riv. Soc.*, 2007, p. 1106, spec. 1159.

⁽²⁾ La fondamentale importanza di tale disposizione risulta anche dai lavori successive all'approvazione della direttiva che espressamente considerano la regola « a radical tool to facilitate takeovers as it makes certain restrictions (e.g. share transfer or voting restrictions) inoperable during the takeover period and allows a successful bidder to easily remove the

e come si vedrà, con il verificarsi di determinate condizioni, anche quando l'offerta abbia avuto successo.

Questo, nella consapevolezza che tali restrizioni potrebbero portare ad un forte ingessamento degli assetti proprietari ostacolando la contendibilità del controllo societario in ambito comunitario.

Il decreto 229/2007 ha introdotto nell'ordinamento italiano la regola di neutralizzazione come norma imperativa senza avvalersi della facoltà, pur consentita dalla direttiva OPA, di rendere opzionale la previsione; questo in controtendenza rispetto alla maggioranza dei Paesi europei che ha invece preferito avvalersi della scelta consentita dal provvedimento comunitario (art. 12) ⁽³⁾. Dal dettagliato rapporto della Commissione europea sul recepimento del provvedimento comunitario negli Stati mem-

incumbent board of the target company and modify its articles of association. Based on the principle of proportionality between capital and control, this rule overrides multiple voting rights at the general meeting authorising post-bid defensive measures as well as at the first general meeting following a successful takeover bid.», Cfr. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21.02.2007, Sec (2007) 268, p.5

⁽³⁾ La Relazione della Commissione europea del febbraio 2007, SEC 2007, 268, cit., evidenziava che in sede di recepimento della direttiva 2004/25/Ce oltre all'Italia solo la Lettonia e la Lituania avevano reso imperativa la disciplina della breakthrough rule. Per l'analisi dettagliata dell'esito del recepimento della direttiva nei diversi Stati membri v. VAN HOOGHTEEN, *The european takeover directive and its implementation*, Oxford, 2009, passim. Volendo sintetizzare in questa sede si può osservare che in Germania le modifiche introdotte consentono alle società oggetto di un'offerta pubblica di acquisto di optare per le regole comunitarie sulle restrizioni alle misure difensive e sulle restrizioni alle misure di neutralizzazione. In caso di *opting-in* il consiglio di amministrazione della società deve informare l'autorità di vigilanza tedesca e, se del caso, le autorità di vigilanza degli Stati appartenenti allo Spazio Economico Europeo nei quali i titoli della società sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolato. Le azioni consentite al consiglio di amministrazione sono quelle espressamente approvate dall'assemblea degli azionisti dopo il lancio dell'OPA nonché le attività che ricadono nell'ambito dell'ordinaria amministrazione in aggiunta alla ricerca di altre offerte.

Per approfondimenti v. S. F. OPPENHOFF, *Implementation of the European Takeover Directive in Germany*, in VAN HOOGHTEEN, *The european takeover directive and its implementation*, cit., p. 311.

Anche il legislatore britannico non ha ritenuto opportuno introdurre nell'ordinamento interno la regola della neutralizzazione, avvalendosi della facoltà di *opting-out*. La legge di recepimento, coeva al più ampio intervento sul Companies Act, lascia alle singole società la facoltà di *opting-in* per il regime previsto dalla disciplina comunitaria, precisando che essa potrà essere esercitata o al momento della costituzione della società o anche a seguito di una deliberazione successiva F. IPEKEL, *A comparative study of Takeover regulation in the UK and France*, London, 2006, p. 210.

Il legislatore spagnolo ha optato per l'applicazione obbligatoria della *passivity rule* a condizione di reciprocità, ma non ha reso obbligatoria la regola della neutralizzazione.

In Francia la direttiva sulle OPA è stata recepita con la legge n. 2006-387 del 31 marzo 2006. Il legislatore francese ha scelto soluzioni che prevedono l'applicazione obbligatoria della *passivity rule* (art. 9 della direttiva) a condizione di reciprocità, mentre non ha ritenuto di rendere obbligatoria la regola della neutralizzazione (art. 11). La legge del 2006 ha in realtà confermato il principio della neutralità del *board* già vigente nell'ordinamento francese, che subordina all'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti il potere dell'organo amministrativo di adottare misure difensive contro il successo dell'OPA, ad eccezione della ricerca di offerte alternative (*Code du Commerce* art. L233-32). Tuttavia la stessa legge prevede un meccanismo di reciprocità in base al quale tali limitazioni sono applicate solo nei casi in cui

bri emerge che i singoli Stati si sono avvalsi dell'ampia libertà lasciata dalla direttiva e fundamentalmente hanno mantenuto gli indirizzi di politica legislativa vigenti anteriormente al recepimento stesso: la conclusione che se ne trae è che la direttiva non ha affatto reso maggiormente contendibili le società europee come invece si sarebbe potuto auspicare (4).

Nel nostro Paese con gli interventi legislativi anticrisi, rappresentati dal d.l. n.185 del 2008 e dal successivo d.lgs. 146 del 2009, si è rovesciata la situazione conseguente al primo recepimento della direttiva ed è stato previsto che l'art.104 bis TUF, contenente la disciplina della neutralizzazione, si applichi solo quando sia inserito nello statuto delle società (5). Dall'esame della normativa sembra allora che, così come la direttiva opa consente ai singoli Stati di esprimere preferenze anche discordanti in punto di regolamentazione della regola di passività e di quella di neutralizzazione, allo stesso modo anche il nostro legislatore abbia reso discrezionali i regimi

la società titolare dell'offerta sia originaria di un Paese straniero, che applichi disposizioni equivalenti (*Code du Commerce* art. L253-33). In mancanza di tale reciprocità è sufficiente un'approvazione dell'assemblea generale precedente all'offerta, per mettere in atto operazioni difensive da parte degli amministratori della società «bersaglio» dell'OPA. Per quanto riguarda invece la *breakthrough rule* l'ordinamento francese la recepisce ma solo in parte, prevedendo che il successo di un'offerta pubblica d'acquisto determini l'inefficacia delle sole limitazioni statutarie alla circolazione delle azioni o delle soglie quantitative all'esercizio di diritti di voto (*Code du Commerce* art. L253-34), mentre ha adottato la soluzione dell'*opting out* per le altre operazioni difensive preventive. Le singole società avranno la facoltà di applicare o meno, sulla base di una loro scelta discrezionale, la *breakthrough rule* alle altre clausole statutarie riguardanti il diritto di voto e agli accordi parasociali che possono paralizzare i poteri del nuovo socio di controllo (*Code du Commerce* art. L233-35 e ss). Nel caso una società decida di applicare o interrompere l'applicazione delle disposizioni concernenti tali tecniche di difesa preventive è tenuta a informarne l'AMF per le relative operazioni di pubblicità. Le imprese potranno disporre, sotto il controllo dei loro azionisti e dell'autorità di mercato, di misure difensive comparabili a quelle di cui dispone l'autore di un'offerta di acquisto, in applicazione del principio di reciprocità. Una società francese potrà così eventualmente attuare operazioni difensive se fatta oggetto di un'OPA da parte di un'impresa i cui dirigenti possono adottare a loro volta misure difensive al di fuori dell'approvazione della loro assemblea generale e non sarà penalizzata in contesti nazionali, che non abbiano attuato un sistema di *passivity*. La legge permetterà d'altra parte ad una società francese di non vedersi opporre da un'impresa europea misure difensive se prende l'iniziativa di una sua OPA nei confronti di un'altra impresa, che applica un regime identico a quello previsto per le imprese francesi. Cfr. in dottrina, H. LE NABASQUE, *Les mesures de défense anti- OPA depuis la loi n. 2006-387 du 31 mars 2006*, in *Revue des sociétés*, 2, 2006, p.237 che evidenzia come la legge in questione sia « imprégnée de patriotisme économique mais également de libéralisme. Une loi pour la vertu et contre les opa hostiles. ». V. attuata in Francia la Tredicesima direttiva europea sulle offerte pubbliche d'acquisto, *Notizie*, in *Riv. Soc.* 2007, p.529; A. Marechal- A. Pietrancosta, *Transposition de la directive OPA: des incertitudes entourant le recours à la clause de réciprocité*, in *Bull. Joly Bourse*, 2005, p.797; A. VIANDIER, *Opa Ope et autres offres publiques*, Levallois- France, 2006.

(4) In tal senso M. STELLA RICHTER jr, *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in corso di pubblicazione su « *Profili attuali di diritto societario europeo* », a cura di G. FERRI jr e M. STELLA RICHTER jr, Milano, 2010, p. 6 del dattiloscritto.

(5) Cfr. A. MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive: dalla direttiva Opa al decreto 146 / 09*, in *Soc.*, 2010, p. 158 che sottolinea « anche l'istituto della neutralizzazione è stato « statutarizzato » essendosene fatta dipendere l'applicazione dall'inserimento, nello statuto, di una clausola in questo senso esplicita ».

adottabili garantendo agli statuti la più ampia possibilità di scelta. Rimettendo all'autonomia statutaria la decisione in merito all'adozione della regola di neutralizzazione il legislatore ha realizzato, secondo parte della dottrina, «un abbassamento della qualità della disciplina vigente in Italia anteriormente al recepimento della direttiva» (6).

La disciplina comunitaria prevede che le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente non abbiano effetto nell'assemblea generale che decide su misure di difesa eventuali e, nel corso di tale assemblea, i titoli a voto plurimo conferiscano soltanto un voto nell'assemblea generale. Si prevede, inoltre, che le restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto non si applichino quando l'offerente arrivi a detenere il 75% o più del capitale con diritto di voto.

La stessa soluzione viene estesa anche a qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca dei membri dell'organo di amministrazione e ai titoli a voto plurimo viene riconosciuto il diritto di conferire soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione (7). Peraltro la sterilizzazione dei titoli a voto plurimo, avrebbe dovuto «far sistema» con la normativa riconducibile al principio «one share- one vote» (8) ma, in ambito comunitario, è naufragata l'iniziativa

(6) Cfr. sul punto le osservazioni di A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della commissione europea*, in *Riv. Soc.*, 2007, p. 1106, spec. 1162 che commentando la scelta di imporre la regola di neutralizzazione come regola imperativa avevano sottolineato che «Certo è che la direttiva avrebbe offerto al legislatore italiano un'opportunità (che sembra scongiurata) per tornare sui propri passi. Nei fatti, la possibilità di non recepire la *breakthrough rule*, rimandando all'autonomia privata l'inserimento eventuale nello statuto, avrebbe legittimato l'eliminazione di questa disposizione. Si sarebbe trattato di un caso di *race to the bottom* dell'ordinamento giuridico, consentita dall'intervento europeo che, rappresentando un compromesso delle istanze avanzate dai diversi Paesi membri, riflette, rispetto alla legge italiana vigente, e probabilmente anche futura, un abbassamento della qualità della disciplina». Con tale scelta legislativa si risolve altresì un complesso problema legato al fatto che la neutralizzazione come regola dello statuto avrebbe dovuto avere un'estensione tale da rendere inefficaci le restrizioni contenute in patti parasociali. Questi ultimi come è stato rilevato in dottrina hanno un valore extra- associativo e vincolano i paciscenti mentre la clausola statutaria può avere un valore sociale o parasociale ma in tal caso limiterà solo i soci che l'hanno contratta. L'ordinamento che decidesse di non applicare la regola di neutralizzazione, come fino al primo luglio 2010 l'Italia, dovrà allora consentire una sorta di efficacia ultronea alla clausola statutaria che introduce la neutralizzazione convenzionale. v. le osservazioni di G. OPRIMOLLA, *La nuova normativa italiana sulle opa e le misure difensive contro le Opa ostili. Cosa cambia ?*, in *Soc.*, 2007, p. 1441

(7) Vedi sul punto le osservazioni di M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in 41 *Texas Int. L. J.*, 2006, p. 171: per effetto di tale norma, l'offerente che ha acquistato azioni rappresentative del 75% del capitale si trova nella condizione, da un lato, di poter nominare un nuovo consiglio di amministrazione, dall'altro lato, di poter modificare liberamente lo statuto sociale, in particolare, sopprimendo le restrizioni ai diritti di voto nonché le azioni a voto multiplo.

(8) Il principio «one share -one vote» viene generalmente inteso come presidio del

che voleva imporre a livello legislativo tale principio e anche la regola di neutralizzazione non appare risolutiva per riequilibrare il rapporto rischio-potere ⁽⁹⁾. Dunque la possibilità rimessa ai singoli legislatori nazionali di inserire facoltativamente tale normativa evidenzia che, nonostante gli sforzi del legislatore comunitario circa l'affermazione del principio *one share -one vote*, i singoli Stati membri non hanno ancora dimostrato un consenso politico per l'introduzione generalizzata di tale principio.

2. La regola di neutralizzazione in rapporto all'emissione di azioni speciali

Già il Gruppo di Alto Livello, al quale si deve la proposta di introdurre l'istituto della neutralizzazione nell'articolato della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, aveva fatto notare che tale regola non sia sufficiente di per sé ad assicurare il superamento di tutti gli ostacoli che possono frapporsi al libero esercizio del potere derivante dall'acquisto di una significativa quota di capitale sociale. In realtà, l'istituto viene riguardato

criterio di proporzionalità, per cui il diritto di voto può essere esercitato dai soci in proporzione al numero delle azioni possedute e in senso ampio viene considerata l'espressione di riferimento per l'affermazione della democrazia azionaria. A livello comunitario il principio è stato ripreso da una serie di progetti di riforma del diritto societario che hanno tenuto conto delle divergenze riscontrabili nei vari stati membri in relazione alla presenza nei singoli ordinamenti di regimi diversificati in materia di azioni a voto multiplo. Numerosi ordinamenti europei ammettono la presenza di tali azioni in particolare: Svezia, Danimarca, Olanda, Irlanda, Inghilterra, Finlandia e Ungheria. Anche in Francia si prevede l'emissione delle c.d. azioni a «vote double».

⁽⁹⁾ Cfr. sul punto le osservazioni di F. IPEKEL, *Defensive measures under the directive on takeover bids and their effect on the UK and French takeover regimes*, in *European Business Law Review*, 2005, 16, p. 341 che sottolinea in particolare che «the technique of dual class shares is a remedy, in continental countries, to keep control concentrated and introduce disproportionality between control and cash flow». Per una sintesi delle problematiche relative all'applicazione del principio v. A. RICCARDI, *Il principio one share -one vote*, Atti del convegno del seminario interdisciplinare su etica, economia, diritto, Genova, 9 gennaio, 2009, p.1 che sottolinea che «del resto, la stessa Direttiva OPA non contiene un chiaro orientamento a sostegno del principio «un'azione, un voto» e legittima viceversa l'utilizzo di meccanismi derogatori rispetto a tale regola, costringendo, tuttavia, le società quotate a rendere pubbliche tali deviazioni, offrendo dettagliate informazioni quanto «alla struttura del capitale (...) con l'indicazione delle varie categorie di azioni e, per ogni categoria di azioni, dei diritti e degli obblighi connessi e la percentuale del capitale sociale che essa rappresenta». Nello stesso senso anche U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in Quaderni Cesifin, *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U. Tombari, Torino, 2008, p. 77 che sottolinea che la direttiva opa non impone in alcun modo il principio un'azione un voto, principio che se affermato implicherebbe una serie di rilevanti limiti all'emissione di azioni speciali nelle società quotate. L'A. continua con la notazione che «la breakthrough europea, che in ultima analisi colpisce tutte le deviazioni dal principio one share-one vote, non sembra avere solido fondamento. Soltanto le norme di trasparenza appaiono giustificate anche a livello europeo, poiché la pubblicità delle strutture di voto e di proprietà azionaria svolge una funzione sia per il prezzo sia per la governance». Per quanto concerne il dibattito relativo all'opportunità che il principio «one share - one vote» diventasse una regola inderogabile a livello europeo, si veda in particolare G. FERRARINI, *Un'azione - un voto: un principio europeo?*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 24. Cfr. anche M.L. VITALLI, *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Rivista delle Società*, 2007, p. 904.

con un certo sospetto in quanto al di là delle proclamate finalità potrebbe risolversi in una clausola in grado di aumentare « *effetti di ristrutturazione della catena di controllo delle società, tali da rendere meno trasparenti gli assetti proprietari, in particolare con il ricorso a strutture piramidali o holding in funzione di patto parasociale*» ⁽¹⁰⁾ che non potrebbero, evidentemente, rientrare nel campo di applicazione della norma. Questo, ovviamente, nella consapevolezza, già espressa anche nel nostro ordinamento anteriormente all'adozione del TUF, che la disciplina delle società aperte in generale dovrebbe essere ispirata all'obiettivo di rendere le stesse scalabili e dovrebbe poter consentire un cambiamento anche non consensuale del controllo e della gestione delle società nei casi in cui si manifesti un governo dell'impresa non efficiente. Quel che andrebbe, in tal senso, stigmatizzato in un mercato aperto e dinamico è che « *il pur legittimo obiettivo della creazione di forme coalizionali o di posizioni di controllo possa inibire l'esercizio della supervisione continua da parte degli altri proprietari e sottrarre la coalizione di controllo alla possibilità di essere disarticolata e rimpiazzata*» ⁽¹¹⁾.

La disciplina in discorso si applica quando sia promossa un'opa o un ops avente ad oggetto titoli emessi da società italiane quotate, con esclusione delle società cooperative ⁽¹²⁾, e consiste in una neutralizzazione « *in pendenza di offerta e successivamente alla sua conclusione, di talune c.d. barriere tecniche tali da depotenziarne la funzione antiscalata*» ⁽¹³⁾. La norma distingue le ipotesi in cui la neutralizzazione operi in pendenza di offerta o in un momento ad essa successivo: nel primo caso, sono dichiarate inefficaci nei confronti dell'offerente le limitazioni statutarie al trasferimento dei titoli e dunque le clausole normalmente neutralizzabili dovrebbero essere quelle di prelazione o quelle di gradimento ⁽¹⁴⁾.

⁽¹⁰⁾ Queste le preoccupazioni emerse dal parere del 25 ottobre 2007 della Commissione Finanze del Senato.

⁽¹¹⁾ Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla Società aperta*, Bologna, 1997, p.130

⁽¹²⁾ Poiché nell'ordinamento italiano le uniche cooperative quotate svolgono attività bancaria una significativa eccezione per l'applicazione della regola di neutralizzazione è prevista per le banche cooperative e di credito cooperativo. Cfr. E. ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili*, Soc., 5, 2009, p. 567

⁽¹³⁾ Così documento illustrativo del recepimento della direttiva 2004/25/Ce redatto dal Ministero dell'economia e delle finanze.

⁽¹⁴⁾ La presenza di vincoli di prelazione può scoraggiare, infatti, il lancio dell'opa da parte di un potenziale scalatore, sussistendo il concreto rischio che un rilevante quantitativo di azioni non venga posto sul mercato. Cfr sul punto Circolare Assonime n. 28 del 1985, pubblicata in *Riv. Soc.* 1985, p. 324 ove espressamente si rileva che « non possono ritenersi liberamente trasferibili le azioni di un società il cui statuto contenga clausole per effetto delle quali l'azionista che intenda alienare le sue azioni debba offrirle agli altri soci e possa venderle ad altri soltanto in mancanza di tempestivo esercizio del diritto di preferenza a quelli attribuito». Cfr. C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in Trattato Colombo- Portale, 2*, Torino, 1991, p.186; B. LIBONATI, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1983, p. 232; G. COTTINO, *Circolazione delle azioni e*

Il regolamento di Borsa Italiana non ammette titoli non liberamente trasferibili: dunque la neutralizzazione sarà nel nostro ordinamento applicabile alle restrizioni su titoli non quotati di società, per altro verso, quotate ⁽¹⁵⁾. Inoltre nell'assemblea eventualmente convocata per porre in essere tecniche di difesa, sono dichiarate inefficaci nei confronti dell'offerente le eventuali limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o in patti parasociali, conclusi dopo l'entrata in vigore del d.lgs. 229/2007 ⁽¹⁶⁾,

clausola di gradimento nel progetto di riforma delle società di capitali, in *Riv. Soc.*, 1966, p.344; C. FOIS, *Clausola di gradimento e organizzazione delle società per azioni*, Milano, 1979, passim. Si veda altresì la Relazione al d.lgs. 6/2003, § 4.3.6. che chiarisce la ratio ispiratrice delle modifiche all'art. 2355 bis specificando che gli interventi sono volti da un lato ad ampliare lo spazio per l'autonomia statutaria e dall'altro a fornire le necessarie garanzie ai soci e ai terzi. In particolare al fine di chiarire il possibile ruolo di clausole di mero gradimento si risolve un delicato problema interpretativo e se ne ammette l'efficacia quando prevedono un obbligo della società o degli altri soci di acquistare le azioni del socio che intende trasferirle. Come noto l'art. 22 della legge 281 del 1985 sanciva l'inefficacia delle clausole di mero gradimento in quanto idonee a realizzare l'interesse del gruppo di controllo ad impedire tentativi di scalata, sacrificando così l'interesse del singolo socio alla libera trasferibilità delle azioni. Nonostante non vi fosse un orientamento univoco della giurisprudenza sul punto si riscontrava il favor di quella maggioritaria per la validità e l'efficacia di clausole che subordinavano l'alienazione delle azioni al gradimento degli organi sociali purché, per l'esercizio di tali poteri, fosse sancito il contestuale obbligo della società di designare altri acquirenti graditi. Cfr. Cass. 15 maggio 1978, n. 2365, in *Giur. Comm.* 1978, II, p. 639; Cass. 25 ottobre 1982, n. 5567, in *Giur. Comm.* 1983, II, p. 153; Cass. 20 luglio 1995 n.7890, in *Soc.* 1996, p.155 che afferma che « le clausole di gradimento rispondono alla finalità di tutelare l'interesse sociale, precludendo l'ingresso in società a persone o gruppi che, come concorrenti o speculatori, possano fare il danno e non l'interesse della società ». Si aggiunge poi « per la piena realizzazione di quest'ultimo scopo appare difficilmente praticabile la via dell'anticipata predeterminazione, nello statuto della società, di specifiche ipotesi e condizioni oggettive, alle quali ricollegare il rifiuto di gradimento, venendo palesemente in considerazione situazioni individuali e soggettive, astrattamente non prefigurabili, di volta in volta suscettibili di apportare pregiudizio all'interesse societario». In senso contrario Trib. Udine 10 luglio 1989, in *Soc.* 1989, p. 1203. In dottrina cfr. C. ANGELICI, *L'art. 22 della l. n. 281 del 1985 e la clausola di gradimento*, in *Trattato di diritto privato diretto da Rescigno*, 22, Torino, 1991; A. BORGIOI, *Le clausole di gradimento nella legge 281 del 1985*, in *Giur. Comm.*, 1986, I, p. 43; L. STANGHELLINI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, passim. Per rilievi successivi alla riforma del 2003 cfr. G. GUIZZI, *La riforma del diritto delle società di capitali: la nuova disciplina dei limiti alla circolazione delle azioni*, in *Aa. Vv.*, *La riforma del diritto societario*, cit., p. 115; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse, in Trattato di diritto civile del Consiglio nazionale del notariato*, Napoli, 2005, p.136.

⁽¹⁵⁾ . V. espressamente sul punto. F. FERRARA - F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009, p. 898. La libera trasferibilità della partecipazione caratterizza dalle sue origini il diritto delle società per azioni in quanto rende perfettamente conciliabile l'interesse dell'organizzazione a un finanziamento di lungo periodo con quello di modesti risparmiatori a smobilizzare l'investimento, v. A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Liber Amicorum Campobasso*, I, Torino, 2006, p. 617. Già T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. Soc.* 1956, p. 12; C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato Colombo- Portale*, 2 *, Torino, 1991, p.186.

⁽¹⁶⁾ La funzione della norma dovrebbe essere quella di rendere « totalmente liberi gli azionisti circa le decisioni da prendere in merito all'offerta», così C. RABITTI BEDOGNI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, S. Amorosino (a cura di), Milano, 2008, p. 286. Cfr. E. ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili*, *Soc.*, 2009, p. 567 che evidenzia che « si potrebbe sostenere che l'applicazione della regola di neutralizzazione consenta il passaggio del controllo non mediante o, almeno, non solo grazie all'acquisto di una partecipazione significativa, ma grazie

intendendosi così tutelare l'interesse degli azionisti ad esercitare il diritto di decidere in merito all'offerta liberi da ogni tipo di vincolo che possa condizionare il voto. La norma ha portato la dottrina ad interrogarsi sui limiti alla creazione, attraverso lo statuto, di categorie speciali di azioni ex art. 2351 c.c. tenuto conto, anche, della potenziale funzione antisalata alla quale queste ultime possono assolvere ⁽¹⁷⁾.

Poiché a seguito della riforma del diritto societario, ed in particolare dopo il d.lgs. 37/2004, numerose disposizioni del TUF legittimano queste azioni nell'ambito delle quotate, e soprattutto nelle operazioni di offerte pubbliche di acquisto ⁽¹⁸⁾, sembra corretto sostenere che esse siano prese in considerazione dal legislatore al fine non di vietarle ma di attrarle all'interno di una determinata disciplina ⁽¹⁹⁾. È evidente che le azioni di cui all'art.104, comma 1° -bis, qualora collocate nelle mani di soggetti in qualche misura vicini all'azionista di maggioranza e il cui voto sia subordinato a un evento legato al mutamento del controllo, avrebbero l'effetto, per un potenziale offerente, di vedersi « fortemente diluito » al momento del lancio dell'offerta e, anticipando una tale situazione, costui si vedrebbe

all'emendazione forzosa dello statuto dell'emittente e la sopravvenuta inefficacia degli accordi in vigore tra i soci e tra soci e società ». Cfr. inoltre M. FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 174.

⁽¹⁷⁾ Si veda A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, cit., p.127; M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004, p. 337; TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in Quaderni Cesifin, La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio, a cura di U. Tombari, Torino, 2008, p.77. Per un approfondito commento all'art. 2351 cfr. A. ANGELILLIS- M. L. VITALI, sub 2351, in Commentario alla riforma delle società, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, p. 371 che sottolineano che se pur la norma risulta radicalmente innovata a seguito della riforma organica delle società del 2003, e nonostante essa sia una delle norme in cui maggiormente emerge il potenziamento dell'autonomia statutaria voluto dalla riforma, restano confermati il principio per cui « ogni azione attribuisce il voto » e il divieto di azioni a voto plurimo.

⁽¹⁸⁾ Ci si riferisce in particolare agli artt. 104, comma 1 -bis; 105, 2° e 3° comma; 106° e 2° comma, 107, 1° c., 108, 2° c.; il riferimento più immediato è appunto l'art. 104, comma 1° -bis, sulle azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta, nonché alla previsione contenuta nelle « disposizioni generali » delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie (art. 105, 2° comma, TUF) in forza della quale « ai fini della sezione in oggetto per partecipazione si intende una quota del capitale rappresentato anche da azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti quali, nella specie, quelle con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza ». Molto delicata è poi la deliberazione dell'assemblea straordinaria che può assegnare utili ai dipendenti della società o di società del gruppo mediante l'emissione di speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento e ai diritti spettanti agli azionisti. Il contenuto delle azioni assegnate ai dipendenti viene liberamente stabilito dall'assemblea al momento dell'emissione e il potenziale antisalata è notevole. Per approfondimenti si veda M. NOTARI, *Le società azionarie*, in AA.Vv., *Diritto delle società, Manuale breve*, 2009, p. 144.

⁽¹⁹⁾ In questo senso. U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in Quaderni Cesifin, *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U. Tombari, Torino, 2008, p. 77; P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2004, p. 134; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, p. 188.

costretto a abbandonare il progetto acquisitivo, per lo meno come originariamente programmato ⁽²⁰⁾.

3. *L'operare della regola di neutralizzazione in presenza di patti parasociali*

Nella fase successiva alla conclusione dell'offerta e quando l'offerente venga a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori (o dei componenti dei consigli di gestione o di sorveglianza) sono rese inefficaci dalla regola *de qua* le limitazioni al diritto di voto nello statuto o nei patti parasociali nonché qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori (o dei componenti dei consigli di gestione o di sorveglianza): tali limitazioni non hanno effetto nella prima assemblea successiva alla chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o revocare gli amministratori stessi ⁽²¹⁾. La formulazione della norma dovrebbe così consentire all'offerente di esercitare in sede di assemblea il potere effettivamente corrispondente alla percentuale dei voti acquisita a seguito dell'operazione di offerta ⁽²²⁾. Non subiscono limitazioni i poteri speciali riconosciuti allo Stato e agli enti pubblici partecipanti ex d.l. 332/1994, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n.474 ma il d.l. 229/2007 modifica l'art. 3 della normativa sulle c.d. privatizzazioni e il limite statutario al possesso azionario verrebbe a decadere in caso di opa solo ove l'offerente venisse a detenere, a seguito dell'offerta, una partecipazione pari almeno al 75 % del capitale con diritto di voto ⁽²³⁾. Nel sistema così novellato il legislatore specifica dunque che la clausola che

⁽²⁰⁾ L'intervento del d.lgs. 146 /2009 ha oggi modificato l'art. 104, comma 1° -bis, e sostanzialmente occorrerà farsi riferimento alla disciplina contenuta nel c.c. in quanto il legislatore ha reso tale materia di competenza degli statuti e dunque ragionevolmente non è più richiesta dalla legislazione speciale la necessità della autorizzazione assembleare per la rinascita del voto in tali categorie di azioni. Per l'approfondito studio del potenziale difensivo di tali azioni M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e «l'autorizzazione di conferma»*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, p. 511

⁽²¹⁾ Sul punto si rimanda alle osservazioni di F. FERRARA- F.CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009, p. 899, nota n.7, ove si fa notare il lapsus legislativo della norma: la disposizione fa, infatti, riferimento alla eventualità della nomina dei componenti del consiglio di gestione da parte dell'assemblea ma il consiglio di gestione è nominato dal consiglio di sorveglianza e non dall'assemblea e l'art. 2409- novies non prevede questa possibilità neppure in deroga alla disciplina di diritto comune.

⁽²²⁾ Cfr. L. SCIPIONE, *Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina dell'opa*, Soc., 2009, p. 581. Id, *La direttiva europea in materia di opa: profili generali e aspetti comparatistici*, in *Riv. Dir.Impr.*, 2005, I, p. 185

⁽²³⁾ L'art. 3 del d.l. 332/1994 stabilisce che le società operanti nei settori di cui all'art.2, nonché le banche e le imprese assicurative, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici territoriali od economici, possono introdurre nello statuto un limite massimo di possesso azionario, non superiore, per le società di cui all'art.2, al cinque per cento. Con riferimento alle partecipazioni azionarie diverse da quelle detenute dallo stato, da enti pubblici o da soggetti da questi controllati, il superamento del limite di cui al comma

prevede i limiti al possesso azionario negli statuti di talune società privatizzate decade comunque allorché il limite sia superato per effetto di un'offerta pubblica d'acquisto a seguito della quale l'offerente venga a detenere la partecipazione suddetta.

L'104-bis prende in considerazione l'ipotesi di patti parasociali relativi ai sindacati di voto ⁽²⁴⁾ ma non si sofferma espressamente sulle limitazioni al trasferimento dei titoli derivanti da tali patti: con riferimento ai patti parasociali che limitino la libera trasferibilità dei titoli è prevista l'applicazione dell'art.123, c.3 Tuf che consente il recesso ai paciscenti così da garantire loro la libera adesione all'offerta stessa ⁽²⁵⁾. Questo, peraltro, in stretto collegamento con quanto già previsto nella riforma del diritto delle società di capitali in tema di recesso ove viene ampliata la tutela del socio a liquidare l'investimento nell'ambito generale di una normativa volta ad evitare che costui possa restare «prigioniero del suo titolo» consentendogli

1, comporta il divieto di esercitare il diritto di voto e comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, attinenti alle partecipazioni eccedenti il limite stesso.

⁽²⁴⁾ Sottolineano la necessità di intervenire sul punto L. RUSSI - M. DELL'ANTONA, *Offerte pubbliche d'acquisto: l'attuazione della direttiva 2004/25/ce da parte del legislatore delegato*, in *Dircomm.it*, VII, 2008, p.1 che fanno notare altresì come «il diritto di recesso in tali ipotesi spetterebbe solo ove il titolo venisse trasferito al termine dell'offerta. Invece il legislatore delegato ha tenuto conto della situazione del detentore di titoli dell'emittente che desidera favorire la scalata dell'offerente pur conservando la propria partecipazione, in quanto ritenga che la linea gestionale che quest'ultimo si propone possa ulteriormente incrementare il valore di mercato della propria partecipazione».

⁽²⁵⁾ Sottolinea F.M. MUCCIARELLI, *Ma non è una rivoluzione*, in *La Voce.it*, 30 novembre 2007. La novità è meno rilevante di quanto sembra a prima vista. Il T.U.F., infatti, già consente ai soci della società bersaglio di recedere dai patti parasociali che eventualmente li vincolano, rendendoli così inutili come baluardi contro future scalate. Inoltre, il diritto italiano vieta le principali difese preventive, ossia i massimali al voto, le clausole di prelazione e di gradimento e l'emissione di azioni a voto multiplo. Ma alcune società italiane prevedono vere difese preventive: le società privatizzate, i cui statuti generalmente pongono tetti alla partecipazione azionaria, e le banche popolari, che il principio del voto capitario protegge dal mercato. A queste società la nuova norma espressamente non si applica e ciò le toglie gran parte del suo possibile "mordente". La dottrina ha proposto diverse ricostruzioni dell'interesse tutelato dall'art.123 T.U.F.. Secondo una prima impostazione la previsione trova giustificazione nella preoccupazione, dimostrata peraltro dal legislatore in diverse sedi, che limitare il recesso ai soli casi di opa obbligatoria possa evitare che il lancio di una qualunque offerta possa costituire per i contraenti un pretesto per sottrarsi agli obblighi assunti con la stipulazione del patto. Così in particolare R. COSTI, *I patti parasociali*, in *La riforma delle società quotate*, *Atti del convegno di studio*, Santa margherita ligure, Milano 1998, p. 115; M. PINNARÒ, *I patti parasociali*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, p. 833. Contrario alla limitazione dell'art.123 T.U.F. ai soli casi di opa obbligatoria è A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005, p. 202 il quale rileva che è l'obiettivo di agevolare il trasferimento del controllo mediante offerte di acquisizione che ha indotto il legislatore del T.U.F. a riconoscere all'azionista che intende aderire all'opa, ex art. 106 o 107 T.U.F., un diritto di recesso *ad nutum*. Secondo A. PICCIAU, *sub. Art.123*, in *La disciplina delle società quotate nel T.U.F.*, Commentario diretto da P.G. MARCHETTI e L.A. BIANCHI, cit., p.925 si tratta di interesse del recedente a beneficiare pro rata del premio di maggioranza ed uscire dalla società nel caso di mutamento non concordato del controllo; v. anche R. D'AMBROSIO, *Sub. Art. 102 -112*, cit., p. 601, secondo il quale la norma è dettata a presidio della contendibilità del mercato del controllo societario.

così «di realizzare quell'interesse all'agevole disinvestimento che costituisce uno dei motivi principali della scelta della società per azioni e della sua diffusione» (26). Anche il recesso appare funzionale non soltanto alla tutela dell'interesse, disponibile, del singolo a disfarsi della partecipazione per aderire ad un'opa reputata vantaggiosa ma principalmente alla tutela del mercato, alla sua apertura e contendibilità (27).

La finalità delle norme in discorso appare quella di comprimere l'incidenza che determinate stipulazioni possono avere rispetto alla circolazione dei titoli e, per questa via, eliminare eventuali barriere che dovessero di fatto ostacolare la riuscita di un'offerta pubblica di acquisto.

Già nel commento della originaria disciplina del TUF la dottrina aveva rilevato che, tenuto conto della possibilità di utilizzare i patti parasociali in funzione antisalata, il legislatore aveva introdotto il diritto di recesso per aderire ad un'offerta pubblica di acquisto sacrificando l'autonomia contrattuale in nome delle prevalenti istanze pubblicistiche di tutela del mercato del

(26) Cfr. relazione di accompagnamento allo schema di d.lgs n. 6/2003. In generale sulla disciplina del recesso ante riforma v. G. DE NOVA, voce *Recesso*, in Dig. Sez. Civ., XVI, Torino, 1997, p. 316; D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000; G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle spa*, diretto da G. Colombo e G. Portale, VI, Torino, 1993, p.133. Sull'istituto novellato E. LOFFREDO, *Recesso del socio*, in *Codice Civile comm.*, diretto da G. Alpa - V. Mariconda, Milano, 2005, p.1649; S. MASTURZI, sub art. 2437, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, p.84; A. PACIELLO, *Il diritto di recesso nella spa: primi rilievi*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, p. 417; R.RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le Società*, 2003, p. 927.

(27) Appare sotto questo profilo evidente che le esigenze del mercato e la conseguente standardizzazione delle partecipazioni sociali implicano una « distinzione tra la partecipazione considerata come oggetto di negoziazione sul mercato, se si vuole come res, e gli accordi contrattuali che ad essa si riferiscono. Con la conseguenza che non tanto è limitata la libertà di definire il contenuto dei secondi quanto la loro rilevanza ai fini del mercato e delle negoziazioni che in esso avvengono». Così, C. ANGELICI, *Note minime su «La libertà contrattuale e i rapporti societari»*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, p. 403; per rilievi analoghi già C. ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, I, 1*Torino, 2004, p.101 Cfr, tuttavia per la vistosa eccezione rappresentata dall'appartenenza della società ad un gruppo C. ANGELICI, *La riforma delle società*, Padova, 2004, pag. 137 che riferendosi alle ipotesi di recesso dal gruppo ed in particolare alle previsioni sub lett. a e c dell'art. 2497 -quater riferisce che « esplicito è in esse il riconoscimento che sia l'appartenenza di una società ad un gruppo sia il mutamento degli equilibri che il gruppo coordina e dirige possono rilevare al fine di caratterizzare il senso economico dell'investimento nella società medesima. Se nelle società quotate la promozione di un'offerta pubblica d'acquisto esclude il diritto di recesso (così espressamente la lettera c dell'art. 2497- quater) ciò si spiega per il loro ruolo alternativo al fine di assicurare un exit del socio. Non impedisce però di considerare la diversa portata delle due tecniche: l'offerta pubblica d'acquisto che si volge in definitiva ad un'esigenza di parità di trattamento sul mercato finanziario, perciò appunto tipica delle società che vi partecipano; il diritto di recesso che riguarda invece gli equilibri interni alla società e gli interessi dei soci in merito al suo assetto economico e organizzativo». Si veda altresì F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario del codice civile Scialoja- Branca*, Bologna - Roma, 2005, pag 160 che sottolinea che « in questo ordine di casi non c'è diritto di recesso se la società è quotata in borsa, potendo in tal caso il socio agevolmente uscire dalla società cedendo le sue azioni; oppure se sulle azioni della società, sebbene non quotata sia stata lanciata un'offerta pubblica d'acquisto potendo anche in tal caso il socio liberarsi agevolmente della sua partecipazione, accettando l'offerta».

controllo societario ⁽²⁸⁾. Pertanto, se l'intento del legislatore è agevolare è il ricambio del controllo attraverso le offerte di acquisizione, scongiurando il rischio che vincoli parasociali possano immobilizzare la partecipazione azionaria, si può giustificare una lettura dell'art. 123 TUF che, nel rispetto delle contrapposte istanze coinvolte, non sia limitata alle offerte obbligatorie. Si potrebbe dunque pensare ad una applicazione estensiva della norma che arrivi a tutte le fattispecie contemplate nell'art. 106 TUF ed in particolare a quella preventiva volontaria (che risulta essere la più ricorrente nella prassi, soprattutto nel caso di offerte ostili) ⁽²⁹⁾.

In tale prospettiva l'istituto del recesso, pur se esercitato nell'ambito di contrattazioni parasociali, assume il carattere di « diritto a disinvestire » e presuppone una modificazione dei caratteri essenziali dell'operazione di investimento. Quest'ultima infatti diventa prioritaria nella disciplina dell'istituto stesso e assume nuovo rilievo rispetto alla prospettiva tradizionale e al mutamento dell'organizzazione ⁽³⁰⁾.

⁽²⁸⁾ Cfr. l'opinione di G. OPPO, *sub artt. 122-123*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa - Capriglione, Padova, 1998, II, p. 1140 che aveva rilevato che « l'attribuzione del diritto di recedere liberamente dal patto non appare gran che rispettosa dell'autonomia privata ». Non sembra condivisibile tuttavia l'opinione espressa dall'A. che ammette la derogabilità pattizia del diritto di recesso riconosciuta ai soci sindacati che intendono aderire all'opa. Laddove si ammettesse la derogabilità per accordo delle parti si vanificherebbe l'intento del legislatore che è appunto quello di favorire l'adesione all'offerta malgrado il vincolo parasociale.

⁽²⁹⁾ Contrari in dottrina R. COSTI, *Il governo delle società quotate*, cit., p. 74; M. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, cit. p. 224; G. SANTONI, *sub art. 123*, in *Testo Unico della finanza. Commentario diretto da G. F. CAMPOBASSO*, cit., p. 101; M. PINNARÒ, *I patti parasociali*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 771 (spec. p. 883). Secondo tale dottrina la previsione che limita il recesso dai patti parasociali alle sole ipotesi di opa obbligatoria trova fondamento nella preoccupazione legislativa di fornire comunque adeguata tutela all'interesse dei paciscenti che non possono vedere frustrate le loro aspettative di fronte a qualsiasi opa ma solo in pendenza di quelle obbligatorie che per definizione prevalgono sull'autonomia privata. Altra parte della dottrina non concorda con tale impostazione e preferisce considerare ogni opa idonea a far cadere il patto parasociale in nome della mera contendibilità del controllo societario, così R. D'AMBROSIO, *sub Art. 102-112*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 601; o ancora considera prevalente l'interesse del recedente a beneficiare del premio per il passaggio del controllo, così A. PICCIAU, *sub Art. 123*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998*, *Commentario diretto da P. Marchetti e L.A. Bianchi*, cit., p. 925. V. altresì A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, cit. p. 387. Sul punto si prevede però un'apertura della giurisprudenza, v. Trib. Milano, 10 maggio 2000, in *Giur. It.*, 2001, I.c. 334, con nota di E. DESANA che ha sancito « la non qualificabilità come patto parasociale di un'intesa finalizzata esclusivamente a non aderire ad un'offerta pubblica d'acquisto e ad aderire, invece, ad un'altra offerta contestuale ». Seppur con le limitazioni insite in questa previsione, certo è, comunque che si rende in tal modo possibile un accordo che si frappona ad un'opa così eludendo le finalità proprie dell'art. 123 T.U.F.

⁽³⁰⁾ In tal senso i rilievi di G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, p. 157 il quale sottolinea che si è affermato un vero e proprio diritto a disinvestire che, nella originaria prospettiva associativa avrebbe assunto il paradossale significato di diritto a perdere la qualità di socio. Questo è evidente oltre che nel recesso, altresì nel diritto a vendere la partecipazione che sorge in capo ai destinatari di un'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria. In tale ultima situazione l'obbligatorietà del lancio di un'offerta pubblica d'acquisto significa, a ben vedere, configurare, in capo ai destinatari della stessa, di vedersi proporre un'offerta, e

L'introduzione della regola di neutralizzazione, seppur ispirata dall'intento di favorire il mercato, ha sollevato una serie di dubbi, in relazione ai possibili riflessi connessi ad una sua concreta applicazione, in quanto potrebbe aumentare il ricorso a strumenti meno trasparenti di separazione tra proprietà e controllo che sono sottratti al suo ambito di applicazione quali, in via esemplificativa, le azioni riscattabili di cui all'art. 2437-sexies c.c. ⁽³¹⁾.

Ai fini dell'applicazione della regola di neutralizzazione, così come formulata nella direttiva opa, è stato rilevato che occorre distinguere tra restrizioni contrattuali e restrizioni invece strettamente connaturate alla struttura dello strumento finanziario. In riferimento alla prima categoria (si pensi ad azioni ordinarie limitate da clausole di prelazione o gradimento o sindacati di voto), la sospensione delle restrizioni risponde all'esigenza di restituire agli azionisti, in occasione dell'Opa, la pienezza delle facoltà e dei diritti connessi alle azioni stesse. Al contrario, per quanto concerne invece limitazioni connesse alla natura del titolo queste dovrebbero essere escluse dalla regola di neutralizzazione in quanto sarebbe sovrabbondante rispetto agli scopi del legislatore stravolgere il contenuto di diritti geneticamente connessi alla specifica categoria di azioni ⁽³²⁾ la cui lesione non sarebbe in alcun modo riparata attraverso il rimedio rappresentato dall'equo indennizzo ⁽³³⁾.

dunque il diritto di disinvestire. Dunque il significato sistematico dell'obbligo in questione si risolve nel permettere tale disinvestimento.

⁽³¹⁾ Sul piano funzionale tali clausole rientrano tra quelle che consentono di «personalizzare» la struttura societaria, attribuendo rilievo decisivo a caratteristiche soggettive dei componenti l'assetto proprietario della società, ed in virtù di tale caratteristica la dottrina è concorde nel ritenerle ammissibili solo quando siano ancorate a condizioni specifiche, oggettive, predeterminate e non dipendenti dall'arbitrio della società. Considerato il quadro normativo che lascia anche sotto tale profilo ampio spazio agli statuti si potrebbe prospettare l'ipotesi di una clausola che preveda, in presenza di un evento predeterminato quale l'effettuazione di un'opa, oppure il superamento di partecipazioni rilevanti, un potere di riscatto in capo alla società ovvero ad un socio o ad un terzo. Cfr. sul punto S. CAPPIELLO, sub art. 2437-sexies, in *Codice Commentato delle società*, a cura di G. Bonfante, D. Corapi, G. Marziale, R. Rordorf, V. Salafia, Milano, 2007, p. 990; M. Callegari, Sub art. 2437 - sexies, in *Aa. Vv.*, *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, Bologna, 2004, p.1444; G. PACIELLO, sub art. 2437-sexies, in *Società di capitali, Commentario diretto da Niccolini-Stagno d'Alcontres*, Napoli, 2004, p. 1145. Il potere di riscatto in capo alla società dovrà essere esercitato nei limiti e alle condizioni previsti dagli artt. 2357 e 2357 bis. Cfr. M. Gatti, *Opa e struttura del controllo societario*, Milano, 2004, p. 367

⁽³²⁾ In tal senso la Posizione comune del 15 aprile 2003 di ABI, ANIA, Assogestioni, Assoreti, Assoni, Borsa Italiana, Confindustria sulla proposta di direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto del 2 ottobre 2002. Cfr. in dottrina P. SFAMENI, *La nuova direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 1002.

⁽³³⁾ La normativa in discorso prevede altresì che sia d'obbligo fornire un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari dei diritti neutralizzati secondo modalità fissate dagli Stati membri; questo, in quanto, come sottolineato dalla stessa Commissione nel corso dell'approvazione della direttiva, la soppressione dei diritti elencati nell'articolo in esame solleverebbe dubbi di legittimità costituzionale in alcuni ordinamenti giuridici e potrebbe essere considerata una forma illegittima di espropriazione privata, contraria alla Carta dei diritti umani. Così G. OPROMOLLA, *La nuova normativa italiana sulle opa e le misure*

4. *La direttiva comunitaria e l'espressa esclusione dalla regola di neutralizzazione dei poteri speciali compatibili con il Trattato*

La direttiva 2004/25/Ce è stata oggetto di severe critiche per non aver affrontato le questioni connesse agli ostacoli alle offerte pubbliche di acquisto che derivano dalla permanenza, all'interno degli Stati membri, delle *c.d. golden shares* o meglio dei poteri speciali da esse attribuiti: norme che consentono l'esercizio di poteri speciali in favore degli Stati medesimi, in particolari settori ritenuti strategici, e che alterano il principio di parità di trattamento tra azionisti sancito nel Trattato Ce ⁽³⁴⁾.

L'High Level Group aveva evidenziato che garantire alle autorità pubbliche poteri speciali, non giustificati da imperiose esigenze di interesse generale, è un ostacolo rispetto ai meccanismi di ricambio del controllo basati sul mercato e ostacola la libertà di stabilimento delle imprese a livello comunitario ⁽³⁵⁾. Tale fenomeno, accentuato in relazione alla

difensive contro le Opa ostili. Cosa cambia ?, in *Soc.*, 2007, p. 1441. Italia si è previsto che la richiesta dell'indennizzo debba essere presentata all'offerente, a pena di decadenza, entro novanta giorni dalla chiusura dell'offerta oppure dalla data dell'assemblea che segue la chiusura dell'offerta stessa. L'art. 104 bis prevede inoltre che l'indennizzo non sia dovuto per l'eventuale pregiudizio patrimoniale derivante dall'esercizio del diritto di voto in contrasto con un patto parasociale, se al momento dell'esercizio del diritto di voto è già stata presentata la dichiarazione di recesso di cui all'articolo 123, comma 3. Infine la norma prevede che presupposto necessario affinché l'azionista possa avere diritto alla corresponsione dell'indennizzo per i danni patrimoniali subiti è che le disposizioni statutarie o contrattuali, che contengono i termini del diritto il cui esercizio è impedito, debbano essere efficaci anteriormente alla comunicazione di cui all'art. 102 comma 2. Qualora non si giungesse ad un accordo tra le parti, l'ammontare dell'indennizzo eventualmente dovuto deve essere fissato dal giudice in via equitativa, avendo riguardo, tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta. Si veda dettagliatamente sul punto la Circolare Assonime n. 18 del 2009

⁽³⁴⁾ Il *Report on the proportionality principle in the European Union, External study commissioned by the European Commission*, Brussel, Shearman and Sterling, p. 10 definisce le golden share come « *priority shares issued for the benefit of governmental authorities. Golden shares confer special rights used by national or local governments or government controlled vehicles to maintain control in privatised companies by granting them rights that go beyond those associated with normal shareholding. They enable governments i.a. to block takeovers, limit voting rights and/or veto management decisions* ». Tale espressione per indicare i poteri speciali italiani era in realtà impropria in quanto la titolarità dei poteri speciali in capo al soggetto pubblico prescinde dal possesso formale di una partecipazione azionaria nelle società per azioni ad essi soggette. Cfr. in dottrina M.T. CIRENEL, *Le società di diritto speciale tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e «poteri speciali»*, in *Dir. Comm.Int.*, 1996, p. 771; EAD., *Disciplina comunitaria degli aiuti alle imprese pubbliche e privatizzazioni*, ivi, 1994, p.315; A. SACCO GINEVRI, *La nuova golden share: l'amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali*, in *Giur. Comm.* 2005, II, p.707. Nella giurisprudenza comunitaria con tale espressione si deve intendere « qualsiasi struttura giuridica applicabile alle singole imprese che conserva o contribuisce a mantenere l'influenza dell'autorità pubblica su tali società ». Cfr. Conclusioni dell'Avv. Generale Colomer nella causa C- 326/07 e sentenza 23 ottobre 2007, causa C-112/05, Commissione/Germania.

⁽³⁵⁾ Per l'accurata analisi dei limiti imposti dal legislatore comunitario al proliferare di statuti societari ove permangano normative speciali o singolari si veda M.T. CIRENEL, *Riforma*

disciplina delle offerte pubbliche di acquisto attraverso il *favor* per l'adozione di tecniche difensive della partecipazione pubblica, evidenzia pur se in modo indiretto, che le tecniche di difesa diventano strumenti utilizzabili per il controllo dei flussi di capitale straniero. Questo, ovviamente, è ancor più evidente quando si prevedono nella legislazione poteri direttamente esprimibili dalle autorità pubbliche e si consente, in definitiva, allo Stato di intervenire direttamente sugli investimenti esteri ⁽⁵⁶⁾. Tutti i diritti speciali detenuti dagli Stati dovrebbero essere valutati nel quadro dei principi della libera circolazione dei capitali e delle «pertinenti disposizioni del Trattato»: solo quando tali diritti siano compatibili con i principi di diritto comunitario essi resterebbero legittimamente esclusi dalla regola di neutralizzazione contenuta nell'art. 11 della direttiva ⁽⁵⁷⁾. L'approccio della giurisprudenza comunitaria rispetto alla tematica della liceità della presenza di clausole che riconoscono poteri speciali agli Stati membri nello statuto di alcune società prende le mosse dal riconoscimento nel Trattato Ce del principio di parità di trattamento che «trova la sua definitiva consacrazione nell'ordinamento comunitario nel combinato degli artt. 295 e 86» ⁽⁵⁸⁾. La Corte di Giustizia ha ormai consolidato il proprio orientamento

delle società, legislazione speciale e ordinamento comunitario: brevi riflessioni sulla disciplina italiana delle società per azioni a partecipazione pubblica, in *Liber Amicorum Guy Horsmans*, Bruxelles, 2004, p. 177, e in *Riv. Dir. Comm.Int.*, 2005, p. 1; EAD. *Le società di diritto speciale tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e «poteri speciali»*, ivi, 1996, p. 771; EAD..., *La società per azioni a partecipazione regionale tra legislatore comunitario e «legislatori» nazionali: verso la formazione di un diritto societario regionale?*, in *BtC* 1995, p.17.

⁽⁵⁶⁾ In tal senso A. GUACCERO- E.J.PAN - M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata Usa- Europa*, in *Riv. Soc.*, 2008, p. 1381. Gli A. mettono in luce che tra gli ordinamenti che conoscono uno specifico controllo diretto degli investimenti si segnalano Francia e Regno Unito. Anche se per quest'ultimo ordinamento non consta nessun concreto utilizzo la normativa attribuisce all'autorità governativa il potere di impedire il compimento dell'operazione considerata quando l'operazione risulti contraria agli interessi nazionali. L'esercizio di tale potere per essere definitivo deve però essere confermato da entrambi i rami del Parlamento. In Francia invece ove «l'ampiezza dell'arsenale difensivo rispetto agli ingressi di investimenti esteri è tale però da aver guadagnato per la disciplina in esame l'appellativo di decreto anti-*opa*» oltre all'autorizzazione preventiva per l'effettuazione di investimenti stranieri in settori attinenti alla sicurezza pubblica è prevista un'ampia clausola di salvaguardia generale che consente al governo di stabilire con decreto del Ministro dell'economia la sottoposizione a regime di comunicazione, autorizzazione e controllo dei movimenti di capitale tra Francia ed estero. Cfr. Art. L151-3 *Code monétaire et financier*.

⁽⁵⁷⁾ Art. 11.7 e considerando n. 20, secondo il quale «Tutti i diritti speciali detenuti nelle società dagli Stati membri dovrebbero essere considerati nel quadro della libera circolazione dei capitali e delle pertinenti disposizioni del Trattato. I diritti speciali previsti dal diritto nazionale privato o pubblico detenuti nelle società da Stati membri dovrebbero essere esclusi dalla regola di neutralizzazione qualora siano compatibili con il Trattato».

⁽⁵⁸⁾ Così M.T. CIRENEI, *Impresa pubblica e principio di parità di trattamento tra diritto interno e diritto comunitario*, Atti del Convegno SISDIC, 2007, p. 1 del dattiloscritto. L'A. ha da sempre sottolineato che il principio di parità di trattamento tra imprese pubbliche e private si sia faticosamente ma inesorabilmente affermato come principio fondamentale nella disciplina dei rapporti tra iniziativa economica pubblica ed iniziativa economica privata. Cfr. *Le società di diritto speciale tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della*

in materia di poteri speciali riconosciuti agli Stati membri e appare decisa nella volontà di contrastare e condannare tutte quelle normative che riconoscono allo Stato, anche nelle ipotesi in cui si prescinda formalmente dalla partecipazione pubblica nelle imprese, come avveniva nel nostro abrogato art. 2450 c.c., poteri speciali che consentono deroghe alla normativa di diritto societario comune ⁽⁵⁹⁾ nonché tutti quei comportamenti del socio pubblico che alterino la concorrenza e che non siano sussumibili

concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e «poteri speciali», in *Dir. Comm. Int.*, 1996, p. 771; EAD., *Disciplina comunitaria degli aiuti alle imprese pubbliche privatizzazioni*, ivi, 1994, p. 315; EAD., *Le imprese pubbliche*, Milano, 1983, p. 480. Vd. Art. 295 (ex art. 222) Tr. che recita « Il presente trattato lascia del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati membri ». Tale norma va letta in combinato disposto con l'art. 86 del medesimo Trattato: ne discende che alle imprese pubbliche si applica il diritto societario comune in tutti i suoi aspetti, in particolare per ciò che riguarda il modello organizzativo. Si veda altresì P. FATTORI, *Monopoli pubblici e art. 90 del Trattato Ce nella giurisprudenza comunitaria*, in *Merc. Conc. Reg.*, 1999, p. 129. Dal Trattato emerge un divieto di discriminazioni tanto dirette quanto indirette alla libera circolazione dei capitali e al diritto di stabilimento; eccezionalmente sono ammesse delle deroghe per motivi di ordine pubblico, sicurezza pubblica, sanità pubblica e difesa. Cfr. in proposito il consolidato orientamento della Corte di Giustizia emerso a partire dalla c.d. giurisprudenza Karella, Cause riunite C-19/90 e C-20/90 del 30 maggio 1991, ove espressamente la Corte dichiarava: « Non significa tuttavia che il diritto comunitario impedisca agli Stati membri di derogare a tali disposizioni in ogni caso. Infatti, il legislatore comunitario ha specificamente stabilito sia deroghe circoscritte, sia procedimenti tali da consentire siffatte deroghe allo scopo di salvaguardare taluni interessi vitali degli Stati membri che rischierebbero di essere lesi in situazioni eccezionali ».

⁽⁵⁹⁾ L'abrogazione integrale dell'art. 2450, come sostituito dal decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, è stata prevista nella legge 6 aprile 2007 n. 46 di conversione del d.l. 15 febbraio 2007 n. 10. Come si legge nella relazione al provvedimento « L'articolo 2450 del codice civile risulta attualmente privo di concreta attuazione nel sistema societario: per di più, a fronte di tale sostanziale inutilità, esso appare in palese contrasto con la normativa comunitaria, caratterizzato com'è dall'attribuzione a soggetti pubblici della possibilità di ingerirsi nella gestione e nel controllo di società di cui non sono neppure soci. L'abrogazione che si dispone presenta inoltre un'utilità strumentale, laddove consente di dimostrare alle Autorità comunitarie il concreto sforzo del nostro Stato di dare seguito, ancorché parziale, alle contestazioni di inadempimento degli obblighi derivanti dal Trattato. » L'art. 2450 attribuiva, allo Stato o ad enti pubblici, anche in mancanza di partecipazione azionaria, il potere (e non la facoltà come l'art. 2449) di nomina di membri del consiglio di amministrazione, di membri del consiglio di sorveglianza e di sindaci. L'asimmetria nella formulazione degli artt. 2449 e 2450 non avrebbe dovuto essere sopravvalutata: l'attribuzione *ex lege* del potere, di per sé (e salva diversa conclusione sulla base della disciplina speciale o singolare) non imprime necessariamente alla nomina pubblica un «valore aggiunto», consentendole di incidere in maniera più efficace sull'assetto organizzativo tipico della società. Anche nel caso in cui sia la legge ad attribuire lo speciale potere di nomina, la disciplina applicabile è comunque la disciplina di diritto comune delle società per azioni: resta in ogni caso valida la scelta del legislatore a favore della parità di trattamento tra imprese private e imprese con partecipazione dello Stato o di enti pubblici. V. C. IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.* 2005, p. 1 che sottolinea la non casuale sobrietà della disciplina speciale codicistica che rifletteva un preciso orientamento del legislatore del 1942 volto ad equiparare le società a controllo pubblico, per quanto possibile, a quelle con capitale e controllo privato. Cfr. A. GUACCERO, *Alcuni spunti in tema di governance delle società pubbliche dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 842 che sottolinea che «salvo che si dimostri in concreto l'arricchimento dell'interesse sociale con istanze connesse ad un diverso interesse pubblico, il parametro operativo esclusivo per gli amministratori si conferma l'interesse sociale a matrice lucrativa, atomistico, o nei limiti del nuovo regime dell'attività di direzione e coordinamento, di gruppo».

nei caratteri riconducibili al comportamento medio dell'«investitore privato in economia di mercato»⁽⁴⁰⁾.

La giurisprudenza comunitaria considera infatti tali prerogative riconosciute al socio pubblico in grado di contingentare l'accesso al mercato attraverso la dissuasione al compimento di investimenti diretti⁽⁴¹⁾, e riconosce loro l'effetto di incidere sulle libertà fondamentali garantite dal Trattato.

La Corte ammette la possibilità di deroghe solamente nelle ipotesi in cui la disciplina limitativa sia in concreto giustificata ai sensi dell'art. 58 del Trattato Ce da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza e sia inoltre funzionale e proporzionata rispetto agli obiettivi da raggiungere nonché fondata su criteri oggettivi e non discriminatori previamente stabiliti⁽⁴²⁾.

Come noto, il filone giurisprudenziale comunitario in materia di *golden shares* è stato inaugurato dalle tre famose pronunce del 4 giugno

⁽⁴⁰⁾ L'affermazione di questo criterio discriminante trova origine nel documento del settembre 1984, in Boll. Ce 1984, n.9, p. 92 con il quale la commissione chiariva il proprio orientamento sulla partecipazione dello Stato al capitale delle imprese. V. A. MAZZONI, *Privatizzazioni e diritto antitrust: il caso italiano*, Riv. Soc. 1996, p. 34. Il criterio dell'investitore in economia di mercato costituisce ancora il criterio utilizzato per valutare le relazioni finanziarie tra Stati e loro imprese pubbliche ai sensi della direttiva 80/723/Ce a più riprese modificata per rispondere alle diverse esigenze emerse anche nel settore dei servizi di interesse economico generale. V. da ultimo direttiva 2006/11/Ce della Commissione del 16 novembre 2006 relativa alla trasparenza delle relazioni finanziarie tra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche e alla trasparenza finanziaria all'interno di talune imprese. Come noto la tematica si inserisce nel più ampio settore delle privatizzazioni. L'attenzione delle autorità comunitarie si è resa necessaria in conseguenza della modalità di privatizzazione adottata: per conformarsi ai principi comunitari non è sufficiente che la normativa preveda il trasferimento di una data attività produttiva dal settore pubblico dell'economia a quello privato bensì appare necessaria anche l'eliminazione di tutti quei possibili vincoli pubblici che definivano precedentemente l'impresa, in modo da poterla restituire ad un mercato tendenzialmente concorrenziale. Cfr. M.T. CIRENEI, *Liberalizzazioni, servizi di interesse economico generale, e sussidi incrociati: la direttiva della Commissione 2000/52/Ce e il nuovo ambito della direttiva trasparenza*, in *Dir. Comm.Int.*, 2001, p. 281. Cfr. sul punto le osservazioni di S. NINATTI, *Privatizzazioni: la comunità europea e le golden share nazionali*, in *Quaderni costituzionali*, Bologna, 2000, p.702.

⁽⁴¹⁾ Per investimenti diretti deve aversi riguardo alla definizione contenuta nell'allegato I della direttiva del Consiglio 24 giugno 1988, 88/361/CEE, per l'attuazione dell'articolo 67 del Trattato (Gu L 178, pag. 5), che contiene una nomenclatura dei movimenti di capitale contemplati dall'art. 1 della medesima direttiva.

⁽⁴²⁾ v. sentenze 31 marzo 1993, causa C-19/92, Kraus, Racc. pag. I-1663, e 30 novembre 1995, causa C-55/94, Gebhard, Racc. pag. I-4165. In dottrina per approfondimenti circa la compatibilità delle golden share con il diritto comunitario si veda M.T. CIRENEI, op.ult.cit; C. SAN MAURO, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, 2004; T. BALLARINO-L. BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario*, in Riv. Soc., 2004, p. 2; E. BOSCOLO, *Le golden shares di fronte al giudice comunitario*, in Foro it., 2002, IV, c.480; E. FRENI, *Golden Share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi*, in *Giorn. dir. amm.*, 2002, p.1049; P. MANZINI, *Note sulle «relazioni pericolose» tra Stato e imprese nel quadro del diritto comunitario*, in *Il Dir. dell'UE*, 2002, 487; L. SALERNO, *Golden shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in *Dir Comm.int.*, 2002, p. 671; A. MAZZONI, *Privatizzazioni e diritto antitrust: il caso italiano*, in Riv. soc. 1996, p. 34.

2002⁽⁴³⁾, seguite nel 2003⁽⁴⁴⁾ da altre due riguardanti la disciplina spagnola e britannica delle *golden shares* e recentemente si è arricchito delle pronunce riguardanti la normativa olandese, tedesca e italiana⁽⁴⁵⁾.

⁽⁴³⁾ Cfr. C-503/99, Commissione delle Comunità europee contro Regno del Belgio; C-483/99, Commissione delle Comunità europee contro Repubblica francese; C-367/98, Commissione delle Comunità europee contro Repubblica portoghese. Per la causa C.58/99, Commissione c. Italia, nella quale sono state poste in discussione le modalità di esercizio dei poteri speciali previsti nel d.l. 332 del 1994 *cfr. infra*. Al Portogallo si contesta il mantenimento in vigore del decreto legge n. 380/93, nel quale si richiede l'autorizzazione del Ministro delle Finanze per ogni acquisizione di azioni di società soggette a privatizzazione che superi una determinata quota. Alla Francia viene contestata la normativa relativa alla società Elf-Aquitaine nonché l'attribuzione allo Stato di diversi poteri di intervento nella gestione dell'impresa, mediante il diritto di nomina di membri del consiglio di amministrazione ed il diritto di veto su ogni decisione di cessione o costituzione in pegno dei principali attivi dell'impresa «che possano recare pregiudizio agli interessi nazionali» (decreto n. 93-1296). Del Belgio si disapprova che il Ministro dell'Energia possa opporsi ad ogni trasferimento concernente gli attivi della SNC e di Distrigaz «che possa recare pregiudizio agli interessi nazionali nel settore dell'energia». Il Ministro può proibire qualsiasi cessione, costituzione in pegno o cambiamento di destinazione delle grandi infrastrutture di trasporto interno dei prodotti energetici di proprietà delle suddette imprese. Inoltre, si stabilisce una procedura di opposizione contro ogni delibera degli organi sociali che possa contrastare con le direttive della politica energetica del governo, inclusi gli obiettivi di approvvigionamento di energia. La Corte ha affermato che la libera circolazione dei capitali, in quanto principio fondamentale del Trattato, può essere limitata da una normativa nazionale solo se quest'ultima sia giustificata da motivi previsti all'art. 73 lett. D, n.1, del Trattato o da motivi imperativi di interesse pubblico purché si applichino indistintamente ad ogni persona o impresa che eserciti un'attività sul territorio dello Stato membro ospitante. La normativa nazionale per poter essere giustificata deve essere idonea a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non oltrepassare quanto necessario per il raggiungimento di quest'ultimo, al fine di soddisfare il criterio di proporzionalità, secondo i principi generali.

⁽⁴⁴⁾ C-98/01, Commissione delle Comunità europee contro Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord, in cui la Corte contestava alla Gran Bretagna, che mantenendo in vigore le disposizioni che limitano la possibilità di divenire acquirente di azioni con diritto di voto della società privatizzata British Airports Authority plc, nonché la procedura di autorizzazione riguardante la cessione dei beni di tale società, il controllo sulle sue società controllate e la sua liquidazione, è venuto meno agli obblighi ad esso incombenti in forza dell'art. 56 CE; e cfr. Altresì C-463/00, Commissione delle Comunità europee contro Regno di Spagna in cui oggetto della contestazione è la legge n. 5/1995 che stabilisce le condizioni per la privatizzazione di varie imprese del settore pubblico spagnolo: secondo la Commissione, la possibilità prevista dalla normativa nazionale di subordinare taluni atti a previa autorizzazione amministrativa viola così gli artt. 43 CE e 56 CE

⁽⁴⁵⁾ Cfr. pronuncia sulla base del ricorso proposto dalla Commissione nei confronti della Germania in merito alla violazione degli artt. 43 e 56 del Trattato da parte della c.d. legge Volkswagen. La normativa tedesca dissuade coloro che intendano acquistare un notevole quantitativo di azioni della società, poiché, nell'ambito dei dieci membri assegnati al capitale nel Consiglio di sorveglianza, essi si troverebbero di fronte a quattro rappresentanti dei poteri pubblici, in possesso di un numero marginale di azioni. L'Avvocato generale osserva che, in tali circostanze, chiunque desideri acquistare un numero sufficiente di azioni di detta società per accedere ai suoi organi di gestione si troverebbe di fronte a seri dilemmi qualora raccogliesse oltre un quinto del capitale, poiché, al disopra di detto limite, egli sarebbe privato del diritto di voto. Inoltre, anche se riuscisse a mobilitare tutto il piccolo azionariato, la minoranza di blocco dello Stato federale e del Land renderebbe illusorio qualsiasi tentativo di modifica con oltre quattro quinti del capitale sociale nell'assemblea degli azionisti. La normativa nazionale rafforza, pertanto, la posizione del governo federale e del Land impedendo qualsiasi interferenza nella gestione della società. Tale situazione non si risolverebbe con la vendita delle partecipazioni del Land, poiché la mera sussistenza della normativa

La Corte di Giustizia ha mostrato di non volersi discostare dai principi contenuti nella *Comunicazione della Commissione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari* ⁽⁴⁶⁾ e ha assunto un atteggiamento decisamente critico nei confronti dei poteri speciali, nonostante le conclusioni dell'Avvocato generale Colomer deponessero in senso favorevole agli Stati membri convenuti ⁽⁴⁷⁾.

I poteri speciali in discorso, secondo la Corte, non solo costituiscono ostacoli al libero movimento dei capitali e al diritto di stabilimento ma possono rappresentare un deterrente per investitori di altri Stati membri in quanto hanno l'effetto di limitare tutti quegli investimenti che, potenzialmente, mirino ad un'influenza sicura sulla gestione e sul controllo delle società stesse ⁽⁴⁸⁾.

perpetuerebbe in futuro il potere dell'ente regionale tedesco. In dottrina F. M. MUCCIARELLI, *La sentenza «Volkswagen» e il pericolo di una «convergenza» forzata tra gli ordinamenti societari*, in corso di pubblicazione, che aggiunge che « la sentenza potrebbe avere ripercussioni sistemiche di grande portata e ridefinire interamente il rapporto tra il diritto comunitario e i diritti societari nazionali »

⁽⁴⁶⁾ V. GUCE N. C 220 del 19.7.1997, 15, §9.

⁽⁴⁷⁾ Cfr. Conclusioni del 3 luglio 2001e del 6 febbraio 2003. Dall'interpretazione fornita dall'Avv. Colomer, le cui conclusioni non vincolano in alcun modo la Corte, sembrerebbe, si possa affermare che con i Trattati istitutivi delle Comunità europee si voleva raggiungere un'integrazione soltanto parziale in quanto in capo agli Stati rimaneva la competenza a definire e attuare le linee generali della politica economica, e agli stessi si imponevano soltanto limiti in relazione alle norme sulla libera concorrenza e sugli aiuti di Stato. Gli altri strumenti di intervento, compresa la capacità di incidere nella vita economica attraverso la proprietà delle imprese, rimanevano al di fuori dell'ambito di applicazione dei Trattati per cui potrebbe farsi discendere che l'espressione «regime di proprietà» di cui all'art. 295 del Trattato CE rinvia all'insieme ideale di norme di ogni genere. Parallelamente, dall'interpretazione finalistica si deduce che, agli effetti del Trattato, la distinzione tra imprese pubbliche e private non può ricondursi alla mera composizione della struttura azionaria, bensì dipende dalla possibilità per lo Stato di imporre determinati obiettivi di politica economica, distinti dalla ricerca del massimo profitto che caratterizza l'attività privata. In definitiva, secondo l'Avv. generale, il rispetto, da parte del Trattato, del regime di proprietà esistente negli Stati membri, consacrato dall'art. 295 CE, si deve estendere a ogni provvedimento che, attraverso l'intervento nel settore pubblico, permette allo Stato di contribuire alla configurazione dell'attività economica nazionale. Detto in altri termini: se la sottrazione di attività economiche all'iniziativa privata, mediante l'attribuzione di tali attività a organismi in mano pubblica genera un regime speciale della proprietà, che si contrappone al regime di proprietà ordinario, non c'è ragione per cui un regime di proprietà privata soggetto a poteri speciali non meriti la stessa qualificazione o un trattamento meno favorevole. In conclusione le prerogative speciali attribuite ai pubblici poteri nella discutibile interpretazione fornita dall'Avv. generale, costituirebbero delle norme che riguardano l'intervento pubblico nell'attività di determinate imprese, con la finalità di imporre obiettivi di politica economica la cui esistenza di per sé non è in contrasto con le libertà fondamentali sancite dal Trattato, sebbene potrebbe esserlo la loro concreta applicazione.

⁽⁴⁸⁾ Nel rispetto del principio del trattamento nazionale i cittadini di altri Stati membri dell'UE devono quindi avere il diritto di acquistare partecipazioni di controllo, di esercitare integralmente i diritti di voto ad esse connessi e di gestire imprese nazionali alle stesse condizioni stabilite da un determinato Stato membro per i propri cittadini; Cfr. *Comunicazione della Commissione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari*, cit., punto 4 ss. Come affermato dalla Corte nella sentenza *Überseering*, C. 208/00, punto 77, occorre poi ricordare che, in via di principio, l'acquisizione da parte di una o più persone fisiche residenti in uno Stato membro di quote di una società costituita e

5. *L'incompatibilità dei poteri speciali italiani con il diritto comunitario.*

La disciplina italiana delle *golden shares* contenuta nella sua versione originaria nel d.l. 332 del 1994, convertito nella l. 474 del 1994 ⁽⁴⁹⁾ è stata condannata per la prima volta in sede europea con sentenza del 23 maggio 2000 ⁽⁵⁰⁾. Nell'auspicio di eliminare il contrasto insorto con le Autorità

stabilita in un altro Stato membro rientra, quando tale partecipazione non conferisce a queste persone fisiche un'influenza certa sulle decisioni della società e non consente loro di determinarne le attività, nelle disposizioni del Trattato relative alla libera circolazione dei capitali. Viceversa, quando l'acquisizione riguarda la totalità delle quote di una società che ha la propria sede sociale in un altro Stato membro e una tale partecipazione conferisce una sicura influenza sulle decisioni della società e consente di indirizzarne le attività, trovano applicazione le disposizioni del Trattato relative alla libertà di stabilimento (v., in tal senso, sentenza 13 aprile 2000, causa C-251/98, Baars, Racc. pag. I-2787, punti 21 e 22). Tale effetto distorsivo delle libertà fondamentali è stato riconosciuto alla normativa olandese nelle cause riunite C-282/04 e C-283/04, nelle quali si contesta una *golden share* detenuta dallo Stato olandese, la quale conferisce a quest'ultimo diritti speciali di approvazione di talune decisioni degli organi sociali non limitati ai casi in cui l'intervento di tale Stato è necessario per ragioni imperative di interesse generale riconosciute dalla Corte.

⁽⁴⁹⁾ La legge in oggetto reca « norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni ». In realtà come rilevato da R. COSTI, *Privatizzazioni e diritto delle società per azioni*, in *Giur. Comm.* 1995, p. 77 « lo stesso non si limita ad introdurre norme procedurali per la privatizzazione delle partecipazioni azionarie pubbliche, ma incide profondamente sulla disciplina delle società oggetto di dismissione, introducendo norme diverse da quelle di diritto comune, con riferimento sia all'organizzazione societaria sia al contenuto e alla circolazione della partecipazione sociale ». Fin da subito la dottrina aveva rilevato che la disciplina delle privatizzazioni emergente dalla l. 474/94 conteneva vistose deroghe al diritto comune delle spa. In dottrina ex multis v. G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 1994, p. 393; G. MINERVINI, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche privatizzate*, ivi, 1994, p. 740; B. LIBONATI, *La faticosa «accelerazione» delle privatizzazioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, p. 66; G. OPPO, *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1994, p. 41; id., *La privatizzazione dell'impresa pubblica: profili societari*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1994, p. 771. M. T. CIRENEI, *La società di diritto speciale tra diritto comunitario delle società, diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e poteri speciali*, in *Riv. Dir. Comm. Int.*, 1996, p. 775; A.M. BERNINI, *Intervento statale privatizzazioni. Un panorama comparativo*, Padova, 1996; L. AMMANNATI (a cura di), *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia*, Milano, 1995. G. LOMBARDO, voce *Golden share*, in *Enc. Giuridica Treccani*, 1998, p. 1A norma dell'art. 2, del decreto in esame « tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi, sono individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, quelle nei cui statuti prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, deve essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisca al Ministro del Tesoro la titolarità di uno o più poteri speciali da esercitare d'intesa con il Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato, tenuto conto degli obiettivi nazionali di politica economica e industriale ». I poteri speciali del Ministro del Tesoro la cui introduzione nello statuto delle società in questione avviene a seguito di una deliberazione dell'assemblea straordinaria della società, da assumersi anche in deroga alle norme statutarie, con le maggioranze previste dagli artt. 2368, 2369 e 2369-bis comportavano nella versione originaria: a) il « gradimento » all'assunzione, nella società, di partecipazioni « rilevanti »; b) il « gradimento » alla stipulazione di sindacati di voto e di blocco; c) il « veto » all'adozione di particolari deliberazioni assembleari; d) la nomina alle cariche sociali.

⁽⁵⁰⁾ Nonostante il confronto tra la Commissione europea e l'Italia perdurasse da diverso solo nel febbraio 1999, la Commissione aveva deferito l'Italia alla Corte, sulla base della presunta incompatibilità comunitaria della normativa di "privatizzazione" dell'ENI e

comunitarie, il legislatore italiano è intervenuto a modificare la disciplina originaria con la l. 23 dicembre 1999, n. 488, in cui si prevedeva che i « poteri speciali » possono essere introdotti « esclusivamente per rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee alla tutela di detti interessi, anche per quanto riguarda i limiti temporali; detti poteri sono posti nel rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione, e in coerenza con gli obiettivi in materia di privatizzazioni e tutela del mercato ».

I commi successivi disponevano l'abrogazione delle norme incompatibili con quanto previsto dalla disciplina in esame e, inoltre, che i criteri di esercizio di tali poteri dovessero essere stabiliti con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, fermo restando che « i poteri autorizzatori devono fondarsi su criteri obiettivi, stabili nel tempo e resi previamente pubblici ». In attuazione di queste norme, è stato, pertanto, emanato l'11 febbraio 2000 il Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri che definisce i criteri di esercizio dei « poteri speciali ».

È significativo rilevare che questo adempimento “tardivo” non è bastato alla Commissione e che già l'Avvocato generale Mischo, nelle sue conclusioni del 22 febbraio 2000, poi confermate nella sentenza successiva, aveva definito la nuova normativa non ancora in grado « di garantire una sufficiente certezza del diritto ».

Nonostante i numerosi interventi legislativi successivi, volti ad evitare

della Telecom (cfr., rispettivamente, i DPCM 5 ottobre 1995 e 24 marzo 1997), nonché, più in generale, dell'art. 2 della legge n. 474/94, sopra citata. Si ricorda inoltre che, nel corso del contraddittorio tra la Commissione e l'Italia il governo del nostro Paese aveva comunicato la volontà di presentare un progetto di disciplina organica della materia, che si è poi tradotto nel DPCM 4 maggio 1999, recante le finalità della normativa relativa all'esercizio dei poteri speciali. La Corte ha statuito che « la Repubblica italiana, adottando l'art. 1, n. 5, e l'art. 2 del testo coordinato del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni nella legge 30 luglio 1994, n. 474, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni, nonché i decreti relativi ai « poteri speciali » nel caso delle privatizzazioni dell'ENI SpA e di Telecom Italia SpA, è venuta meno agli obblighi che ad essa incombono in forza degli artt. 52, 59 del Trattato CE (divenuti, in seguito a modifica, artt. 43 CE e 49 CE) e 73 B del Trattato CE (divenuto art. 56 CE) ». Per una accurata ricostruzione si veda F. BONELLI, *Il codice delle privatizzazioni nazionali e locali*, Milano, 2001, p.1; N. IRTI, *Dall'ente pubblico economico allo Stato azionista (profilo storico-giuridico)*, *Problemi giuridici dell privatizzazioni*, Milano, 1994, p. 27; L. SALERNO, *Golden shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in *Riv. Dir. Comm.int.*, 2002, p. 671; v. anche F. GHEZZI- M. VENTUROZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, *Riv. Soc.*, 2008, p. 668. È opportuno ricordare che la politica di privatizzazione, sia sostanziale, attraverso la vendita a soggetti privati, che formale, con trasformazione degli enti pubblici economici in società per azioni ha avuto effetti anche rispetto all'intervento nell'economia da parte degli enti locali ove il legislatore a partire dalla l. 8 giugno 1990, n.142 (poi abrogata e trasfusa nella l. 18 agosto 2000, n.267) ha sempre più privilegiato l'adozione del modello societario. Cfr. C. IBBA, *Le società a partecipazione pubblica locale tra diritto comune diritto speciale*, in *Riv. Dir. Priv.*, 1999, p. 22.

le censure comunitarie ⁽⁵¹⁾, ed in particolare il Dpcm del 10 giugno 2004 nel quale si definiscono i criteri di esercizio di tali poteri speciali, limitando il loro utilizzo ai soli casi di pregiudizio agli interessi vitali dello Stato, nel corso del 2009 si è avuta una nuova, significativa, pronuncia di condanna per la nostra normativa giudicata ancora una volta in contrasto con i principi dell'ordinamento comunitario ⁽⁵²⁾. Secondo la Commissione e la Corte di giustizia la violazione degli artt. 43 e 56 del Trattato da parte del nostro Paese consiste nel fatto che anche il decreto approvato nel 2004 per circoscrivere i criteri di esercizio dei poteri speciali non sarebbe in realtà sufficientemente specifico per consentire agli investitori di conoscere le situazioni in cui tali poteri verranno utilizzati.

In particolare la Commissione aveva sostenuto che «le situazioni concrete che possono essere sussunte nella nozione di «grave ed effettivo pericolo» di cui all'art. 1, c.2, lett. a) d) del decreto del 2004 sono potenzialmente numerose, indeterminate ed indeterminabili ».

Premesso che in mancanza di armonizzazione comunitaria spetta agli Stati membri decidere il livello al quale intendono garantire la tutela di tali

⁽⁵¹⁾ L'art. 4, comma 230, della legge finanziaria n. 350/2003 dispone che con apposito decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta dei Ministri dell'Economia e delle Finanze nonché delle Attività produttive, da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge medesima, vengano individuati i criteri di esercizio dei poteri speciali, limitando il loro utilizzo ai soli casi di pregiudizio agli interessi vitali dello Stato. Il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 10 giugno 2004, recante definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332 prevede che: «1. I poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto legge n. [332/1994] sono esercitati esclusivamente ove ricorrano rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione. 2. I poteri speciali di cui alle lettere a), b) e c) dell'art. 2, comma 1, del decreto legge n. [332/1994], ferme restando le finalità indicate allo stesso comma 1, sono esercitati in relazione al verificarsi delle seguenti circostanze: a) grave ed effettivo pericolo di una carenza di approvvigionamento nazionale minimo di prodotti petroliferi ed energetici, nonché di erogazione dei servizi connessi e conseguenti e, in generale, di materie prime e di beni essenziali alla collettività, nonché di un livello minimo di servizi di telecomunicazione e di trasporto; b) grave ed effettivo pericolo in merito alla continuità di svolgimento degli obblighi verso la collettività nell'ambito dell'esercizio di un servizio pubblico, nonché al perseguimento della missione affidata alla società nel campo delle finalità di interesse pubblico; c) grave ed effettivo pericolo per la sicurezza degli impianti e delle reti nei pubblici servizi essenziali; d) grave ed effettivo pericolo per la difesa nazionale, la sicurezza militare, l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica; e) emergenze sanitarie». La Corte di Giustizia CE, con sentenza del 2 giugno 2005, ha dichiarato illegittima la norma sulla sospensione automatica del diritto di voto nelle società pubbliche privatizzate per le partecipazioni di privati eccedenti il 2% del capitale (decreto-legge 25 maggio 2001, n. 192, convertito nella legge 20 luglio 2001, n. 301); nel contempo la Commissione Europea ha invitato l'Italia a modificare la legge sull'esercizio dei poteri speciali (attualmente previsti in varie società, quali ENI, ENEL, Telecom Italia, Finmeccanica, SNAM Rete GAS; ecc.), ritenendo quei criteri idonei a giustificare il controllo pubblico sull'assetto proprietario e sulla gestione e tali da configurare una restrizione ingiustificata della libera circolazione dei capitali e del diritto di stabilimento.

⁽⁵²⁾ Si tratta della sentenza del 26 marzo 2009, C- 326/07.

legittimi interessi, la mancanza di determinazione delle circostanze specifiche ed oggettive che giustificano il ricorso ai poteri speciali da parte dello Stato conferisce a detti poteri uno spropositato carattere discrezionale ed ha l'effetto di scoraggiare gli investitori, particolarmente quelli che intendono stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese interessate dalla normativa di cui trattasi ⁽⁵³⁾.

Il punto da sottolineare, e che assume particolare rilievo nel quadro generale del presente lavoro, sembra essere correlato alla reale finalità della normativa in esame, che si connette strettamente con la disciplina delle misure antiopa, che dovrebbe essere rappresentato tra l'altro dal timore che investitori stranieri possano entrare nel capitale delle imprese considerate strategiche compromettendone la funzionalità e l'efficienza ⁽⁵⁴⁾.

Sembra corretto quanto statuito in sede europea ovvero che se gli Stati membri restano sostanzialmente liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali, le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza, tali esigenze, in quanto motivi di deroga alle libertà fondamentali, devono essere intese in senso restrittivo, di guisa che la loro portata non possa essere determinata unilateralmente senza il controllo delle istituzioni della Comunità europea. Pertanto, l'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possono essere invocati solamente in caso di minaccia

⁽⁵³⁾ Cfr. sentenza pt. 12. Per la finalità sottesa al provvedimento contestato cfr. le conclusioni dell'Avv. Colomer, pt. 89 ss che espressamente sottolinea «Il presente ricorso riguarda, in particolar modo, l'acquisto, da parte di investitori di paesi extracomunitari, di partecipazioni di una certa importanza nel capitale di società che operano in settori considerati strategici o di servizio pubblico, che desta sovente timori nei governi europei. Tale aspetto emerge nel controricorso del governo italiano, quando avverte che i criteri (indicati nel decreto controverso) si possono concretizzare solo in funzione delle caratteristiche dell'acquirente delle azioni. È stato perfino rilevato che l'idea centrale della normativa in materia di «golden share» ruota intorno alle condizioni alle quali entità non europee possono sfruttare i privilegi derivanti dalla proprietà di imprese nei settori più sensibili, scartando soluzioni come la reciprocità e optando per accordi che introducano negli statuti le golden share, con il consenso della maggioranza degli azionisti. Per contro, i governi conservano un certo margine di manovra per frenare gli investitori stabiliti al di fuori dei confini della Comunità che abbiano intenzioni discutibili, ponendo limiti alle loro operazioni elencate all'art. 4, comma 227, lett. c), della legge finanziaria; infatti, poiché tali poteri sono stati inquadrati nell'ambito dell'art. 43 CE, l'incompatibilità con la libertà di stabilimento del potere di opporsi a tali decisioni fondamentali per la vita dell'impresa non impedisce agli Stati membri di mantenere il veto nei confronti dei grandi azionisti extracomunitari, che non godono della libertà fondamentale del diritto di stabilimento.

⁽⁵⁴⁾ Questo è quanto dichiarato nelle memorie presentate dall'Italia. Cfr. sentenza pt. 49, in cui viene fatta espressa menzione dell'eventualità che un operatore straniero legato ad un'organizzazione terroristica tenti di acquisire rilevanti partecipazioni in società nazionali in un'area strategica. Nella medesima sede viene anche evocata la possibilità che una società straniera che controlli reti internazionali di trasmissione di energia e che, in passato, si sia avvalsa di detta posizione per creare gravi difficoltà di approvvigionamento a paesi limitrofi acquisisca azioni in una società nazionale. Secondo l'Italia, la sussistenza di precedenti di tale natura potrebbe giustificare un'opposizione all'acquisizione, da parte di questi investitori, di partecipazioni notevoli nelle società nazionali considerate.

effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività ⁽⁵⁵⁾.

L'indirizzo della Corte di non escludere che uno Stato nazionale utilizzi « *i suoi diritti speciali per difendere interessi generali che potrebbero contrastare con gli interessi economici delle società interessate*» (cfr. C. 282/04) impone di chiarire entro quali termini la garanzia di un servizio di interesse economico generale può rappresentare una ragione imperativa in grado di giustificare una limitazione alla libera circolazione dei capitali; questo con particolari implicazioni sulla struttura delle società di capitali dove la *golden share* sia ritenuta necessaria per garantire la solvibilità e la continuità del fornitore del servizio universale ⁽⁵⁶⁾.

Sembrirebbe prospettabile allora una soluzione che, in analogia con quella delineata in applicazione della disciplina degli aiuti ad imprese incaricate della gestione di servizi di interesse economico generale, comporti un dovere di informazione preventiva alle autorità comunitarie ⁽⁵⁷⁾.

Fermo restando che in un sistema ispirato al principio di economia di mercato aperta e in libera concorrenza, qualunque elemento che, come la conformazione del modello organizzativo utilizzabile dalle imprese, possa incidere sulle pari opportunità competitive, assume una sua specifica rilevanza ⁽⁵⁸⁾.

6. Segue: *le modifiche alla normativa dei poteri speciali e il permanere dei dubbi sulla compatibilità comunitaria degli istituti.*

La situazione considerata nell'ultimo provvedimento giurisprudenziale

⁽⁵⁵⁾ (v., in particolare, sentenze 9 marzo 2000, causa C-355/98, Commissione/Belgio, Racc. pag. I-1221, punto 28; 14 marzo 2000, causa C-54/99, Église de scientologie, Racc. pag. I-1335, punto 17, e 17 luglio 2008, Commissione/Spagna, cit., punto 47). Per una sintesi delle problematiche sul tema M.T. CIRENEL, *Riforma delle società, legislazione speciale e ordinamento comunitario: brevi riflessioni sulla disciplina italiana delle società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Dir. Comm.Int.*, 2005, p. 41

⁽⁵⁶⁾ Così F. SANTONASTASO, *La saga della « golden share » tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento» in Giur. Comm.* 2007, p. 302 (spec. 341). Cfr. in dottrina le osservazioni di C. IBBA, *Le società a partecipazione pubblica locale fra diritto comune e diritto speciale*, in *Riv. Dir. Priv.*, 1999, p. 39 che sottolinea che un uso distorto degli istituti contraddice le stesse ragioni in nome delle quali quegli istituti (nel nostro caso le società) sono stati scelti; G. OPPER, *Diritto privato e interessi pubblici*, p. 41 e Id. *La legge finta*, p. 484 « l'interesse pubblico può servirsi del diritto privato ma non può chiedere al diritto privato più di quanto esso può dare e deve accettare dal diritto privato ciò che è essenziale

⁽⁵⁷⁾ V. attualmente *Decisione riguardante l'applicazione delle disposizioni dell'art. 86 del trattato CE agli aiuti di Stato sotto forma di compensazione degli obblighi di servizio pubblico concessi a determinate imprese incaricate della gestione di servizi di interesse economico generale; Disciplina comunitaria degli aiuti di Stato concessi sotto forma di compensazione degli obblighi di servizio pubblico, Direttiva che modifica la direttiva 80/723/CEE, consultabili sul sito www.europa.eu.int.*

⁽⁵⁸⁾ Cfr. per il sistema italiano dei poteri speciali AGCM, *Audizione al Parlamento del Presidente Tesaro, Indagine conoscitiva sulle politiche di privatizzazione*, 19 maggio 2004, p. 12. DPCM 10 giugno 04, *Definizione criteri di esercizio dei poteri speciali*, in GU n. 39 del 16.6.04. M. MONTI, *Mercato Unico Europeo, regole e concorrenza*, Atti del Convegno Internazionale, Roma 20/21 novembre 1995.

comunitario di cui si è dato conto è quella ferma al decreto del 2004, ma sembra che anche i successivi interventi del legislatore sul tema possano apparire discutibili nel quadro di quella che dovrebbe essere una risposta nazionale ai principi emersi in sede comunitaria.

Il riferimento è in particolare alla l. 23 dicembre 2005, n. 266 ove ancora una volta, forse con eccessiva disinvoltura, è stata dettata una disciplina derogatoria dal diritto societario comune non in linea con la giurisprudenza della corte in tema di *golden share* «virtuosa». ⁽⁵⁹⁾

In particolare, le perplessità sono dovute alla «contorta formulazione» dei commi da 381 a 384 dell'articolo 1 della legge 23 dicembre 2005, n. 266 (l. finanziaria per il 2006) attraverso la quale è stata riconosciuta alle società in cui lo Stato detenga una partecipazione rilevante la facoltà di emettere azioni e strumenti finanziari partecipativi, che attribuiscono il diritto a chiedere l'emissione di nuove azioni o strumenti partecipativi con diritto di voto, senza opzione per gli altri soci, anche ad un prezzo inferiore al valore reale ⁽⁶⁰⁾. Si consentirebbero dunque operazioni che avrebbero un sostanziale effetto espropriativo, implicando un trasferimento di ricchezza netto dagli investitori ai beneficiari dell'aumento riservato ⁽⁶¹⁾.

È stato così introdotto nell'ordinamento italiano uno strumento che

⁽⁵⁹⁾ Per un'accurata analisi del provvedimento si veda F. SANTONASTASO, *Dalla golden shares alla poison pill: evoluzione o involuzione del sistema?*, in *Giur. Comm. cit.*, p. 383. T. BALLARINO- BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 2; Cfr. E. FLEISCHER, *Judgement of the full Court of 4 June 2002*, in *Common Market Law Review*, 2003, p. 497 che ai fini dell'individuazione della c.d. golden shares virtuosa elenca cinque requisiti indispensabili ovvero l'esistenza di un testo normativo preciso, un sistema di controllo statale successivo, termini di tempo precisi per esporre l'opposizione, obbligo di giustificare l'intervento da parte dello Stato e un controllo giurisdizionale effettivo.

⁽⁶⁰⁾ Cfr. le osservazioni di M.T. CIRENEL, *sub art. 2451*, in *Codice Commentato delle società*, Milano, 2007 p. 1089 che nel sottolineare le perplessità destinate dalla formulazione della norma sottolinea che anche a non voler far rientrare direttamente le società privatizzate di cui alla legge 474/94 nella fattispecie di cui all'art. 2451 i vincoli e i condizionamenti alla alterazione del modello della spa previsti per tali società non possono non influire sulla categoria delle società di interesse nazionale. La possibilità di escludere il diritto di opzione potrebbe giustificarsi solo ove lo esigesse l'interesse sociale, cfr. G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, p. 320 che sottolinea che «la parità di trattamento svolge la sua funzione di regola di disciplina dei rapporti tra soci solo fino a quando il suo operare non viene ad urtare contro le esigenze imprenditoriali della società, che richiedono libertà di azione e libertà da vincoli non funzionali al raggiungimento dell'obiettivo». Con specifico riferimento all'operazione di offerta pubblica d'acquisto l'A. ammette, *op.ult.cit.*, p.380, che se determinate opa sono considerate pregiudizievoli per la società e per l'attività imprenditoriale della stessa «la parità di trattamento cesserebbe di svolgere il proprio ruolo di limite all'ammissibilità di strategie difensive e lascerebbe il campo libero all'adozione di misure difensive che, malgrado i loro effetti discriminatori sugli azionisti possono difendere la società da una scalata pregiudizievole per l'attività imprenditoriale comune».

⁽⁶¹⁾ Cfr. G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. Soc.* 2006, p. 1 che si interroga sulle finalità e gli effetti di una previsione che attribuendo ad alcuni soci un vero e proprio diritto di esproprio, senza però indennizzo alcuno, sul capitale delle società privatizzate contribuisce ad indebolire la fiducia degli investitori.

consente di contrastare operazioni di acquisizione societaria non concordate con i detentori del controllo. In particolare, la *poison pill*, in caso di offerta pubblica di acquisto ostile riguardante società partecipate dalla mano pubblica, permetterebbe di deliberare un aumento di capitale, grazie al quale l'azionista pubblico potrebbe accrescere la propria quota di partecipazione vanificando il tentativo di scalata⁽⁶²⁾, accentuandosi così i profili di incompatibilità con la giurisprudenza della Corte di giustizia⁽⁶³⁾.

Le perplessità sollevate da questa norma si estendono peraltro al fatto che in deroga alla disciplina di diritto comune gli strumenti finanziari in discorso potrebbero disporre del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, in sede ordinaria e straordinaria, in contrasto con uno dei tratti caratterizzanti l'istituto.

È stato peraltro rilevato in dottrina che, forse per un'avvertita coscienza critica nei confronti del testo, l'ultima parte della norma ha specificato che «solo con l'approvazione comunitaria delle disposizioni previste dai commi 385 a 387 e le modificazioni statutarie apportate in esecuzione di quanto disposto dai medesimi commi cessa di avere effetto l'art. 3 del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito dalla legge 30 luglio 1994, n. 474».

Ma l'approvazione comunitaria inserita nella disposizione che si commenta non risulta essere un istituto esistente nell'ordinamento europeo e, a due anni di distanza, l'articolo 7 del d.lgs. n. 229 del 2007 è intervenuto a correggere la previsione non subordinando più la *poison pill* statale ad alcuna approvazione⁽⁶⁴⁾.

(62) La disciplina in commento appare in contrasto non solo con l'interpretazione della Corte di giustizia in tema di libera circolazione dei capitali ma anche in tema di aumento di capitale com previsto dalla II direttiva, v. F. SANTONASTASO, *Dalla golden shares alla poison pill: evoluzione o involuzione del sistema?*, in *Giur. Comm.* cit, p. 404. Vedi anche CABRAS, in *dir.comm.it.*, che in seguito all'analisi del provvedimento sostiene «In tal modo, dalle *golden shares* si è passati a vere e proprie pillole avvelenate (*poison pills*) antiscalata; peraltro, secondo le nuove norme, le azioni che danno diritto alla relativa assemblea speciale di emettere ulteriori azioni o strumenti finanziari partecipativi possono essere emesse «a favore di tutti gli azionisti ovvero, a pagamento, a favore di uno o più azionisti, individuati anche in base all'ammontare della partecipazione detenuta».Avanza dubbi di compatibilità comunitaria della norma anche G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, p. 137; l'A. sottolinea che «il principio di eguaglianza tra i soci può essere accantonato nelle società che operano in settori sensibili per l'economia o gli interessi nazionali, senza tuttavia che questa limitazione si traduca nella impossibilità per i soggetti privati di acquisire, tramite la partecipazione sociale, il controllo della società, con il conseguente potere di orientarne le decisioni in maniera coerente al controllo acquisito».

(63) Cfr. per la disamina dei profili di compatibilità comunitaria della *poison pill* italiana, F. SANTONASTASO, *Le società di diritto speciale*, Torino, 2008, p. 316

(64) Questo, come si evince dalla Relazione al provvedimento, è dovuto al fatto che «si ritiene opportuno intervenire sul comma 384 della l.f. 2006 per eliminare il riferimento all'approvazione comunitaria delle relative disposizioni normative, istituto inesistente nell'ordinamento europeo». In conseguenza della modifica proposta la disciplina della *poison pill*, come ora congegnata, diverrebbe giuridicamente efficace. Si ritiene opportuno mantenere la disposizione, sebbene non sia direttamente attuativa della Direttiva (cfr. lettera p) dei pareri

Il legislatore dovrebbe certamente evitare di incorrere in simili errori che sembrano divenire indice della mancanza di compatibilità della disciplina introdotta proprio con il suddetto ordinamento comunitario.

Un approfondimento specifico, che non può effettuarsi in questa sede, si richiederebbe per la normativa codicistica che riconosce prerogative speciali al socio pubblico. Nel nostro ordinamento in particolare l'art. 2449 c.c., nella formulazione successiva alla riforma del 2003, è stato sottoposto al vaglio della Corte di giustizia in seguito ad una domanda di pronuncia pregiudiziale sollevata dal Tar Lombardia ⁽⁶⁵⁾.

La Corte di Giustizia, con sentenza 6 dicembre 2007, C-463/04 e C-464/04, ha statuito che l'art. 2449 di per sé o in combinato con una disposizione, quale l'art. 4 della l. 474/1994, come modificata dalla legge 24 dicembre 2003, n. 350, che conferisce allo Stato o all'ente pubblico partecipante il diritto di partecipare all'elezione mediante voto di lista degli amministratori non direttamente nominati da esso stesso, è tale da conferire al socio pubblico un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione nel capitale di detta società ed è incompatibile con l'art. 56 del Trattato Ce.

È stato detto che il senso profondo della pronuncia, al di là del dato testuale, sia l'affermazione che una clausola che ostacoli il ricambio del controllo e si contrapponga alla propensione ad investire compromette ingiustificatamente la contendibilità del mercato del controllo societario e vada espunta dall'ordinamento in nome del principio di proporzionalità ⁽⁶⁶⁾.

La relazione al disegno di legge che abrogava l'art. 2450 c.c. ⁽⁶⁷⁾, nel «confessare» che l'abrogazione della norma suddetta avrebbe dovuto costituire una dimostrazione del concreto sforzo del legislatore di dar seguito alle contestazioni comunitarie, conteneva altresì una indicazione circa la « *maggior delicatezza giuridica dell'intervento sul complementare art.*

parlamentari, dato che le disposizioni attengono comunque al tema delle tecniche di difesa preventive».

⁽⁶⁵⁾ Cfr. Tar Lombardia, ordinanza del 13 ottobre 2004, n.175, in Foro it., 2005, II, c.34.

⁽⁶⁶⁾ M. C. CORRADI, *La proporzionalità tra partecipazione e «potere di controllo» nell'art. 2449 c.c.*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. L'A. sottolinea opportunamente che la sentenza in commento costituisce un passo importante, in termini di estensione, del principio di cui all'art. 56 del Trattato Ce nella misura in cui pare ispirarsi al principio one share- one vote. « Le ripercussioni, anche solo mediate, nel diritto societario degli Stati membri potrebbero essere assolutamente circoscritte qualora si leggesse la pronuncia come mero intervento di sapore pratico nell'ambito del processo di privatizzazione. Conseguenze dirompenti invece potrebbero aversi laddove si scorgesse l'apertura verso l'affermazione del citato principio di democrazia azionaria. Sebbene l'argomentazione della Corte desti perplessità in più punti, qualora si propenda per la seconda ipotesi, non si può fare a meno di notare come lo strumento impiegato (una sentenza) per l'affermazione di un così importante principio non sia certo quello più opportuno. Tale circostanza renderebbe dunque auspicabile un chiarimento sul piano normativo, tale da determinare l'esatta portata del principio normativo.

⁽⁶⁷⁾ Cfr. relazione al dis.l. n. 1329, di conversione in legge del d.l. 15 febbraio 2007, n.10.

2449 e le ben più vaste implicazioni pratiche di una sua eliminazione, che coinvolgerebbe gli assetti di società operanti nel vitale settore dei servizi pubblici locali ». Tale considerazione faceva ritenere dunque utile « una più approfondita riflessione sui possibili contenuti di una novella legislativa ». Nonostante questa premessa, il testo modificato dell'art. 2449, così come risultante dalla legge 25 febbraio 2008 n. 34, art.13 e che dovrebbe conformarsi ai principi emersi in sede comunitaria, continua a sollevare dubbi di compatibilità con la normativa europea. ⁽⁶⁸⁾

Si è probabilmente anche in questa occasione persa un'importante possibilità di allinearsi alla normativa comunitaria: consentire al socio pubblico di ostacolare le possibilità di successo o vanificare gli effetti di una offerta pubblica di acquisizione, senza adeguata motivazione, porterà probabilmente di nuovo ad incorrere nelle sanzioni previste per tutte quelle misure che si pongano da ostacolo alla libera circolazione dei capitali e al diritto di stabilimento.

⁽⁶⁸⁾ La disposizione novellata distingue sul piano della disciplina applicabile fra società con partecipazione pubblica che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, cui sono dedicati i primi due commi, e società partecipate che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, cui è dedicato l'ultimo comma, e per le quali è dettata anche una specifica disposizione di diritto transitorio. Per le spa che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio la norma, recependo quanto affermato nella sentenza di condanna dell'originario art.2449 c.c. prevede che lo statuto può conferire allo Stato o ad enti pubblici soci la facoltà di nominare « un numero di amministratori e sindaci, ovvero componenti del consiglio di sorveglianza, proporzionale alla partecipazione al capitale sociale ». Come è stato osservato il precetto «rende proporzionale rispetto alla partecipazione *non il diritto di voto*, com'è nel diritto comune, bensì *il diritto di nomina*, consentendo al socio pubblico minoritario la nomina di amministratori che altrimenti sarebbe stata appannaggio dell'assemblea e, quindi, dei soci di maggioranza. Così espressamente C. IBBA, *Sistema dualistico e società a partecipazione pubblica*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2008, II, p. 571. Sul punto C. CAVAZZA, *Prerogative speciali e società partecipate dai pubblici poteri: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Le nuove leggi civili commentate*, Padova, 2009, p.381; Nello stesso senso I. DEMURO, *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex art. 2449 c.c.*, in *Giur. Comm.*, 2008, II, p. 581