amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo (Classe A)

Pubblicata in internet all'indirizzo www.amministrativamente.com

Rivista di Ateneo dell'Università degli Studi di Roma "Foro Italico"

Direzione scientifica
Gennaro Terracciano, Gabriella Mazzei, Julián Espartero Casado

Direttore Responsabile
Gaetano Caputi

Redazione
Carlo Rizzo

FASCICOLO N. 3/2025

Estratto

Iscritta nel registro della stampa del Tribunale di Roma al n. 16/2009

ISSN 2036-7821

Comitato scientifico

Annamaria Angiuli, Antonio Barone, Vincenzo Caputi Jambrenghi, Francesco Cardarelli, Enrico Carloni, Maria Cristina Cavallaro, Guido Clemente di San Luca, Andry Matilla Correa, Chiara Cudia, Gianfranco D'Alessio, Mariaconcetta D'Arienzo, Ambrogio De Siano, Ruggiero Dipace, Valentina Maria Donini, Luigi Ferrara, Pierpaolo Forte, Gianluca Gardini, Biagio Giliberti, Emanuele Isidori, Bruno Mercurio, Francesco Merloni, Giuseppe Palma, Alberto Palomar Olmeda, Attilio Parisi, Luca Raffaello Perfetti, Fabio Pigozzi, Alessandra Pioggia, Helene Puliat, Francesco Rota, Josè Manuel Ruano de la Fuente, Leonardo J. Sańchez-Mesa Martĭnez, Ramón Terol Gómez, Antonio Felice Uricchio.

Comitato editoriale

Jesús Avezuela Cárcel, Giuseppe Bettoni, Sveva Bocchini, Salvatore Bonfiglio, Vinicio Brigante, Sonia Caldarelli, Giovanni Cocozza, Andrea Marco Colarusso, Sergio Contessa, Beatrice Coppa, Giuseppe Doria, Manuel Delgado Iribarren, Fortunato Gambardella, Flavio Genghi, Jakub Handrlica, Margherita Interlandi, Laura Letizia, Giuseppina Lofaro, Federica Lombardi, Gaetano Natullo, Carmen Pérez González, Giovanni Pesce, Benedetta Piazza, Marcin Princ, Sara Pugliese, Bianca Nicla Romano, Antonio Saporito, Giuliano Taglianetti, Esper Tedeschi, Simona Terracciano, Stefania Terracciano, Salvatore Villani.

Coordinamento del Comitato editoriale

Valerio Sarcone.

ISSN 2036-7821

amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

L'evoluzione della golden share in Italia

di Eugenio Piscino

(Professore, a contratto, in diritto amministrativo presso l'Università degli Studi di Napoli "Federico II)

Sommario

1. Privatizzazioni: struttura ed evoluzione della *golden share*. – 2. La riforma della *golden share*: criticità e contraddizioni. – 3. Evoluzione dei poteri speciali nell'ordinamento italiano. – 4. La *golden share* in Italia: il decreto-legge 332/1994. – 5. Le caratteristiche della *golden share* in Italia. – 6. La Commissione europea. – 7. Un secondo intervento legislativo. – 8. La *golden share* al vaglio della Corte di Giustizia Europea. – 9. Considerazioni conclusive.

Abstract

As is known, the golden share represents a legal institution through which the Government has the possibility of holding a share package in companies subjected to privatization through a series of special powers. Maintaining a golden share therefore allows you to have full right to intervene in company decisions, with the aim of counteracting the entry of certain foreign capital into strategic companies in the country's politics. Here we will analyze the institution in question, reserving the institution of golden power for further in-depth analysis.

* *Il presente lavoro è stato sottoposto al preventivo referaggio secondo i parametri della double blinde peer review*

ISSN 2036-7821

1. Privatizzazioni: struttura ed evoluzione della golden share.

Il termine *golden share* si riferisce a un istituto giuridico di origine britannica mediante il quale il Governo ha la possibilità di detenere un pacchetto azionario delle società pubbliche sottoposte a privatizzazione attraverso il quale esercitare una serie di poteri di carattere speciale. L'istituto della *golden share* ha consentito, agli Stati, di avere pieno diritto di intervento nelle scelte aziendali, quando si è trattato di contrastare l'ingresso di capitali stranieri in aziende strategiche nella politica del Paese[1].

Nel contesto italiano le privatizzazioni non furono tanto il risultato di scelte autonome degli esecutivi che si susseguirono nel tempo, quanto piuttosto scelte imposte a livello comunitario, volte a garantire migliori condizioni di parità tra soggetti economici pubblici e privati.

L'analisi del processo di privatizzazione, e più in generale del processo di ridimensionamento dell'intervento pubblico nell'economia, necessita di un preventivo studio sulle varie forme di privatizzazione. In quest'ottica, è di visione comune far riferimento innanzitutto alla cosiddetta *privatizzazione formale*, quale processo di trasformazione di enti pubblici, aziende di Stato e società a partecipazione pubblica in società per azioni, che risulta essere prodromica alla successiva ed effettiva cessione della proprietà, e quindi del pacchetto azionario delle imprese pubbliche, a soggetti privati, affermandosi così quella fase della privatizzazione definita *sostanziale*.

Il principale risultato di un processo di privatizzazione formale è quello di permettere alle imprese in mano pubblica di operare secondo le regole del diritto privato, trasformandone la forma giuridica senza mutarne la sostanza economica, pur avendo quale principale azionista lo Stato.

Nell'ambito delle leggi di privatizzazione formale, la prima norma su cui bisogna soffermarsi, al fine di meglio inquadrare la fase inziale, è la legge 309/1991 poi sostituita dal d.l. 386/1991[2] la quale si ispirava alle disposizioni della legge 218/1990[3] in materia di trasformazione in società per azioni degli attori che operavano nel

[1] Lo strumento della *golden share* è stato ampiamente utilizzato ad esempio: quando l'impresa privatizzata operava in un settore come quello delle forniture di materiale per la difesa e la sicurezza nazionale; per garantire la dispersione dell'azionariato fra tanti piccoli soggetti; per bloccare sul nascere tentativi di scalate ostili.

[2] Decreto legge convertito dalla L. 29 gennaio 1992, n. 35. L'unica variante è l'introduzione di un altro articolo, il n.2, dedicato all'alienazione di beni patrimoniali dello Stato suscettibili di gestione *economica.*

[3] Il 30 luglio 1990 è stata adottata la legge n. 218 cd legge Amato «Disposizioni *in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico*», che rappresenta il primo importante intervento legislativo per il settore bancario con la trasformazione in società per azioni degli istituti di credito di diritto pubblico. La disciplina delle cessioni va rintracciata all'art. 2 lett. d) dove si precisava che il Governo era delegato ad emanare norme dirette a introdurre una disciplina volta a garantire la permanenza del controllo diretto o indiretto di enti pubblici sulla maggioranza delle azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie delle società risultanti dalla trasformazione degli enti creditizi pubblici in spa.

ISSN 2036-7821

settore bancario e creditizio. Con il d.l. 386/1991[4], il governo dispose la trasformazione degli enti di gestione delle partecipazioni statali e di tutti gli altri enti pubblici economici in società per azioni.

Gli aspetti principali affrontati da queste disposizioni riguardavano l'individuazione delle categorie di enti da sottoporre a trasformazione, tra i quali rientravano gli enti di gestione delle partecipazioni statali, le aziende autonome, nonché enti quali l'Enel, l'Ina, l'Ice e tanti altri, con la conseguente presa in eredità del complesso di rapporti giuridici[5] in essere prima della fase di privatizzazione formale. Il decreto citato, inoltre, delineava il procedimento attraverso il quale, una volta fissati gli ordini generali da parte del CIPE, erano gli organi degli enti stessi ad adottare l'eventuale delibera di trasformazione. Altro tema centrale riguardava la titolarità delle azioni delle società e il relativo diritto di alienazione. Prima dell'introduzione della legge 359/1992 si riteneva che tale titolarità dovesse essere affidata e riconosciuta a due superholding; successivamente il legislatore ha optato per l'affidamento all'amministrazione del Tesoro, il quale avrebbe esercitato i suoi diritti di azionista congiuntamente al Ministero del Bilancio e a quello dell'Industria.

Il processo di privatizzazione formale risultava in realtà essere solo una fase necessaria per la successiva cessione del complesso sistema delle partecipazioni statali. Con la privatizzazione sostanziale si attuò il completo trasferimento della proprietà delle imprese pubbliche a soggetti privati, venendo così a trasformarsi anche il ruolo dello Stato a *semplice* regolatore delle prestazioni offerte dall'operatore privato. Le privatizzazioni producevano un corrispettivo che confluiva nelle casse della società capogruppo, facendo emergere risorse per colmare i deficit di bilancio.

Il processo di privatizzazione, nei vari paesi europei, fu realizzato con modalità e finalità diverse in ragione dei diversi obiettivi e delle diverse contingenze storiche, culturali e sociali che interessarono le singole realtà nazionali. Il fenomeno delle privatizzazioni ha costituito un elemento rilevante per quel che riguarda una completa ricostruzione della disciplina dei cosiddetti "poteri speciali".

Oggi la materia è disciplinata dal dl. 21/2012[6], recante norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Il decreto ha introdotto lo strumento del *golden power* che ha rappresentato il risultato finale di un lungo iter durato quasi vent'anni, che ha visto

[4] Decreto-Legge n. 386 del 5 dicembre 1991 convertito dalla L. 29 gennaio 1992, n. 35.

[5] Il terzo comma dell'art.1 del decreto-legge n. 386/1991 (cit. *supra*) dispone che «le *società per azioni derivate dagli enti o aziende di cui al comma 1 succedono a questi nella totalità dei rapporti giuridici*». *L'avvertenza è impropriamente formulata perché è pacifico che la trasformazione che, per definizione, non dà luogo a dissoluzione e ricostituzione del soggetto giuridico che si trasforma, non comporta, perciò, il fenomeno di successione, ma solo l'ovvia continuazione dei rapporti di un soggetto che, al di là delle modificazioni strutturali, conserva la sua identità.*

[6] Decreto-legge n.21 del 15 marzo 2012, convertito in legge n.56 del 11 maggio 2012.

ISSN 2036-7821

coinvolti sia la CGUE sia il Parlamento italiano, durante il quale si è cercato di porre rimedio ai caratteri di incompatibilità che alcune disposizioni della precedente normativa in materia presentavano, e che lo portavano ad essere in contrasto con il diritto comunitario[7].

2. La riforma della golden share: criticità e contraddizioni.

Il tema dell'attribuzione della *golden share* e dei poteri speciali ai singoli governi in ambito economico è senz'altro un tema che ha assunto un'assoluta centralità a seguito del processo di privatizzazione delle principali imprese pubbliche, processo che ha interessato l'intero panorama europeo a partire dagli anni '80 del secolo scorso. La privatizzazione ha rappresentato la strada più agevole per i policy makers al fine di meglio rispondere all'ondata ideologica del liberismo economico che caratterizzò e indirizzò l'azione politica del legislatore europeo. Va evidenziato come lo strumento della privatizzazione fu individuato non perché rispondeva a specifiche esigenze della Comunità Europea, ma perché era quello che meglio permetteva il raggiungimento di dati obiettivi tra cui quello della libera concorrenza in ambito europeo, il che spiega come la sua scelta fu totale espressione della autonomia da parte dei singoli Stati; basti ricordare che, con riferimento a tale aspetto, ai sensi dell'art. 345 del TFUE[8], la Comunità assumeva una posizione di neutralità rispetto ai regimi proprietari nazionali, sicché la stessa non impediva né operazioni di privatizzazione né altre tipologie di operazioni valide per raggiungere gli stessi obiettivi.

L'esigenza di garantire maggiori livelli di competitività tra imprese appartenenti a Stati diversi, soprattutto attraverso la creazione del Mercato Unico Europeo, nonché

[7] Testo del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332 coordinato con la legge di conversione n. 474 del 30 luglio 1994, recante: "Norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni", Gazzetta Ufficiale. Il nucleo fondante, quindi, di un simile strumento nel nostro ordinamento è stato rappresentato dagli artt. 2 e 3 del dl. 332/1994, poi convertito con legge 474/1994, che hanno espressamente disciplinato la presenza di poteri special, e altri strumenti, in capo al Governo e che ricalcavano, in certi termini, le medesime caratteristiche sia della golden share britannica, e sia soprattutto dell'action spécifique francese.

La Gran Bretagna fu il primo Paese a dar luogo ad un'ampia politica di dismissioni delle imprese pubbliche e a introdurre uno strumento di controllo statale delle imprese privatizzate: la *golden share*.

[8] Infatti, in base all'art. 345 TFUE "*i Trattati lasciano del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati membri". Da ciò si evince che è compito dei singoli Stati occuparsi di disciplinare il regime di proprietà delle imprese, senza subire alcuna influenza circa il decidere se, come e cosa privatizzare.* In merito a tale punto è possibile fare riferimento a: A. C. BARTONCIONI, *L'interpretazione della Corte Europea del combinato disposto degli artt.345 e 63 del TFUE,* che evidenzia che: *"L'art. 345 TFUE esprime il principio di neutralità dei Trattati rispetto al regime di proprietà negli Stati membri, i trattati, infatti, non ostano né alla nazionalizzazione di imprese né alla loro privatizzazione. Privilegiare la proprietà pubblica non sottrae all'applicazione dell'art. 63 TFUE, anche se per giustificare la restrizione alla libera circolazione dei capitali possono esservi motivi imperativi di interesse generale".* Gazzetta amministrativa.

ISSN 2036-7821

di una più forte integrazione delle economie europee, richiedevano la rigorosa applicazione di principi e regole comunitarie, tra le quali il divieto di aiuti di Stato e la parità di trattamento fra gli operatori economici, il che rese comunque necessaria la presenza di uno Stato regolatore il quale più che intervenire direttamente nell'economia, fosse in grado di fissare le regole alle quali le imprese avrebbero dovuto sottostare. Si tratta quindi un intervento regolatore esterno e imparziale delle attività di queste ultime.

Questo radicale cambiamento si caratterizzò con modalità diverse, in virtù delle diverse priorità che i singoli paesi avevano al loro interno. Gli obiettivi rispondevano a talune ragioni molto spesso divergenti tra loro, alcune delle quali di carattere puramente ideologico, come nel caso britannico[9], nel quale la volontà politica era quella di ridurre il peso e l'incidenza della mano pubblica nel sistema economico (visione questa più aderente ai principi neoliberisti di cui il Governo Thatcher era massimo sostenitore). Altrove, invece, come nel contesto italiano, la decisione di giungere a un significativo cambio di passo era legata a motivazioni molto più profonde, connesse alla difficile situazione economica delle finanze pubbliche. Su questo punto vi furono molte posizioni in un certo modo contrarie, da parte di chi riteneva che, sebbene un'ottima gestione delle dismissioni pubbliche avrebbe esonerato lo Stato da oneri importanti, allo stesso tempo non si poteva affermare con certezza che i ricavi di tali privatizzazioni avrebbero potuto coprire l'ingente debito pubblico italiano.

Indipendentemente da tali ragioni, la volontà dei singoli legislatori nazionali era quella di garantire una maggior tutela degli interessi pubblici: anche perché il processo di privatizzazione di per sé non comporta la perdita del controllo tout court delle aziende pubbliche da parte dello Stato ma solo una trasformazione del suo ruolo. La centralità acquisita da questi processi ha portato, da parte dei singoli Stati, a reazioni di vario tipo, riguardanti tanto la necessità e l'esigenza di mantenere un certo controllo e una certa presenza nei settori strategici, quanto l'importanza di prevenire e ridurre le conseguenze di una cattiva gestione della privatizzazione stessa. Tra gli strumenti creati nel governo e nella gestione delle fasi successive della privatizzazione, appare centrale l'istituzione delle Authorities[10] di regolazione e della *golden share*.

Il termine *golden share* fa riferimento a quel particolare istituto giuridico in virtù del quale i singoli governi, a seguito della dismissione della presenza pubblica nel

[9] J. KAY, *Le privatizzazioni nel Regno Unito 1979-1999*; Francesco GIAVAZZI, *Le privatizzazioni in Europa*, Il Mulino, 1996; J. RICHARDSON e G. DUDLEY, *Le privatizzazioni in Gran Bretagna: innovazione di successo e implementazione difficile?* Il Mulino, 1996, 235-269.

[10] T. MIELE, *Le autorità amministrative indipendenti*, Rivista della Corte dei Conti, 2022 e inoltre R. GAROFOLI, *Golden share e* authorities *nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in Rivista diritto pubblico comunitario, 1998.

ISSN 2036-7821

settore economico con conseguente trasformazione dei modelli societari e di governance delle imprese pubbliche, acquisivano e si riservavano, seppur con differenze profonde tra i vari Paesi interessati, dei poteri speciali con l'obiettivo di tutelare interessi pubblici all'interno di società che operavano in determinati contesti e settori ritenuti strategici. L' essenza di tali poteri poteva consistere tanto nel diritto di veto su particolari operazioni condotte da soggetti privati, quali ad esempio acquisizioni o scalate ostili, quanto nella previsione di misure restrittive al diritto di voto. Il delineato sistema prevedeva l'introduzione e l'applicazione di tali poteri negli statuti delle società dismesse e privatizzate (aspetto presente soprattutto nell'esperienza britannica), garantendo allo Stato il mantenimento di una quota azionaria, rappresentata da una sola e talvolta simbolica azione, che conferiva un potere incisivo sulle scelte strategiche delle imprese.

La presenza della *golden share* in capo ai singoli governi si impose nel momento in cui questi compresero i rischi e le conseguenze che un processo di privatizzazione avrebbe potuto comportare, potendo determinare la totale fuoriuscita del soggetto pubblico da determinati settori dell'economia, risultato che nessuno dei vari Stati membri avrebbe voluto raggiungere. Per tale motivo si evidenziò la necessità di prevedere un simile istituto a tutela di interessi vitali e centrali per ogni Stato.

Tali caratteristiche della *golden share* non potevano che impattare sulla "corporate governance" delle società privatizzate, creando una dissociazione tra la proprietà della stessa e la sua gestione. In quest'ottica la *golden share*, secondo le più diffuse teorie del management, rientrerebbe nella più ampia categoria dei *Control Enhancing Mecchanism – CEM's* - ossia strumenti che separano proprietà della società, quindi possesso della partecipazione azionaria, e diritto di voto, facendo venire meno il principio del *one share-one vote*[11], della proporzionalità tra la quota posseduta e i voti esprimibili in assemblea. La peculiarità di un simile meccanismo[12], che non poche polemiche suscitò tra gli studiosi di management, indusse comunque le autorità europee ad assumere una posizione di quasi neutralità, in quanto una regolazione troppo restrittiva nei confronti di un loro utilizzo avrebbe potuto comportare dei risultati opposti a quelli che la stessa Commissione europea puntava a ottenere in quegli anni: il che consentì ai singoli Governi, di difendersi dalle accuse mosse dalla Commissione in merito alla illegittimità e incompatibilità dei poteri speciali, invocando le anzidette posizioni di neutralità . In altri termini, la similitudine di tali strumenti alle azioni a voto plurimo e ad altre rientranti comunque nei *CEM's*, poté' giustificare la legittimità delle scelte effettuate nella direzione indicata.

[11] OCSE *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion* - (OCSE Steering Group on Corporate Governance, 2007), 6 e ss; Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2016.

[12] Va ben compreso che la *golden share* rientra tra tali strumenti solo nel caso in cui questi vengano creati dalla società o attraverso patto parasociale.

ISSN 2036-7821

3. Evoluzione dei poteri speciali nell'ordinamento italiano.

Prima di addentrarci nell'analisi approfondita del dl. 332/1994, che ha rappresentato la fonte principale della *golden share* italiana, è opportuno sottolineare come la peculiarità principale dell'istituto nostrano, ripreso dal modello francese, ossia quella di porre al centro del sistema il diritto pubblico, sia stata seguita anche negli anni precedenti[13] alla privatizzazione, durante i quali il legislatore italiano ha cercato di introdurre degli strumenti simili, che a oggi possono essere visti come dei precursori della *golden share* del 1994, facendo in modo che il destino di quest'ultima presentasse delle radici ben più profonde rispetto al solo processo di privatizzazione. Al riguardo va osservato che, già prima dell'introduzione della novella legislativa, parte della dottrina aveva assunto una posizione ben diversa, mettendo in discussione la necessità di un intervento legislativo col fine di riconoscere allo Stato simili poteri di influenza, in quanto lo stesso art. 2449[14] del codice civile nell'ambito del diritto societario, attribuiva al potere pubblico l'esercizio di una notevole influenza attraverso la nomina di uno o più amministratori e sindaci della società, in virtù di una partecipazione azionaria i cui riferimenti fossero presenti nello statuto[15]

Nel corso degli anni'80 fu presentato in Parlamento un primo disegno di legge, poi non approvato, che prevedeva la possibilità in caso di cessione o liquidazione delle imprese statali, di riconoscere in capo allo Stato una particolare tipologia di azione con la quale continuare a esercitare una forma di controllo che prese il nome di "azione a diritto privilegiato speciale." Sebbene tale esperienza non fu portata a termine, essa rappresentò un primo passo, e quindi un antecedente, verso l'introduzione della *golden share* in Italia. Un ulteriore riferimento, in questo caso a privatizzazione già avviata, è rinvenibile nella deliberazione CIPE del 30 dicembre del 1992[16] concernente le modalità e le procedure di cessione delle partecipazioni dello Stato nelle società per azioni derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici e delle aziende autonome, all'interno della quale, al punto 11, si stabiliva l'introduzione negli statuti di queste società di particolari diritti speciali, attribuiti allo Stato, circa la nomina di uno o più amministratori, con il potere di opporsi a operazioni che avrebbero potuto compromettere sia l'attività svolta dalla società, sia

[13] In merito agli interventi precedenti l'introduzione della *golden share* a seguito del decreto legge n. 332/1994 è possibile rifarsi a quanto analizzato da T. FENUCCI, *I poteri speciali dopo la privatizzazione delle imprese statali: una storia infinita,* in Comparazione e Diritto Civile, pagine 12 e ss.

[14] Art. 2449: "*Se lo Stato o gli enti pubblici hanno partecipazioni in una società per azioni, l'atto costitutivo può ad essi conferire la facoltà di nominare uno o più amministratori o sindaci.*

Gli amministratori e i sindaci nominati a norma del comma precedente possono essere revocati soltanto dagli enti che li hanno nominati. Essi hanno i diritti e gli obblighi dei membri nominati dall'assemblea".

[15] C. GERONIMO CARDIA, *Profili giuridici della privatizzazione,* Il Sole 24 ore, Milano, 1994, cit, 275 e ss.

[16] Deliberazione CIPE 30 dicembre 1992 recante le Direttive concernenti le modalità e le procedure di cessione delle partecipazioni dello Stato nelle società per azioni derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici e delle aziende autonome.

ISSN 2036-7821

l'esercizio dei predetti diritti speciali.
Un ultimo intervento precedente all'introduzione del dl. 332/1994 fu il disegno di legge[17] che riprendeva, in gran parte, quanto disposto dalla deliberazione citata e che disponeva all''art.7 l'introduzione negli statuti di società, controllate direttamente o indirettamente dallo Stato tutta una serie di clausole che permettessero di esercitare i poteri indicati. Da ciò deriva la considerazione che l'introduzione della *golden share* in Italia non è legata esclusivamente al processo di privatizzazione in atto agli inizi degli anni'90, e che il legislatore nazionale aveva già mostrato conoscenza e attenzione già negli anni precedenti.

4. La golden share in Italia: il decreto-legge 332/1994.

Gli interventi legislativi degli anni '80 e l'avvio del processo di privatizzazione accesero una forte dialettica parlamentare riguardante sia l'impianto legislativo su cui doveva fondarsi la privatizzazione, sia l'introduzione di specifiche misure che aumentassero il grado di influenza e controllo sulle imprese via via dismesse. In questa direzione, fu emanato il dl. 332/1994[18], per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni. La disposizione più controversa fu sicuramente quella inserita nell'art. 2, la quale disponeva che, nelle società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato e operanti in settori strategici, da individuare con decreto del Presidente del Consiglio, fossero introdotte obbligatoriamente, nei rispettivi statuti, delle clausole che attribuivano al Ministero del Tesoro, di concerto con altri Ministeri, una serie di poteri speciali, sulla falsa riga di quelli riconosciuti al Governo inglese e che avevano caratterizzato le altre esperienze europee. Fu dunque, attraverso tale decreto che venne introdotta, per la prima volta nell'ordinamento italiano, la figura della *golden share*, uno strumento che appariva tra le più penetranti forme di controllo affermatesi in Europa e che andava a incidere sulla vita societaria anche successivamente alla cessione dell'azienda, evitando sia un'involuzione, sia la totale fuoriuscita dello Stato dal settore economico.
Il comma 3 disponeva, inoltre, che le stesse previsioni si applicassero anche alle società controllate, direttamente o indirettamente, da enti pubblici, anche territoriali ed economici, operanti nel settore dei trasporti e degli altri servizi pubblici e individuate con provvedimento dell'ente pubblico partecipante, al quale andavano

[17] Disegno di legge 20 gennaio del 1993 n.2140, recante "Modifiche statutarie delle società di cui lo Stato o gli enti pubblici territoriali dismettono la maggioranza azionaria".

[18] Decreto-Legge 31 maggio 1994, n. 332 "Norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni", convertito con modificazioni con la legge n. 474/1994. Per giungere alla legge n. 474/1994 furono necessarie quattro reiterazioni del decreto-legge originario prima che si procedesse alla conversione. In particolare, all'emanazione del dl. 27 settembre 1993, n. 389, seguirono quelli in data 29 novembre 1993, n. 486, 31 gennaio 1994, n. 75, 31 marzo 1994, n. 216 e infine 31 maggio 1994, n. 332, che fu convertito nella legge 30 luglio 1994, n. 474.

ISSN 2036-7821

riservati i poteri speciali.
La portata di un simile istituto si poteva evincere, prim'ancora dell'analisi dei singoli poteri riconosciuti e delle realtà coinvolte, da quelle peculiarità che la distinguevano sicuramente dalla *golden share* britannica e in parte dall'*action spécifique* francese.
Innanzitutto, al pari del modello francese, come detto, la soluzione italiana ha posto il diritto pubblico al centro dell'intero processo, cercando di creare un impianto normativo quanto più uniforme possibile. Inoltre, lo statuto diventa un contenitore che dà attuazione alle norme approvate dal legislatore.
Un aspetto che rendeva unica la *golden share* italiana rispetto alle altre tipologie europee, riguardava l'esercizio di tali poteri, che non era collegato necessariamente al possesso di una partecipazione azionaria. Se nell'esperienza inglese la *golden share* poteva assumere la forma di un'azione del valore di una sterlina, nel contesto italiano il legislatore ha ritenuto non centrale tale aspetto, rafforzando la natura pubblicistica dei poteri, nella misura in cui questi erano attribuiti allo Stato in quanto tale e non in quanto azionista.
Questa caratteristica rendeva l'istituto più pervasivo di quanto non lo fosse quello inglese e francese, e il fatto che tale aspetto sia rimasto anche dopo la riforma del 2012 (che ha introdotto il *golden power*), non deve farci cadere in errore: va ben compreso come i due istituti presentino alcune differenze tra loro, se non altro perché l'uno è la normale evoluzione dell'altro. Infatti, la natura dei poteri introdotti col decreto del 1994 era solo formalmente pubblicistica, ma sostanzialmente privatistica, in quanto la clausola che li riconosceva doveva essere comunque inserita nello statuto: da qui si evinceva l'impostazione statutaria presa dal modello inglese, ben diversa dall'istituto del *golden power* che risulta essere formalmente e sostanzialmente pubblicistico.

5. Le caratteristiche della golden share in Italia.

Una prima attenzione va posta sull'ambito di applicazione delle disposizioni contenute nel citato art.2 che, come visto, disponeva l'attribuzione di determinati poteri in capo allo Stato, introdotti all'interno dei singoli statuti, da esercitare nei confronti delle società controllate che operavano in settori ritenuti strategici. Se da un lato l'identificazione dei soggetti attivi appariva ben chiara, lo stesso non si poteva affermare con riferimento all'individuazione dei soggetti passivi, la quale doveva avvenire attraverso l'emanazione di un decreto da parte del Presidente del Consiglio, adottato su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze e sentiti i Ministri competenti per settore. Si trattava in particolare di un Decreto che doveva rivolgere il proprio sguardo verso quelle società statali, anche se non ancora dismesse, e che operavano in settori strategici quali la difesa, i trasporti, le telecomunicazioni, le fonti di energia, e gli altri pubblici servizi. La fase così descritta non appariva tuttavia

ISSN 2036-7821

esente da problematiche, in quanto la stessa individuazione degli interessi strategici risultava subire una forte discrezionalità da parte dell'Esecutivo, potendo questi stabilire quali ne facevano parte e quali no. A tale oggettiva e riconosciuta opinabilità si è cercato di far fronte col D.P.C.M. del 10 giugno del 2004[19] che sostituiva un precedente D.P.C.M del 11 febbraio 2000[20] - che è stato adottato in attuazione della legge finanziaria– con il quale sono stati introdotti i criteri per l'esercizio dei poteri speciali prevedendo, rispetto alla originaria previsione contenuta nel dl. 332/1994, una maggiore delimitazione dell'ambito di applicazione e una riduzione del grado di discrezionalità, disponendo infatti, ai sensi dell'art.1, che i poteri speciali 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. Infine, tali disposizioni si applicano anche alle società controllate, direttamente o indirettamente, da enti pubblici, operanti in determinati settori e individuati, in questo caso, con provvedimento dell'ente pubblico partecipante.

Gli *special rights* riconosciuti in capo al Governo, e introdotti previa deliberazione dell'assemblea straordinaria della società, ampi e indeterminati, finivano per riservare allo Stato una posizione tale da condizionare la vita societaria delle aziende privatizzate.

L'art.2 attribuiva al soggetto pubblico poteri di:

1. opposizione all'acquisizione da parte di investitori non graditi di una partecipazione azionaria superiore al limite previsto dall'art.3[21];
2. veto nei confronti di particolari operazioni e/o decisioni che potevano arrecare un concreto pregiudizio agli interessi vitali dello Stato;
3. nomina di un amministratore senza diritto di voto.

A differenza di tale ultima ipotesi, sulla quale non si sono registrate posizioni contrastanti (anche per il fatto che simili disposizioni erano presenti già nel codice civile) per i primi due punti l'applicazione è stata più problematica.

La genericità delle disposizioni sopra elencate poteva essere facilmente oggetto di interventi giurisprudenziali che mettessero in luce la poca chiarezza sia del quadro

[19]Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 10 giugno 2004, "Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474".

[20]Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 11 febbraio 2000 recante "Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, ai sensi dell'art. 66, comma 4, della legge 23 dicembre 1994, n. 448".

[21] Art. 3 del Decreto-Legge 31 maggio 1994, n. 332, "Altre clausole statutarie", che ha previsto la possibilità, per le società operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e degli altri pubblici servizi, nonché le banche e le imprese assicurative, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici, la possibilità di introdurre nello statuto un limite massimo di possesso azionario non superiore al cinque per cento.

ISSN 2036-7821

nel quale questi poteri potevano essere esercitati, sia con riferimento all'interesse che ne giustificava l'esistenza. In merito a questi due punti il legislatore ha inteso circoscriverli, con interventi normativi successivi (*golden power*), subordinando la loro legittimità all'esistenza di un concreto pregiudizio di interessi vitali dello Stato (quindi nell'ottica della tutela della sicurezza di infrastrutture strategiche ed essenziali per il Paese) e non sulla base di un astratto e non meglio definito fine di politica industriale.

Rilevante è il profilo della tutela giurisdizionale, quale garanzia che derivava dalla natura amministrativa dei poteri speciali italiani e che indubbiamente li contrapponeva a quelli inglesi; il controllo giurisdizionale non poteva che essere più incisivo rispetto a quello esercitato nei confronti della *golden share* britannica, derivando questa da un atto riconducibile all'autonomia privata. Tale fattispecie era ben evidenziata all'interno del più volte citato articolo 2, il quale indicava il termine ricorrente dei sessanta giorni per l'impugnazione del provvedimento di esercizio del potere di opposizione e di veto, individuando quale organo competente il TAR del Lazio. La natura amministrativa di tali poteri rese quindi necessaria una tutela giurisdizionale, sebbene non esclusiva, attraverso la quale poter comunque porre al riparo l'investitore privato da un abuso di potere, mediante una condotta non conforme al principio di proporzionalità, da parte dell'autorità pubblica.

Con la *golden share* il Governo italiano si attribuiva un grado di influenza tale da incidere in maniera rilevante nella gestione di quelle società le cui cessioni avrebbero potuto comportare un concreto pregiudizio dell'interesse pubblico. In merito a questo aspetto la formulazione originaria della disposizione prevedeva che l'esercizio di tali poteri fosse rivolto alla tutela di obiettivi di politica economica e industriale[22], consentendo una serie di operazioni extra societarie che finivano per ostacolare e minare l'affermazione dei principi di libero mercato e rappresentando una importante deroga al diritto societario. Tale aspetto - connesso alla considerazione che la CGUE aveva in merito alla legittimità dello strumento della *golden share*, la quale era considerata lecita solo nella misura in cui rispondeva a esigenze di ordine pubblico o a motivi di interesse generale – indusse il legislatore a intervenire e a rivedere questo impianto, nell'ottica anche di evitare che potesse divenire oggetto di ricorsi da parte della Commissione europea e di pronunce di

[22] P. MACCARONE, *Poteri speciali e settori strategici: brevi note sulle recenti novità normative,* Associazione italiana Costituzionalisti, 2020, 126 e ss: *Per quanto riguarda la situazione italiana, la disciplina della golden share poteva essere inquadrata in un più ampio contesto di misure volte a perseguire, più meno surrettiziamente, obiettivi di politica industriale; tra queste è possibile annoverare la cosiddetta poison pill (art. 1, commi 381-384, della legge 23 dicembre 2005, n. 266), volta a contrastare le scalate ostili di società partecipate in maniera rilevante dallo Stato, nonché la previsione di cui all'art. 7 del decreto-legge 31 marzo 2011, n. 34, convertito con modificazioni dalla legge 26 maggio 2011, n. 75, attraverso la quale Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. è stata autorizzata ad «assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale in termini di strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese».*

ISSN 2036-7821

incompatibilità della Corte di Giustizia UE, apportando, tra la fine degli anni'90 e l'inizio degli anni 2000, una serie di modifiche (art. 66, comma 3, L. 23 dicembre 1999, n. 488, Legge finanziaria per il 2000, e il D.P.C.M. 11 febbraio 2000[23]) facendo sì che la *golden share* non fosse strumentale all'obiettivo di politica generale, ma a evitare un concreto pregiudizio degli interessi vitali dello Stato.

6. La Commissione europea.

La Commissione europea, in forza della comunicazione del 1997[24], richiamò nell'anno successivo[25], all'attenzione del Governo italiano l'incompatibilità delle misure adottate con i principi del Trattato in materia di libera circolazione dei capitali e libertà di stabilimento. Tale richiamo fu poi seguito da un parere[26] motivato della stessa Commissione, con il quale si ribadiva tale posizione critica e si sollecitava il Governo a conformarsi entro due mesi. Al di là delle diffide fin qui accennate e che avrebbero alimentato tutta quella fase di pre-contenzioso propedeutica alla successiva procedura di infrazione, va osservato che le critiche mosse dall'organo comunitario riguardavano l'eccessiva genericità di alcune prerogative attribuite al soggetto pubblico e presenti nell'articolo 2 del citato decreto, le quali finivano per rendere poco chiaro sia come tali poteri speciali potevano e dovevano essere esercitati, sia l'interesse sotteso al loro utilizzo e che ne avrebbe dovuto giustificare la ragion d'essere.

Con riferimento a tale interesse, come avvenuto anche per gli altri modelli europei, questo non poteva che essere ricondotto alla necessità di evitare il realizzarsi di determinate operazioni che avrebbero potuto produrre degli effetti incontrollabili, quali a esempio l'allontanamento dello Stato dal settore economico con conseguente presa di mano, da parte di soggetti privati, di società operanti in settori strategici. Un simile quadro andava poi ad aggravarsi con la previsione, in sede di conversione del decreto, della disposizione per la quale l'utilizzo dei poteri speciali trovava giustificazione nella tutela di generici obiettivi di politica economica e industriale che rendevano ancor più indefinita la relativa materia.

In merito invece all'effettivo esercizio dei poteri speciali, anche in questo caso la normativa tendeva ad ampliare le illustrate criticità in quanto la mancanza di

[23] Che seguiva al D.P.C.M. 4 maggio 1999 (c.d. Direttiva D'Alema).

[24] Tale richiamo fu rivolto soprattutto a far constatare alla Repubblica italiana che l'adozione e applicazione degli art. 1 e art. 2 del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332 avrebbero fatto venire meno la stessa agli obblighi che 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). Il Governo italiano introdusse nel 1995 prima e nel 1997 poi, i poteri speciali nelle società privatizzate ENI SpA e Telecom Italia SpA, prevedendo un limite del 3% dei diritti di voto come partecipazione rilevante ai fini dell'esercizio del potere speciale di gradimento attribuito al Ministro del Tesoro. Eur-lex.

[25] Lettera di costituzione in mora del 3 febbraio 1998.

[26] Parere del 10 agosto 1998.

ISSN 2036-7821

specifici criteri finiva per conferire allo Stato uno strumento fortemente discriminatorio, dal momento che esso poteva essere utilizzato in modo del tutto arbitrario con una prevalenza delle ragioni interne rispetto a quelle comunitarie di libero mercato. L'utilizzo degli stessi in particolare non era soggetto a una durata ben definita: il legislatore, infatti, nel contribuire a rendere ancor più generica la disciplina, dispose la possibilità che alcune prerogative potessero essere adottate a tempo indeterminato. La Commissione con riferimento a queste due criticità fece valere la posizione secondo la quale questi poteri dovevano soddisfare quattro condizioni, ossia applicarsi in modo non discriminatorio; essere giustificati da motivi imperativi di interesse generale e non da generici obiettivi di politica economica; essere idonei a garantire il conseguimento dell'obiettivo prefissato, e comunque in linea con le istanze comunitarie e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di quest'ultimo.

Dalle attenzioni della Commissione in ordine alla disciplina del 1994 si è aperto un lungo dibattito[27] che ha visto coinvolto l'altro protagonista, ossia il Governo italiano che, al fine di rispondere alle argomentazioni dell'organo comunitario, è intervenuto con norme di rango primario e secondario aventi l'obiettivo di operare una generale revisione della suddetta disciplina. La necessità di limare le lacune presenti nella normativa sulla *golden share* vide quale primo intervento l'emanazione del dPCM del 4 maggio 1999[28] all'interno del quale vi erano due articoli le cui disposizioni furono poi riprese successivamente in sede di elaborazione, da parte del Parlamento, della legge finanziaria per il 2000[29].

Entrambi questi interventi avevano l'obiettivo di adeguare la normativa in materia di poteri speciali con la giurisprudenza comunitaria, infatti ai sensi dell'art.66[30] comma 3 della relativa legge si cercò di delineare un quadro maggiormente completo circa i criteri e le finalità alla base del loro esercizio, disponendo, che i poteri speciali di cui all'articolo 2 del decreto-legge 332/1994 potevano essere introdotti esclusivamente

[27] Con riferimento a questa lunga fase di contenzioso è possibile analizzare i seguenti lavori: L. TALARICO, *Azienda pubblica e processi di privatizzazione*, Milano, 2002, pp. 45 e ss; T. FENUCCI, *I poteri speciali dopo la privatizzazione delle imprese statali: una storia infinita,* in Comparazione e Diritto Civile, 2016, pp. 17 e ss; F, MARCONI, *L'intervento pubblico nell'economia e il mutevole ruolo dello Stato: il nuovo golden power tra competizione geopolitica e valutazioni economico-strategiche,* in Federalsimi.it, 2021, pp. 45 e ss; L. SCIPIONE, *L'arma della "golden share" tra giurisprudenza comunitaria ed evoluzione normativa interna,* in Innovazione e Diritto, 2010, pp. 88 e ss; Boscolo, *La golden shares di fronte al giudice comunitario*, in Foro, 2002, pp. 480 e ss; FRENI, *Golden Share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto*, in Giornale diritto amministrativo, 2007, pp 145 e ss.

[28] Direttiva per l'esercizio dei poteri speciali del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica in alcune società per azioni ai sensi dell'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474. (GU Serie Generale n.109 del 12-05-1999).

[29] Legge 23 dicembre 1999 n.488, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2000), in particolare assume centralità quanto disposto nel Titolo IV al Capo II recante disposizioni per accelerare i processi di privatizzazione.

[30] Articolo 66, Modalità di dismissione delle partecipazioni detenute dallo Stato.

ISSN 2036-7821

per 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 per quanto riguarda i limiti temporali. A questi poteri, in ottemperanza a quanto disposto in sede europea, dovevano essere posti nel rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, tra questi erano preminenti innanzitutto il principio di non discriminazione, in coerenza con gli obiettivi in materia di privatizzazioni e di tutela della concorrenza e del mercato.

A rafforzare ulteriormente l'indirizzo adottato dal legislatore italiano, lo stesso Governo emanò un successivo D.P.C.M. del 11 febbraio 2000[31], il quale, seppur con minime modifiche, andava a completare ulteriormente il campo di indagine in merito ai criteri da adottare nell'esercizio dei poteri speciali, riaffermando che il ricorso a tali poteri era possibile solo in presenza di imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza, alla sanità e alla difesa. In quest'ottica se da un lato si riprendeva quanto disposto dal precedente decreto, dall'altro all'art.2 si precisava un'ulteriore ipotesi in cui non era espresso il gradimento, ossia qualora l'operazione mostrasse carattere di poca trasparenza oppure quando contraria agli obiettivi della privatizzazione, nonché nel caso in cui minava la continuità dei servizi pubblici essenziali.

Tuttavia, nonostante i continui interventi a opera del legislatore italiano, la Commissione europea non cambiò la propria posizione di rigidità nei confronti della disciplina interna, la quale appariva ancora eccessivamente vaga, senza che le stesse modifiche apportate alla normativa garantissero adeguato riparo all'investitore da eventuali abusi di potere del soggetto pubblico. Sulla base di tali considerazioni e in conformità coi dettami previsti dal Trattato, la Commissione decise dapprima di avviare una procedura di infrazione, in quanto le disposizioni contenute nel D.P.C.M. del 2000 e nella legge 488/1999 riprendevano *sic et simpliciter* le caratteristiche di genericità presenti nel dl. 332/1994 e successivamente di presentare ricorso dinanzi alla CGUE, la quale, in linea con quanto accaduto con le altre esperienze europee, ebbe una posizione equiparata a quella della Commissione, condannando, con sentenza[32] del 23 maggio 2000, lo Stato italiano e la relativa

[31] D.P.C.M. 11 febbraio 2000**:** Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, ai sensi dell'art. 66, comma 4, della legge 23 dicembre 1994, n. 448. Sul tema F. RIGANTI, *I Golden powers italiani tra vecchie privatizzazioni e e nuova disciplina emergenziale*, in Le nuove leggi civili commentate, 2020, pp. 880 e ss; e inoltre A. SACCO GINEVRI, *La nuova golden share: l'amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali*, in Giur. comm., 2005, pp. 707 e ss.

[32] Con la sentenza del 23 maggio 2000 (causa C-58/99) la Corte di giustizia aveva dichiarato alcune disposizioni della legge 30 luglio 1994 n. 474 in materia di privatizzazioni contrarie alle norme del trattato CE sulla libera circolazione dei capitali e sul diritto di stabilimento (articoli 56 e 43). Per un commento è possibile osservare quanto affermato da E. Freni, *L'incompatibilità con le norme comunitarie della disciplina sulla golden share*. in Giornale

ISSN 2036-7821

legislazione in materia di poteri speciali, in quanto in contrasto con i principi di libera circolazione dei capitali e libertà di stabilimento sanciti dal Trattato. Tale decisione rappresentò il primo di una lunga serie di interventi a opera dell'organo di Strasburgo in relazione ai poteri speciali e che indirizzò, come vedremo, fortemente l'azione del legislatore italiano nel perseguire una direzione più prossima alle posizioni delle autorità comunitarie.

7. Un secondo intervento legislativo.

Con la pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, gli sforzi del legislatore italiano di armonizzare la legislazione interna in materia di poteri speciali con la giurisprudenza comunitaria andarono delusi; il ruolo centrale dell'Italia in tale dibattito e l'attivismo degli organi europei nel sottolineare l'inconciliabilità della normativa con i dettami del diritto comunitario non trovarono conclusione neanche all'indomani del nuovo millennio. La stessa Commissione europea, infatti, mantenne ferma la propria posizione contraria alla disciplina italiana e, in forza dei poteri e delle funzioni attribuiti dal Trattato, presentò (nel febbraio del 2003) una nuova costituzione in mora, diffidando il Governo italiano dal perseguire la linea fino a quel momento tracciata ed esortando lo stesso nella realizzazione di un definitivo cambio di passo, pena l'emissione di una nuova procedura di infrazione fortemente caldeggiata in sede europea.

La risposta del Governo italiano doveva dunque essere forte e completa allo stesso tempo, date le problematiche che una seconda procedura di infrazione, poco distante dalla prima, avrebbe potuto comportare. La linea decisa dal legislatore fu quella di apportare una radicale modifica delle disposizioni controverse contenute nel dl. 332/1994: si trattò di una revisione generale che innovasse e rafforzasse la relativa legislazione in materia di poteri speciali, avvicinandola sempre di più a quanto disposto dalle autorità europee sia con riferimento alla causa C-58/99[33] e alla comunicazione del 1997, sia con riferimento ai dettami presenti ai sensi dell'art. 207 del TFUE[34].

---

diritto amministrativo, 2001, 1145; F. Merusi, *La Corte condanna la «golden share» all'italiana e il ritardo del legislatore*, in Diritto pubblico comparato europeo, 2000, pp. 1236 e ss; M. COLANGELO, *Regole comunitarie e* golden share *italiana*, in Merc. conc. reg., 2009, pp. 596 e ss.

[33] Con la sentenza del 23 maggio 2000 (causa C-58/99) la Corte di giustizia aveva dichiarato alcune disposizioni della legge 30 luglio 1994 n. 474 in materia di privatizzazioni contrarie alle norme del trattato CE sulla libera circolazione dei capitali e sul diritto di stabilimento (articoli 56 e 43). Per un commento è possibile osservare quanto affermato da E. Freni, *L'incompatibilità con le norme comunitarie della disciplina sulla golden share*. in Giornale diritto amministrativo, 2001, 1145; F. Merusi, *La Corte condanna la «golden share» all'italiana e il ritardo del legislatore*, in Diritto pubblico comparato europeo, 2000, pp. 1236 e ss; M. COLANGELO, *Regole comunitarie e* golden share *italiana*, in Merc. conc. reg., 2009, pp. 596 e ss.

[34] *Articolo 207* - (ex articolo 133 del TCE) - 1. La politica commerciale comune è fondata su principi uniformi, in particolare per quanto concerne le modificazioni tariffarie, la conclusione di accordi tariffari e commerciali relativi agli scambi di merci e servizi, e gli aspetti commerciali della proprietà intellettuale, gli investimenti esteri diretti,

ISSN 2036-7821

Tale posizione trovò piena espressione nella legge n. 350 del 24 dicembre 2003, che riprese i suggerimenti mossi dal Comitato di consulenza globale e garanzia per le privatizzazioni, con la quale si optò per un restringimento dei poteri speciali che riguardasse non tanto la dimensione soggettiva della disciplina, in riferimento soprattutto all'ambito di applicazione, ma quella oggettiva prevedendo dei poteri da attribuire all'azionista pubblico ben diversi da quelli precedenti e che potessero meglio rispondere ai criteri di compatibilità dettati dalla CGUE. Le novità furono introdotte dall'art. 4 (commi 227-231) della legge, che rivolse lo sguardo innanzitutto all'ambito di definizione dei contenuti dei nuovi poteri, prevedendo la sostituzione del potere di gradimento con quello di opposizione che appariva meno incisivo, questo infatti poteva essere esercitato all'assunzione di partecipazioni rilevanti nonché all'adozione di patti parasociali.

La minore incisività risiedeva nella predisposizione di termini più rigorosi per l'esercizio di tali prerogative (con un controllo ex post) riducendo l'ingerenza dello Stato all'investitore privato, garantendo nel contempo maggior rispetto dell'autonomia decisionale dell'impresa stessa. Sempre con riferimento ai poteri esercitabili, un'altra novità era rappresentata dal potere di nomina riconosciuto all'azionista pubblico, limitato solo a un amministratore senza diritto di voto. L'adozione di simili provvedimenti doveva essere adeguatamente motivata: trattandosi, quest'ultimo, di un aspetto del tutto nuovo, in merito alla presenza di un reale pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato. Su quest'ultimo aspetto, l'azione del legislatore italiano è stata indirizzata a superare la generica previsione secondo la quale l'esercizio dei poteri speciali doveva tener conto degli obiettivi di politica economica e industriale: si tratta di una finalità presente nella previgente disciplina, a favore di una previsione in cui l'esercizio dei poteri di opposizione e veto trovassero giustificazione in presenza di un concreto pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato.

Nel solco delle norme testè illustrate militano quindi le disposizioni dell'art. 1 del decreto attuativo 10 giugno 2004[35] con il quale sono stati individuati i criteri per l'esercizio dei poteri di opposizione e di veto; il provvedimento, rispetto alla disciplina presente nel precedente D.P.C.M 11 febbraio 2000, ha inteso riaffermare le

---

l'uniformazione delle misure di liberalizzazione, la politica di esportazione e le misure di protezione commerciale, tra cui quelle da adottarsi nei casi di dumping e di sovvenzioni. La politica commerciale comune è condotta nel quadro dei principi e obiettivi dell'azione esterna dell'Unione. 2. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando mediante regolamenti secondo la procedura legislativa ordinaria, adottano le misure che definiscono il quadro di attuazione della politica commerciale comune. 3. Qualora si debbano negoziare e concludere accordi con uno o più paesi terzi o organizzazioni internazionali, si applica l'articolo 218, fatte salve le disposizioni particolari del presente articolo. La Commissione presenta raccomandazioni al Consiglio, che l'autorizza ad avviare i negoziati necessari. Spetta al Consiglio e alla Commissione adoperarsi affinché gli accordi negoziati siano compatibili con le politiche e norme interne dell'Unione.

[35] Vedi infra.

ISSN 2036-7821

finalità dell'esercizio dei siffatti poteri, l'interesse sotteso al loro utilizzo, la previsione di limiti temporali.

In un quadro cosi delineato, di principi espressi dalla giurisprudenza comunitaria da un lato e quella italiana dall'altro, si sono trovati elementi di convergenza che hanno rafforzato legittimità di questi strumenti speciali. La norma[36] ha introdotto un ulteriore istituto che, per aspetti caratteristici e finalità, ben si collegava con quello della *golden share* :il riferimento è in particolare alla *poison pill*[37] , vale a dire uno strumento che permetteva allo Stato, il quale deteneva un partecipazione rilevante all'interno di una società, di frenare e ostacolare eventuali scalate ostili, ossia operazioni di acquisto non gradite, rendendole più onerose, mediante un aumento del capitale, con conseguente crescita della quota in capo all'azionista pubblico. Ben si evinceva dunque la consonanza dello stesso con la *golden share* nel garantire soprattutto una tutela maggiore al potere pubblico e ovviamente inferiore all'investitore privato in un contesto, tuttavia, di libero mercato ed è anche con riferimento a questo nuovo intervento legislativo che si stagliano con maggior chiarezza le successive posizioni della Commissione, in merito alle modifiche apportate dal legislatore.

Nonostante la profonda riformulazione della disciplina in materia di poteri speciali, con interventi che a parere della dottrina interna avevano provocato un marcato cambiamento nella fisionomia degli stessi, la Commissione Europea pose il caso italiano ancora al centro del dibattito. In quest'ottica le nuove norme non superarono, nuovamente, il vaglio delle istituzioni europee, che mantennero la propria posizione critica in merito; infatti le censure dell'organo di Bruxelles interessarono anche le disposizioni presenti nella legge 350/2003 e nel decreto del 2004, che non erano stati in grado di delineare con maggior chiarezza le condizioni di esercizio dei poteri speciali, mantenendo ancora in essere l'eccessivo condizionamento all'interno delle singole società in cui erano presenti.

Le diffide inviate al Governo italiano e il parere motivato presentato il 13 ottobre 2005 avevano lo scopo di far ulteriormente luce sugli elementi controversi ancora presenti e che rappresentavano ancora un ostacolo al rispetto dei principi di libera circolazione e libertà di stabilimento. Le risposte del legislatore italiano non trovarono tuttavia accoglimento nemmeno all'indomani delle evidenze mostrate dalla Commissione, la quale a fronte dell'insoddisfacente soluzione adottata in

[36] Legge 23 dicembre 2005 n. 350, con particolare riferimento ai commi 382 e 384 dell'art. 1.

[37] Le poison pills, pillole avvelenate, sono strumenti utilizzati dalle società per resistere a tentativi di scalata e il loro compito è quello di innescarsi in caso di necessità, cioè di impedire al soggetto interessato a rilevare la società di raggiungere la quota di maggioranza. Normalmente queste pillole sono delle azioni privilegiate che permettono agli shareholders di attivare barriere al momento del tentativo di scalata. Ma esistono anche opzioni riservate agli azionisti esistenti di acquistare un certo quantitativo di azioni ad un prezzo di favore. L'obiettivo è sempre lo stesso, aumentare il numero di azioni in circolazione (aumento di capitale) e rendere così più caro il takeover.

ISSN 2036-7821

risposta alle critiche sollevate, decise di presentare ricorso, per la seconda volta in pochi anni, dinanzi alla CGUE, non ritenendo giustificabili alcune prerogative che garantivano al soggetto pubblico un controllo comunque pressante sugli assetti proprietari delle società, ritenute in contrasto evidentemente con quanto disposto ai sensi degli artt. 49 (ex 43) e 63 (ex 56) del TUE[38].

8. La golden share al vaglio della Corte di Giustizia Europea.

Analogamente a come avvenuto con la sentenza causa C-58/99[39], anche in questo caso si è evidenziata una posizione della Corte ben allineata a quella della Commissione. Con la sentenza del 26 marzo 2009, causa C-326/07[40], la Corte condannò la Repubblica italiana giudicando la normativa in materia di poteri speciali incompatibile con i principi di libera circolazione e libertà di stabilimento, accogliendo, in tal modo, le conclusioni della Commissione, aggiungendo così la relativa pronuncia in quel più ampio e consolidato filone di sentenze di condanna che avevano colpito gli istituti europei nei vent'anni precedenti. La novità risiedeva nell'oggetto del contendere, che a ben vedere non interessava la disciplina dei poteri speciali nel suo complesso, ma bensì i criteri di esercizio dei relativi poteri, soffermandosi dunque non tanto sulla legge 350/2003 ma piuttosto sul decreto 10 giugno 2004, il quale finiva per non specificare in maniera esaustiva i criteri medesimi, ritenuti sproporzionati rispetto agli interessi pubblici perseguiti, mantenendo una certa genericità attorno al loro utilizzo e a tutte quelle situazioni che potevano essere ricondotte nella nozione di grave ed effettivo pericolo che apparivano essere numerose, indeterminate e indeterminabili.

Restavano le incompatibilità già emerse con la prima sentenza di condanna della

[38] CAPO 2 - IL DIRITTO DI STABILIMENTO - *Articolo 49* - (ex articolo 43 del TCE) - Nel quadro delle disposizioni che seguono, le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro vengono vietate. Tale divieto si estende altresì alle restrizioni relative all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di un altro Stato membro. La libertà di stabilimento importa l'accesso alle attività autonome e al loro esercizio, nonché la costituzione e la gestione di imprese e in particolare di società ai sensi dell'articolo 54, secondo comma, alle condizioni definite dalla legislazione del paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini, fatte salve le disposizioni del capo relativo ai capitali.

CAPO 4 - CAPITALI E PAGAMENTI - *Articolo 63* - (ex articolo 56 del TCE) - 1. Nell'ambito delle disposizioni previste dal presente capo sono vietate tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi. 2. Nell'ambito delle disposizioni previste dal presente capo sono vietate tutte le restrizioni sui pagamenti tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi.

[39] Con la sentenza del 23 maggio 2000 (causa C-58/99) la Corte di giustizia aveva dichiarato alcune disposizioni della legge 30 luglio 1994 n. 474 in materia di privatizzazioni contrarie alle norme del trattato CE sulla libera circolazione dei capitali e sul diritto di stabilimento (articoli 56 e 43).

[40] Sentenza della Corte (Terza Sezione) del 26 marzo 2009. Commissione delle Comunità europee contro Repubblica italiana. Inadempimento di uno Stato - Artt. 43 CE e 56 CE - Statuti di imprese privatizzate - Criteri di esercizio di taluni poteri speciali detenuti dallo Stato. Causa C-326/07. Raccolta della Giurisprudenza 2009 I-02291.

ISSN 2036-7821

CGUE del 23 maggio 2000 relative ai poteri previsti dal dl. 332/1994, in quanto non erano soddisfatte le quattro condizioni (prima riportate).

La Corte con la sentenza del 26 marzo 2009 (causa C-326/07), accogliendo il ricorso della Commissione, boccia la *golden share* italiana, giudicando contrarie alla libertà di stabilimento e alla libera circolazione di capitali sia le disposizioni di cui al dl. 332/1994 che quelle contenute nel dPCM del 2004[41][42].

I Giudici della CGUE, hanno stabilito in particolare che: *La Repubblica italiana, avendo adottato le disposizioni di cui all'art. 1, comma 2, del 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, convertito, con modifiche, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, è venuta meno agli obblighi a essa incombenti: in forza degli artt. 49 (ex 43) - libertà di stabilimento – e 63 (ex 56) - libera circolazione dei capitali – del TFUE, nella misura in cui dette disposizioni si applicano ai poteri speciali previsti dall'art. 2, comma 1, lett. a) e b), del predetto decreto legge, come modificato dalla legge 24 dicembre 2003, n. 350, recante disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004), e in forza dell'art. 49 (ex 43), nella misura in cui dette disposizioni si applicano al potere speciale previsto dal citato art. 2, comma 1, lett. c).*

La Corte ritiene che siano da sanzionare i poteri speciali che permettono agli azionisti con almeno il 5% dei diritti di voto (quindi lo Stato italiano) di opporsi all'acquisto di partecipazioni rilevanti da parte di nuovi investitori in ambiti societari (quali ENI, Telecom Italia, Enel e Finmeccanica) o di porre il veto alla stipula di patti o accordi tra azionisti che rappresentino almeno il 5% dei diritti di voto. In questo quadro interpretativo, si sancisce anche la contrarietà alle norme UE anche la possibilità per lo Stato di opporsi all'adozione di delibere relative allo scioglimento delle società, al trasferimento all'estero della sede sociale, al cambiamento dell'oggetto sociale, alla modifica dello statuto in previsione della soppressione o della modifica della golden share, alla nomina di un amministratore senza diritto di voto. Simili statuizioni, aggiunge la Corte, scoraggerebbero *gli investitori che intendono stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese. [...] Secondo la Commissione, il decreto del 2004 costituisce uno strumento che va oltre quanto necessario per tutelare gli interessi*

41 Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 10 giugno 2004, "Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474".

42 M. COLANGELO, *Golden share, diritto comunitario e i mercanti di Venezia*, in Foro it., 2009, IV, 224 e ss. La stessa Corte ha avuto modo di occuparsi di violazioni dello stesso tipo in Corte Giust. 6 dicembre 2007, cause riunite C463/04 e C-464/04, e 23 ottobre 2007, causa C-112/05, Foro it., 2008, IV, 67, e Riv. it. dir. pubbl. comunitario, 2008, 365, con note di BARBIERI e GOISIS, nonché, la prima, anche in Giur. comm., 2008, II, 581, con nota di DEMURO, ibid., 932, con nota di CORRADI, Giornale dir. amm., 2008, 521 (m), con nota di VITALE, Giust. amm., 2007, 1225 (m), con nota di FRACCHIA e OCCHIENA, e Dir. pubbl. comparato ed europeo, 2008, 884 (m), con nota di FERRARI; la seconda anche in Guida al dir., 2007, fasc. 44, 105, con nota di CASTELLANETA, ed esaminata, da ultimo, da RINGE, The Volkswagen Case and the European Court of Justice, (June, 30 2008), in Common Market Law Review, Vol. 45, 2008.

ISSN 2036-7821

pubblici che ne costituiscono l'oggetto.
Significativa appare la distinzione che la Corte opera nella sentenza in riferimento ai poteri di opposizione dello Stato all'acquisizione di partecipazioni e alla conclusione di patti tra azionisti o al potere di porre un veto a talune decisioni della società. La libertà riconosciuta agli Stati membri di decidere, in assenza di armonizzazione comunitaria, il livello al quale intendono garantire la tutela di tali legittimi interessi, nonché il modo in cui questo livello deve essere raggiunto, deve infatti essere esercitata nel rispetto del principio di proporzionalità. Per quel che riguarda l'esercizio del potere di veto, la Corte afferma che nulla è precisato nell'ambito del decreto del 2004: *In mancanza di precisazioni sulle circostanze concrete che consentono di esercitare il potere in parola* - dice la Corte - *gli investitori non sanno quando tale potere di veto possa trovare applicazione e i criteri da esso fissati non sono dunque fondati su condizioni oggettive e controllabili*.
Successivamente alla sentenza della CGUE, si accentuò il dibattito tra la Commissione e lo Stato italiano, il quale, non avendo determinato un effettivo rinnovamento del sistema, fu per l'ennesima volta oggetto di una procedura di infrazione, la quale, se da un lato veniva incontro alle posizioni delle autorità italiane, riconoscendo legittimo il fine di porre al riparo gli interessi vitali dello Stato (con una dinamica comunque similare anche nelle controversie con altri Paesi europei), dall'altro lato non poteva sottacere l'immobilismo del legislatore italiano perdurato per oltre vent'anni, per la presenza di una disciplina che continuava ad apparire contrastante con il principio della libera circolazione, anche perché i relativi obiettivi nazionali ben si potevano sposare con la previsione di misure meno restrittive rispetto a quelle inserite nel dl. 332/1994. Alla luce di questa ulteriore critica, il Governo italiano si mosse nella direzione di definire una normativa che rappresentasse una soluzione di definitivo abbandono delle esperienze passate e che fosse compatibile con quanto prescritto dalla Commissione; tale cambio di passo si esplicitò con l'emanazione del d.l. 15 marzo 2012 n. 21, successivamente convertito con modifiche della Legge 11 maggio 2012 n. 56, che ha disciplinato il *golden power*.

9. Considerazioni conclusive.

L'analisi di una tematica così ampia, con le sue specificità, che avevano mosso molte posizioni critiche in merito alle disposizioni contenute nella disciplina introdotta dal dl. 332/1994, ha altresì messo in risalto la natura controversa dell'istituto, finendo per spingere gli studiosi ad affermare che il legislatore aveva previsto uno strumento che, sin dalla sua nascita, presentava caratteri di illegittimità, il tratto anzidetto era ulteriormente avvalorato dal fatto che vi erano stati nel tempo molti interventi da parte della CGUE (in parte analizzati sopra) che giudicavano l'istituto non conforme ai principi del diritto comunitario.

ISSN 2036-7821

L'assenza di specifici criteri che delineassero l'esercizio dei poteri speciali connessa alla troppa incisività che lo Stato aveva nella gestione delle società attraverso sia il potere di opposizione che di veto e infine la discrezionalità della loro portata con ambiti applicativi poco definiti e fondati su un generico fine di politica industriale, determinarono l'applicazione di varie procedure di infrazione nei confronti del nostro Paese[43], con conseguente dichiarazione di incompatibilità della disciplina italiana con le disposizioni del Trattato in materia di libertà di stabilimento e libera circolazione dei capitali di cui agli artt. 56 e 43[44].

L'attenzione posta dalla Commissione nei confronti della disciplina italiana diede un forte impulso al legislatore nell'attuare una serie di riforme che permisero di giungere a un modello di controllo pubblico più vicino a quello promosso dalle istituzioni europee ai sensi dell'art. 106 del Trattato. Alla fine degli anni '90 la posizione della Corte, dunque, fu ben allineata a quella della Commissione, la quale presentò, analogamente a quanto fatto in altri casi, numerose diffide rivolte al Governo italiano, con una rigidità che si protrasse nel tempo, interessando anche i successivi interventi legislativi volti a rendere conforme la disciplina nazionale a quella comunitaria. Su tale punto basti ricordare la legge 488/1999 e il D.C.P.M. 11 febbraio 2000 i quali - intervenuti successivamente alla prima procedura di infrazione, e con i quali il Governo italiano ha cercato di ottemperare alle indicazioni provenienti dall'Unione Europea in materia di utilizzo di poteri speciali in società privatizzate o comunque in tema di golden share di meglio definire i confini dei poteri speciali - sono stati a loro volta oggetto di una lettera di diffida da parte della Commissione, sfociata nella successiva sentenza da parte della CGUE del 20 maggio 2000, causa C-58/99 Commissione c. Italia: essa rappresenta la prima di una lunga serie di interventi dell'organo nei confronti dell'istituto italiano, che indusse il legislatore a intervenire nuovamente con la legge 350/2003, attraverso la quale si cercò di prevedere un ridimensionamento dei poteri speciali, rendendoli meno gravosi rispetto a quanto previsto nella loro formulazione originaria.

Le modifiche apportate furono nuovamente bocciate, tuttavia, dalla Corte, con sentenza C-326/07[45], la quale rimarcò l'eccessiva discrezionalità e vaghezza dei criteri

[43] Sentenza della Corte di Giustizia C-326/07 del 26 marzo 2009, Commissione c. Repubblica Italiana, dove la Corte ha sostenuto che gli investimenti diretti stranieri che si sostanziano nell'assunzione di una partecipazione in una società stabilita in uno Stato membro "tale da consentire all'investitore straniero una sicura influenza sulle decisioni di tale società e da consentirgli di indirizzarne le attività" ricadono "nell'ambito di applicazione ratione materiae delle disposizioni del Trattato relative alla libertà di stabilimento". Sono, viceversa da valutare alla luce delle disposizioni del Trattato relative alla libera circolazione dei capitali le misure che attengono a investimenti aventi lo scopo di stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra il finanziatore e l'impresa cui tali fondi sono destinati per l'esercizio di un'attività economica.

[44] Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea - TFUE, in tema di circolazione dei capitali (art. 63) e di libertà di stabilimento (art. 49).

[45] Sentenza della Corte (Terza Sezione) del 26 marzo 2009. Commissione delle Comunità europee contro Repubblica italiana. Inadempimento di uno Stato - Artt. 43 CE e 56 CE - Statuti di imprese privatizzate - Criteri di

ISSN 2036-7821

sopra citati, non mettendo adeguatamente a riparo l'investitore da eventuali abusi di potere del soggetto pubblico. Di fronte a simili fallimenti, il Governo Monti introdusse, con decreto legge del 15 marzo 2012, una nuova disciplina di poteri speciali, passando da un sistema di *golden share* a uno di *golden power*, che fosse in grado di recepire le numerose indicazioni della Commissione europea, anche con riferimento alla dichiarazione del 1996, e che ponesse la nuova disciplina al riparo dagli interventi dei giudici europei.

esercizio di taluni poteri speciali detenuti dallo Stato. Causa C-326/07. Raccolta della Giurisprudenza 2009 I-02291.

ISSN 2036-7821