

## Affinità e interferenze tra poteri speciali e diritto societario

Pier Giorgio Visconti

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Problemi interpretativi: *golden power* e nozione di partecipazione societaria. – 2.1. Estensione della nozione di partecipazione. – 2.2. Nozione di partecipazione e strumenti finanziari partecipativi. – 2.3. Azioni a voto plurimo e strumenti finanziari convertibili: una loro possibile valorizzazione nel concetto di partecipazione. – 2.4. Diritto di voto ed effettiva partecipazione sociale. – 3. Profili di criticità nel rapporto tra diritto societario ed esercizio dei poteri speciali: la rilevanza temporale del momento della notifica di acquisto del controllo. – 3.1. La contendibilità e il mercato del controllo: l'approccio del legislatore alle altre misure di limitazione degli investimenti esteri. – 3.2. La dottrina americana e la posizione delle Corti statali. – 3.3. La Direttiva Opa e la parziale armonizzazione europea. – 3.4. L'evoluzione dell'approccio italiano alla contendibilità e al mercato del controllo. – 4. Opa, misure difensive e *golden power*: lo spazio per la contendibilità. – 5. Diritto di recesso *ex art.* 2473 c.c. e il mancato disinvestimento azionario.

### 1. *Introduzione*

Prima di focalizzare l'analisi sul tema oggetto del presente lavoro si rende necessario chiarire, preliminarmente, che per investimenti esteri diretti si intendono quegli investimenti internazionali volti all'acquisizione di partecipazioni durevoli, di controllo o minoritarie, in un'impresa estera e che comportino un certo grado di coinvolgimento dell'investitore nella gestione e direzione dell'impresa partecipata. È stato osservato che tali investimenti sono influenzati non solo da fattori macroeconomici, ma anche dall'approccio normativo adottato dal Paese di destinazione e, conseguentemente, anche dalla disciplina sul controllo degli investimenti esteri diretti<sup>1</sup>. Storicamente gli Stati intervengono nel mercato al

---

<sup>1</sup> A. Guaccero, *Compliance e tutela degli investimenti esteri diretti*, in G. Napolitano, *Foreign Direct Investment screening, il controllo degli investimenti esteri diretti*, 2019, 149-150.

fine di mantenere il controllo su settori ritenuti strategici e, quanto meno a partire dalla seconda metà del secolo scorso, in Italia, tale forma di controllo si è realizzata mediamente partecipazioni dirette<sup>2</sup>. Gli strumenti di controllo degli investimenti esteri diretti hanno trovato origine, successivamente, con le privatizzazioni e con le preoccupazioni del legislatore che, in assenza di controllo pubblico, settori ritenuti strategici potessero essere distratti dalla loro funzione o potessero finire in mani sgradite. La peculiarità di tali poteri, dunque, consisteva nel fatto che lo Stato italiano, per mezzo del Ministero dell'Economia e delle Finanze, mantenesse una posizione privilegiata nella vita societaria degli ex enti pubblici alla stregua di un azionista di maggioranza, pur essendo privo di una partecipazione azionaria corrispondente. Quello che si potrebbe pensare dal dettato normativo è che lo Stato, grazie a tali poteri, volesse rendere la sua posizione all'interno di tali società quasi del tutto indifferente al processo di privatizzazione, o più semplicemente che la sua ridotta partecipazione diretta nell'economia dovesse essere compensata da alcuni contrappesi che consentissero di evitare la completa perdita di controllo su società ritenute strategiche<sup>3</sup>.

Come è stato osservato da illustre Dottrina, allo Stato conveniva conservare alcuni poteri in punto di organizzazione e gestione della società privatizzata, così da impedire scalate non desiderate di soggetti stranieri o cambiamenti di controllo societario non voluti<sup>4</sup>. Con la *golden share*, si è cercato di porre rimedio a dette preoccupazioni, andando tuttavia oltre quanto necessario, peccando per eccessiva discrezionalità e scarsa trasparenza. Come noto infatti, la Corte di Giustizia ha sanzionato la maggior parte dei Paesi europei per contrasto della disciplina sulla *golden share* con la normativa europea, Italia compresa. È opportuno osservare poi che, nel corso degli anni, l'atteggiamento dell'Unione europea e delle sue istituzioni nei confronti del *golden power* e degli strumenti di *screening* è notevolmente mutato. Da una posizione di iniziale conflitto con gli Stati membri, infatti, si è assistito ad un progressivo allineamento culminato nel Regolamento 2019/452/UE e nella Comunicazione del 2022 che ha sollecitato l'istituzione di nuovi strumenti di *screening* per i Paesi che ne erano sprovvisti. Il *golden power* rappresenta lo strumento ideato dal Legislatore italiano nel 2012, con il noto D.L. numero 21, al fine di superare le criticità poste dalla *golden share*. Si è passati così da un istituto di natura privatistica ad uno di natura propriamente pubblicistica. Continui e repentini sono stati i cambiamenti della normativa, quanto meno in Italia,

<sup>2</sup> S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, 2019, 7.

<sup>3</sup> M. D'Alberti, *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, in *Foreign Direct Investment Screening*, G. Napolitano (a cura di), Bologna, 2019, 83-89.

<sup>4</sup> B. Libonati, *La faticosa "accelerazione" delle privatizzazioni*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1995, 20 ss..

al punto che si è parlato a proposito della disciplina del *golden power*, di una tela di Penelope, ossia di un'opera oggetto di frequenti ripensamenti e perennemente incompiuta<sup>5</sup>. Merita segnalare che il *golden power* è mutato sotto vari profili e che sono drasticamente e progressivamente aumentate le notifiche di investimento, anche se i casi di veto sono ancora relativamente pochi.

Con tale approfondimento si intende focalizzare l'attenzione sulle questioni di carattere più propriamente interpretativo poste dalla disciplina italiana del *golden power*, anche e soprattutto alla luce dei principi e delle regole dell'ordinamento societario nel quale detta disciplina è destinata ad operare. La disciplina nazionale dei poteri speciali, pur nella sua rinnovata veste, avendo nel tempo assunto una connotazione propriamente pubblicistica, continua ad incidere sull'organizzazione e sulle vicende di imprese organizzate in forma societaria e, quindi, impone all'interprete uno sforzo di armonizzazione con le regole e con i principi del diritto societario<sup>6</sup>.

Nella prospettiva accennata, conviene prendere le mosse dalla nozione di partecipazione, più volte richiamata dalla normativa in tema di *Golden Power*, per poi individuare quali conseguenze detta normativa produca sul funzionamento degli organi sociali, e di quello assembleare in particolare, nel caso specifico in cui le azioni sono oggetto di acquisizione. Saranno poi oggetto di riflessione i rapporti tra *golden power* e contendibilità, con particolare attenzione all'approccio dei legislatori al tema, che certamente presenta alcune interferenze e affinità con la disciplina dei poteri speciali, rivelandosi diffusa in dottrina l'inclinazione ad assimilare il *golden power* ai c.d. "strumenti antisalata"<sup>7</sup>. I poteri speciali, infatti, impattano sul tema della contendibilità sia in senso diretto perché possono tradursi in misure idonee ad ostacolare il buon esito di un'opa o a modificarne le condizioni, sia in quanto rappresentano degli strumenti che possono scoraggiare il lancio stesso di un'offerta su una società ritenuta strategica, rendendola meno appetibile rispetto ad altra che, invece, esula dal perimetro governativo. Se a ciò si aggiunge l'incertezza circa l'ambito applicativo di una disciplina in continua evoluzione e circa le possibili misure del governo, è facile comprendere come il *golden power* possa rappresentare un notevole deterrente ad un'eventuale scalata e dunque finisca per incidere sul tema del trasferimento del controllo, che rappresenta tutt'oggi uno dei principi di vertice del diritto societario negli ordinamen-

<sup>5</sup> F. Prenestini, *Golden power: una tela di Penelope?*, in *Riv. Soc.*, 2022, 667 ss.

<sup>6</sup> Nel senso accennato nel testo è stato autorevolmente osservato che "se è pur vero che l'evoluzione normativa sembra portare verso le regole del diritto amministrativo la disciplina sugli investimenti esteri diretti, è sempre sulle società e sui diritti dei soci e di chi entra in contatto con la società, che si riflettono le conseguenze economiche delle scelte governative": M. Rescigno, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giur. Comm.*, 2020, Fasc. 5, 847 ss.

<sup>7</sup> In tal senso si veda A. Sacco Ginevri, *Le società strategiche*, in V. Donativi, *Golden Powers, Profili di diritto societario*, 2019, Torino, 843 ss.

ti europei e per il cui tramite si intendono garantire una molteplicità di interessi meritevoli di tutela. Per esigenze di sintesi, questi ultimi si possono riassumere in uno di carattere per così dire macroeconomico, inerente all'efficiente allocazione delle risorse e nella possibilità di ridurre i costi d'agenzia, e più nello specifico uno di carattere microeconomico, concernente il diritto dei soci quali investitori di cogliere le opportunità del mercato e di liquidare l'investimento nelle forme e nei tempi ritenuti più convenienti. Tale ultima prerogativa riflette la duplicità di dimensione giuridica in cui si presta ad essere inquadrato l'investimento azionario, ossia come partecipazione ad un'attività generatrice di valore e come bene idoneo ad essere negoziato e monetizzato sul mercato.

Nello scenario descritto risultano evidenti le possibili incongruenze che possono generarsi tutte le volte che l'esercizio dei poteri speciali si traduca in una, seppur remota, limitazione al trasferimento della partecipazione. In tal modo il socio, non solo non potrà disinvestire ma allo stesso tempo si troverà costretto a compartecipare ad un'impresa in cui non ha più interesse e che potrebbe perdere appetibilità sul mercato a seguito dell'opposizione governativa. Quello che emerge è una discrasia normativa, per cui per un verso si auspica una marcata apertura al mercato, a cui diversi istituti giuridici sono funzionali, dall'altro quest'ultima appare consapevolmente coartata, contraddicendo così lo spirito stesso di una filosofia di mercato<sup>8</sup>. Tale situazione di apparente contraddittorietà è dovuta alla coesistenza di interessi eterogeni di cui l'ordinamento deve farsi carico nella ricerca di un adeguato punto di equilibrio, quello pubblico e quello privato.

È stato osservato<sup>9</sup>, tuttavia, come nell'animo dei legislatori tendono a vivere sentimenti contrastanti e che anche i giuristi hanno visto, sul tema del trasferimento del controllo, al contempo dei rischi e delle opportunità e, forse, tale dinamica è ulteriormente sintomatica di tale ambiguità. In ogni caso una possibile sintesi tra tali interessi può essere prevista nel riconoscimento di una forma di compensazione/indennizzo nei confronti del socio che vede limitata la possibilità di disinvestire. Si vuole così lasciare l'interrogativo di fondo, che ora ci si limita ad accennare, se consentendo alle società strategiche di difendersi adeguatamente, eventualmente derogando alla regola della *passivity rule*, la necessità di utilizzare il *golden power* possa in qualche modo essere circoscritta. Naturalmente non si può non tenere conto che le ragioni della contendibilità societaria risulterebbero in tal modo recessive e che la difesa spesso può essere mossa da istinti autoconservativi e dunque non necessariamente sarebbe tutelato l'interesse collettivo.

<sup>8</sup> B. Libonati, *Prefazione*, in G. Ferri jr., M. Stella Richter jr. (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, 2010.

<sup>9</sup> M. Stella Richter, *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in G. Ferri jr., M. Stella Richter jr. (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, 2010, 207..

## 2. *Problemi interpretativi: golden power e nozione di partecipazione societaria*

Tornando ad analizzare la disciplina italiana si ritiene necessario soffermarsi preliminarmente, prima di affrontare altre tematiche, su alcune questioni di carattere interpretativo che hanno interrogato la dottrina giuscommercialistica. Nella normativa sui poteri speciali manca una disciplina di dettaglio che consenta di chiarire la procedura di comunicazione o autorizzazione delle operazioni rilevanti, come quella prevista, ad esempio, dall'articolo 120 T.U.F. o dagli articoli 19-23 T.U.B., e, soprattutto, manca una definizione di partecipazione che consenta all'interprete di individuare con certezza tutte le fattispecie in presenza delle quali si ponga la necessità di ottemperare agli obblighi di comunicazione e denuncia posti dal D.L. n. 21/2012.

Non è chiaro se la lacuna sia dovuta alla difficoltà di approntare una normativa di dettaglio, in una materia in continua evoluzione, o se sia dovuta ad una scelta consapevole del Legislatore, in modo tale da garantire al Governo maggior flessibilità di azione, analogamente al sistema americano dove, a tal proposito, si parla di c.d. *inherent ambiguity* delle competenze del CFIUS<sup>10</sup>.

Il primo nodo da sciogliere, dunque, è quello di definire la nozione di partecipazione da assumersi a riferimento ai fini dell'esercizio dei poteri speciali.

In tale prospettiva, si rende necessario prendere le mosse dall'art. 1, comma quinto, del D.L. n. 21/2012, come modificato dal c.d. «decreto liquidità<sup>11</sup>», il quale chiarisce che chiunque acquisisca una partecipazione in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema della difesa e sicurezza nazionale, è tenuto a notificare alla Presidenza del Consiglio, entro dieci giorni, gli acquisti di azioni o quote che determinino il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20% e 50%. Come noto, ai fini dell'opposizione all'acquisto, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. c, del medesimo decreto-legge, rilevano gli acquisti effettuati dall'investitore, che venga a detenere, direttamente o indirettamente, anche attraverso acquisizioni successive, per interposta persona o tramite soggetti altrimenti collegati, un livello di partecipazione al capitale con diritto di voto tale da compromettere gli interessi essenziali della difesa e sicurezza nazionale. A tal fine si considera altresì ricompresa la partecipazione detenuta da terzi con i quali l'acquirente ha stipulato uno dei patti di cui all'articolo 122 del T.U.F., ovvero di cui all'articolo 2341-*bis* del codice civile.

Dunque, la condizione generale è che ricorra un'ipotesi ascrivibile alla nozione di trasferimento di partecipazione, senza tuttavia che la norma specifi-

<sup>10</sup> Latham&Watkins, *Overview of the CFIUS process*, No. 3.

<sup>11</sup> Decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23, Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga dei termini amministrativi e processuali (20G00043) (GU Serie Generale n. 94 del 8/4/2020).

chi cosa debba intendersi per *partecipazione*, diversamente da ciò che avviene in altre discipline settoriali contermini, ove è dato rinvenire disposizioni normative che, nel dettare regole analoghe a quelle in questa sede esaminate, definiscono in modo espresso la nozione di partecipazione<sup>12</sup>.

### 2.1. *Estensione della nozione di partecipazione*

Nel silenzio del Legislatore, l'attenzione degli interpreti si è, in particolare, soffermata sulla possibile estensione della nozione di partecipazione. Non è, infatti, chiaro se, accedendo ad una lettura *formale*, si debba tener conto delle sole partecipazioni al capitale in senso stretto o se, invece, appaia preferibile accedere ad una *lettura* maggiormente attenta agli interessi in gioco, in forza della quale estendere il concetto di *partecipazione* oltre quello di azione e quota. Va detto, infatti, che sebbene la norma parrebbe regolare l'obbligo di notifica solo con riferimento ad operazioni di acquisto di partecipazioni o quote propriamente intese, la lettura complessiva del dettato legislativo – e in specie delle disposizioni che prevedono l'esercizio del potere di opposizione in situazioni in cui l'acquirente venga a detenere una partecipazione «in grado di compromettere gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza» e che impongono, comunque al Governo di conto della «potenziale influenza dell'acquirente sulla società» – sembrerebbe giustificare l'affermazione di un ambito di operatività della norma più ampio, il quale oltrepassi il concetto di mera partecipazione al capitale sociale e riconosca rilevanza anche a tutti quegli strumenti e quelle posizioni giuridiche che attribuiscono ai loro titolari diritti e poteri in grado di influenzare la *governance societaria*.

Nella prospettiva in esame, del resto, pur volendosi limitare alla sola ipotesi di operazioni su partecipazioni al capitale, ci si può interrogare se le stesse debbano individuarsi nelle sole quote o azioni che riconoscano al loro titolare il diritto di voto in assemblea, o se invece sia corretto op-

<sup>12</sup> A titolo esemplificativo si può citare l'articolo 120 del TUF, in cui si precisa che «Ai fini della presente sezione, per capitale di società per azioni si intende quello rappresentato da azioni con diritto di voto e che nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto»; o ancora l'articolo 2, lett. f), d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175, Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica, ove è stabilito che per partecipazione si intende «la titolarità di rapporti comportanti la qualità di socio in società o la titolarità di strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi».

tare per un'accezione più ampia, idonea a ricomprendere all'interno del concetto di partecipazione, per esempio, anche le azioni di risparmio, che come noto non attribuiscono alcun tipo di diritto amministrativo.

A sostegno della prima opzione sono state prospettate diverse argomentazioni: in primo luogo, si è richiamato il fatto che l'articolo 1, comma primo, lettera c) del decreto legge n. 21/2012 fa esclusivo riferimento «alla partecipazione al capitale con diritto di voto»; in secondo luogo, si è affermato che, da un punto di vista sistematico, emerge la necessità di un coordinamento con le previsioni che comminano la sospensione dei diritti di voto; da ultimo, si potrebbe pensare che le partecipazioni prive del diritto di voto, non avendo la capacità di influire in modo effettivo sul governo delle società, non determinerebbero la necessità di ricorrere all'utilizzo dei poteri speciali<sup>13</sup>. Di conseguenza, parte della dottrina ha sostenuto che debbano venire in considerazione esclusivamente le partecipazioni qualificate dotate di diritti diversi da quelli patrimoniali<sup>14</sup> e più specificamente, dotate di diritti di voto.

A tali approdi interpretativi, tuttavia, si sono contrapposte ipotesi ricostruttive di diverso segno, proposte da chi ha osservato che il termine partecipazione utilizzato dal Legislatore è di per sé generico e non limitato al solo capitale con diritto di voto, come invece previsto nel caso del potere di opposizione<sup>15</sup>. Da ciò si è ritenuto possibile desumere che il riferimento al capitale con diritto di voto rilevante per il potere di opposizione all'acquisto di cui all'articolo 1, comma 1, lettera c) del citato decreto suggerirebbe che per l'esercizio di tutti gli altri poteri, rileverebbero anche quelle partecipazioni cui non è ricollegato alcun diritto di voto. Ancora si potrebbe sostenere che il generico riferimento al termine partecipazione, senza alcuna specificazione, come invece è stato fatto per altre norme dell'ordinamento, suggerirebbe che ciò non sia frutto di una omissione o di noncuranza legislativa, ma al contrario frutto di una scelta legislativa volta a ricomprendere nel concetto stesso di partecipazione tutti i tipi di partecipazioni, anche quelle prive del diritto di voto, attesa la loro capacità di incidere comunque sugli assetti di *governance* della società. Stando al dato letterale, quindi, solo per le partecipazioni aventi diritto di voto si potrebbe esercitare il più stringente dei poteri speciali, quello cioè di opposizione all'acquisto, mentre tutti gli altri poteri sarebbero esercitabili in presenza di qualunque tipo di partecipazione, garantendo così allo Stato un più ampio monitoraggio degli assetti proprietari delle società.

---

<sup>13</sup> V. Donativi, *Golden Power e acquisto di partecipazione. La nozione di partecipazione*, in *Golden power Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica*, 2019, 61-69.

<sup>14</sup> L. Ardizzone, M. L. Vitali, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2013, 919-950.

<sup>15</sup> Circolare Assonime n. 21/2014, *I poteri speciali dello Stato sulle società operanti in settori strategici*, *Rivista delle società*, 2014, 888-915.

## 2.2. *Nozione di partecipazione e strumenti finanziari partecipativi*

Altra questione collegata sulla quale gli interpreti si sono interrogati è quella relativa alla possibile inclusione nel concetto di partecipazione anche degli strumenti finanziari partecipativi. Per parte della dottrina è impensabile che sfuggano al vaglio governativo operazioni di acquisto di strumenti finanziari potenzialmente idonei ad incidere sulle scelte aziendali<sup>16</sup>. Si pensi alla previsione dell'articolo 2346, sesto comma, c.c., che consente alla società di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In particolare, ai possessori di detti strumenti finanziari può essere attribuito il diritto di voto su argomenti specificamente individuati e può essergli riservata la nomina di un componente indipendente dell'organo di amministrazione o di un sindaco<sup>17</sup>, ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile. In tal caso gli strumenti finanziari muniti di diritti amministrativi sono in grado di incidere potenzialmente in modo non molto dissimile dalle azioni nella vita del governo societario e perciò si ritiene che sarebbe inopportuno escludere il loro acquisto dall'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio. D'altronde, osservando l'esempio offerto da norme simili da tempo vigenti nel settore bancario (anch'esso, come noto, soggetto a regolamentazione a tutela di interessi generali) si può osservare come sia un dato pacificamente accettato che gli strumenti finanziari partecipativi siano considerati strumenti idonei ad attribuire al titolare degli stessi la capacità di esercitare un'influenza notevole sulla società, come confermato dall'articolo 2, comma 8, della delibera CICR del 27 luglio 2011, n. 675<sup>18</sup>.

Si è inoltre osservato che la tutela della sicurezza nazionale impone la necessità di una tutela anticipata, dovendo presidiare l'accesso ad informazioni sensibili, cui si potrebbe accedere in virtù dell'acquisto di strumenti finanziari che consentano la nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo, per quanto indipendente. In tal senso, la mancata espressa menzione di tali strumenti finanziari potrebbe essere facilmente colmabile con un'interpretazione estensiva e, con un ricorso al brocardo latino, si può affermare che il legislatore *minus dixit quam voluit*.

Considerazioni, quelle sin qui esposte, che inducono a ritenere superabili le obiezioni formulate da chi, attenendosi a un'interpretazione meramente lette-

<sup>16</sup> A. Trisicorna, *Golden Power: Un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2019, 733 ss.

<sup>17</sup> M. Cian, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, 36 ss.

<sup>18</sup> Decreto d'urgenza del ministro dell'economia e delle finanze, Presidente del CICR, del 27 luglio 2011, n. 675, Disciplina delle partecipazioni in banche, società capogruppo, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica e istituti di pagamento.



rale della norma e non attenta alla *ratio* della stessa, rileva che nell'articolo 1 del D.L. n. 21/2012 non vi sarebbe menzione degli strumenti finanziari e che anche la previsione della sospensione del diritto di voto o di altri diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale fa esclusivo riferimento alle azioni o quote<sup>19</sup>.

### 2.3. *Azioni a voto plurimo e strumenti finanziari convertibili: una loro possibile valorizzazione nel concetto di partecipazione*

Altre due questioni su cui giova soffermarsi riguardano la possibilità di *valorizzare* nel concetto di partecipazione, ai fini dell'esercizio del *golden power*, le norme o le clausole che prevedano maggiorazioni di voto, da una parte, e gli strumenti finanziari convertibili o similari, dall'altra.

Quanto alla prima delle due questioni, quella cioè della possibilità di tener conto della disponibilità di un numero di voti maggiorato rispetto ad un criterio di mera proporzionalità, come nel caso delle azioni a voto plurimo, di cui all'articolo 2351, comma quarto, c.c.<sup>20</sup>, o al voto maggiorato cui fa riferimento l'articolo 127 del T.U.F.<sup>21</sup>, la dottrina prevalente tende a dare risposta affermativa. Atteso che la minaccia di un grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza, derivanti dall'acquisto di partecipazioni, deve essere svolto alla luce della potenziale influenza dell'acquirente sulla società, anche in ragione dell'entità della partecipazione acquisita<sup>22</sup>, e, atteso che, ai sensi dell'articolo 2, assumono rilievo le partecipazioni che determinano l'acquisto di una posizione di controllo, appare indubitabile che le azioni a voto multiplo e a voto maggiorato concorrono all'acquisto di una tale posizione. In simili eventualità, essendo il beneficio della maggiorazione meramente "opzionale" per il socio, dal momento che potrà anche rinunciare se consentito dallo statuto (anche se si dubita che tutto ciò possa realmente accadere) ed essendo sospensivamente condizionato al possesso della partecipazione per un periodo continuativo di almeno ventiquattro mesi (c.d. *vesting period*), si ritiene preferibile sostenere che l'obbligo di notifica

<sup>19</sup> V. Donativi, *Golden power e acquisto di partecipazioni: la nozione di "partecipazione"*, in *Golden Power*, Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica, 64.

<sup>20</sup> L'articolo 2351, comma 4, del Codice civile recita: «Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti».

<sup>21</sup> L'articolo 127 TUF, primo comma, recita: «Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino ad un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data d'iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2...».

<sup>22</sup> C. San Mauro, *I poteri speciali del governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici: dalla golden share ai golden powers*, in *Il Foro amministrativo*, 2951-2970.

sorga al momento in cui il socio ottenga effettivamente il diritto alla maggioranza e possa, perciò, materialmente esercitare i diritti supplementari di voto che ne derivano, risultando corretta una lettura che tenga conto del peso effettivo della partecipazione del socio sugli assetti decisionali della società.

Quanto agli strumenti finanziari convertibili in azioni, i *warrants* o altri strumenti simili, la dottrina prevalente è, invece, orientata a dare risposta negativa.

La caratteristica comune di questi strumenti è costituita dal conferimento al loro proprietario di un diritto potestativo consistente nella possibilità di sottoscrivere, acquistare o convertire tali prodotti in azioni. Quindi sono strumenti finanziari che *incorporano* un diritto potenzialmente in grado di influire, quantomeno in futuro, sul governo della società, dal momento che a seguito della conversione, della sottoscrizione o dell'acquisto si avrebbero, a tutti gli effetti, nuove partecipazioni. Tuttavia, trattandosi di un'influenza futura, si è posto l'interrogativo se si debba dare rilievo ai fini dell'esercizio dei poteri speciali già alla sottoscrizione di tali strumenti. Si è tentato di argomentare affermativamente richiamando l'articolo 1, comma 1, lettera c), del D.L. n. 21/2012 che fa riferimento al potere di opposizione all'acquisto del governo nel caso in cui «l'acquirente venga a detenere, anche attraverso acquisizioni successive, un livello di partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale». A sostegno della risposta affermativa si è sostenuto che il diritto di conversione, sottoscrizione e acquisto costituisce un diritto potestativo, il cui esercizio è rimesso all'unilaterale volontà del possessore, il quale può liberamente decidere di assicurarsi una posizione di influenza sulla società, che si trova in un mero stato di soggezione. In aggiunta si è affermato che simili strumenti finanziari hanno costituito un mezzo per scalate occulte su società di grandi dimensioni, grazie al fatto che spesso il possessore di tali strumenti ha acquistato posizioni azionarie prossime al controllo senza che il mercato e la società *target* ne fossero effettivamente a conoscenza<sup>23</sup>.

In ogni caso l'opinione prevalente è quella di ritenere che tali strumenti non possano essere inclusi nel concetto di partecipazione e che verranno in rilievo solo nel momento dell'effettiva conversione, sottoscrizione o acquisto. L'articolo 1, comma 1, lettera c), appena menzionato, infatti quando parla di acquisizioni successive che attribuiscono diritto di voto e siano in grado di compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale fa riferimento ad un'influenza attuale, mentre tutti quegli strumenti che incorporano un diritto di acquistare azioni, ovvero le obbligazioni convertibili, le obbligazioni *cum warrant* ed altri,

---

<sup>23</sup> G. Sandrelli, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Egea, Collana di diritto dell'economia, Milano, 2017, 46 ss.

attribuiscono un diritto ad un'influenza potenziale, che resta momentaneamente sullo sfondo e verrà in rilievo nel momento dell'esercizio effettivo del diritto<sup>24</sup>. Dunque, la norma in commento è interpretabile nel senso che ciò che rileva è che i titoli, che formano oggetto di acquisizione successive, siano rappresentati da un'attuale partecipazione al capitale con diritto di voto ritenuta pregiudizievole per gli interessi protetti.

#### 2.4. *Diritto di voto ed effettiva partecipazione sociale*

La nozione di partecipazione ha posto poi un'ulteriore serie di problematiche interpretative. In particolare, il legislatore non ha chiarito se debba o meno essere considerata l'ipotesi in cui il diritto di voto prescinde dall'effettiva partecipazione sociale.

L'ordinamento italiano, ma non solo, conosce diverse ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione e il relativo diritto di voto (si pensi, ad esempio, all'usufrutto o al pegno di azioni o quote), ed è evidente che in queste ipotesi si ha la concreta possibilità di incidere sulla società e sulla relativa *governance* e non si vede la ragione per la quale le relative operazioni non dovrebbero rilevare ai fini della notifica. D'altra parte, se il legislatore ha considerato rilevante anche la semplice partecipazione ad un patto parasociale, a maggior ragione dovrebbero rilevare i diritti di voto che un soggetto possa esprimere in forza non già della titolarità formale della partecipazione, ma di un sottostante rapporto contrattuale o altro diritto reale.

Altre ipotesi in cui ricorre la dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto voto sono individuabili nelle pratiche note con il nome di *empty voting*, le quali pongono il problema, più ampio, dell'individuazione del reale centro di imputazione degli interessi nell'espressione del voto. Viene qui in considerazione, tra le altre, la regola della *record date* di cui all'articolo 83-*sexies*, comma secondo, T.U.F., in base alla quale la legittimazione all'esercizio del diritto di voto relativo alle assemblee dei portatori di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati è fissata al settimo giorno precedente la data dell'assemblea, pur potendo, nel frattempo, i titoli essere ugualmente alienati. Da ciò deriva la problematica per cui colui che aliena i titoli in tale arco temporale è pienamente legittimato al voto, pur essendosi privato della relativa partecipazione. Analoga problematica si può creare nel caso in cui sia previsto in una disposizione statutaria di una S.p.A. che le azioni debbano essere depositate

---

<sup>24</sup> V. Donativi, *Golden Powers, Profili di diritto societario*, Torino, 2019, 50-53.

preventivamente, senza che ciò impedisca, contestualmente, di ritirare ed alienare le relative azioni senza perdere il diritto di voto in assemblea<sup>25</sup>. Si tratta ovviamente di un'ipotesi più rara e che può essere temperata dalla previsione, prevista dall'articolo 2370 c.c., di introdurre il divieto di ritirare le relative azioni una volta depositate. In ogni caso, a rigor di logica, si ritiene che anche di tali operazioni il governo debba essere edotto, quanto meno nel caso in cui abbiano ad oggetto settori ritenuti strategici dal Legislatore.

Altre questioni interpretative di diritto societario si pongono in relazione ad altri settori della disciplina, e di seguito verranno brevemente esaminate.

Quanto al settore dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, non venivano individuate specifiche soglie, ma si faceva riferimento alla nozione di controllo, richiamando l'articolo 2359 c.c. e più genericamente il T.U.F.. In questo caso ci si era interrogati se, come sostenuto dalla dottrina prevalente<sup>26</sup>, il richiamo ad entrambe le norme doveva essere interpretato nel senso che la norma di cui al codice civile si applicasse alle sole società per azioni di diritto comune e a tutte le altre società di capitali e la norma del T.U.F., invece, limitatamente alle società per azioni quotate. La risoluzione di tale quesito aveva implicazioni notevoli, posto che le due norme definiscono fattispecie di *controllo esterno* configurate in maniera differente<sup>27</sup>.

Tale ultima tematica ha perso di rilevanza posto che con le recenti modifiche è stata superata l'originaria distinzione tra la disciplina relativa ai settori della difesa e della sicurezza nazionale e quella relativa ai settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Infatti, mentre le acquisizioni relative ai settori di cui all'art. 1 d.l. n. 21/2012 riguardavano sotto il profilo soggettivo anche le operazioni intra-UE e, con riferimento al profilo oggettivo, anche le partecipazioni c.d. di minoranza<sup>28</sup>, l'ambito di applicazione dell'art. 2 era limitato alle operazioni extra-UE, ed era applicabile solo alle acquisizioni di partecipazioni di controllo<sup>29</sup>. Tale quadro è stato modificato con il noto Decreto Liquidità, origina-

<sup>25</sup> M. Stella Richter jr., *Sub art. 2370*, in *Le società per azioni*, I, 934 ss.

<sup>26</sup> M. Notari, *Società controllate e società collegate*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 717 ss.

<sup>27</sup> L'art. 2359, comma terzo, c.c. fa riferimento all'influenza esercitata in virtù di particolari vincoli contrattuali, che tendenzialmente prescindono dal possesso di partecipazioni azionarie; l'art 93 T.U.F. fa, invece, riferimento al controllo esercitato in virtù di un contratto o di una clausola statutaria e quello esercitato per il tramite di un accordo con altri soci, si pensi ai patti parasociali. Sebbene l'articolo 93 menzioni i soli sindacati di voto e non tutti i tipi di patti parasociali, ai fini che qui interessano si riteneva più corretto fornire un'interpretazione ampia del dettato legislativo, volta ad includervi anche altri tipi di patti parasociali.

<sup>28</sup> Come noto, la notifica deve essere effettuata qualora l'acquirente venga a detenere, a seguito dell'acquisizione, una partecipazione superiore alla soglia del 3%, e sono successivamente notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25% e 50%.

<sup>29</sup> A. Sacco Ginverì, A. Botto, C. Carrara, V. Auricchio, V. Mosca, A. Esposito, *Italian legislation regarding foreign direct investment screening: recent changes introduced under Law Decree No. 21/2022*, Marzo 2022, Legance.

riamente provvisorio, la cui disciplina era stata prorogata fino al 31 dicembre 2022. In ogni caso, le disposizioni hanno esteso il campo oggettivo e soggettivo di applicazione della disciplina. In particolare, è stato esteso anche ad operazioni intra-UE<sup>30</sup> in caso di acquisizione di partecipazioni di controllo nei settori di cui all'art. 2 d.l. n. 21/2012<sup>31</sup> e ad operazioni extra-UE di acquisizione di partecipazioni di minoranza<sup>32</sup>.

Tali modifiche, che in origine dovevano essere transitorie, sono state trasformate in norme a regime con il D.L. 21 marzo 2022, n. 21, che ha determinato un allineamento della disciplina, superando l'originaria distinzione tra l'articolo 1 e l'articolo 2. Certamente più chiaro è il riferimento alle altre operazioni rilevanti ai fini dell'esercizio dei poteri del governo, quali l'adozione di delibere, atti od operazioni. L'unico aspetto che merita di essere brevemente menzionato è connesso al fatto che operazioni di fusione, scissione, incorporazione e cessione, anche di quote di partecipazione, operate nell'ambito di un gruppo non sono escluse dallo *screening* governativo, se da esse si possa desumere la minaccia di un grave pregiudizio per la difesa e la sicurezza nazionale o per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti, degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti. In poche parole, se sono integrati i presupposti legislativi per l'esercizio dei poteri speciali, le operazioni infragruppo potrebbero difficilmente essere escluse dal controllo governativo<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup> L'articolo 25 del D.L. n. 21/2022 ha previsto che: «Nei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo, sono soggetti all'obbligo di notifica di cui al primo periodo, anche gli acquisti, a qualsiasi titolo, di partecipazioni da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'art 2359 del Codice civile e del Testo Unico di cui al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58». In questo caso, non vi è stata contestuale abrogazione della normativa transitoria e anzi la nuova normativa è entrata in vigore solo il 1° gennaio 2023.

<sup>31</sup> La strada intrapresa dal legislatore italiano ricalca quella seguita nell'ordinamento francese che ha esteso l'ambito di applicazione della disciplina *golden power* anche alle operazioni intra-UE.

<sup>32</sup> L'articolo 25 del D.L. n. 21/2022, abrogando la normativa transitoria, ha inserito al comma 5 dell'articolo 2 D.L. n. 21/2012 il seguente periodo: «Sono soggetti all'obbligo di notifica di cui al presente articolo anche gli acquisti di partecipazioni, da parte di soggetti esteri non appartenenti all'Unione europea, in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi dei commi 1 e 1ter, che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10%, tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute, quando il valore complessivo dell'investimento sia pari o superiore a un milione di euro, e sono altresì notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50%».

<sup>33</sup> G. Serafin, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2021, 2, 1041.

### 3. *Profili di criticità nel rapporto tra diritto societario ed esercizio dei poteri speciali: la rilevanza temporale del momento della notifica di acquisto del controllo*

Come è noto, osservando l'evoluzione dei poteri speciali in Italia, con il *golden power*, introdotto con il d.l. n. 21 del 2012, lo Stato, seguendo il processo iniziato con le privatizzazioni, ha definitivamente abbandonato il ruolo di azionista e conseguentemente sono stati abbandonati gli strumenti di matrice privatistica che venivano utilizzati al fine di esercitare lo *screening* sulle imprese strategiche, ormai non più in mano pubblica. In tal modo, seguendo il modello offerto dalle discipline inglesi e francesi, è stata prevista la possibilità di esercitare poteri speciali, prescindendo dal possesso azionario e, perciò, in modo del tutto svincolato dalle dinamiche societarie. Ciò, tuttavia, non esclude che, come osservato nel paragrafo introduttivo del presente capitolo, la disciplina del *golden power* determini profonde interferenze con il diritto societario, sotto il profilo degli effetti concreti e dei rimedi connessi all'esercizio dei poteri speciali. D'altronde le sanzioni della sospensione dei diritti di voto e la nullità delle delibere adottate con il voto determinante di tali partecipazioni, sono rimedi tipici del diritto societario.

Una serie di criticità, in cui emerge tale interferenza tra la disciplina del *golden power* e i meccanismi societari, si verifica, inoltre, nel funzionamento dell'organo assembleare nelle more del procedimento di esercizio dei poteri speciali.

Più nello specifico, si può osservare che si possono produrre differenti esiti, a seconda che la notifica sia preventiva o successiva all'acquisizione del controllo della società le cui partecipazioni sono oggetto di acquisizione, aspetto quest'ultimo che non viene chiarito dalla norma. Il fatto che all'atto della notifica debba essere trasmesso il progetto di acquisizione, o le previsioni secondo cui l'efficacia dell'acquisto può essere condizionata all'assunzione di impegni e che, decorsi i termini per l'esercizio del *golden power*, l'acquisto o l'operazione possono essere effettuate, sembrerebbero deporre a favore della prima soluzione. Tale lettura, secondo cui la notifica debba precedere l'acquisizione, cosa che si verifica più frequentemente nella prassi<sup>34</sup>, in cui pertanto il procedimento si esaurisce prima dell'acquisto del controllo societario, presenta delle criticità, che sono tuttavia minori e di minor rilevanza rispetto a quelle che si verificano nel caso di notifica successiva.

In tale eventualità si creano delle problematiche di non facile risoluzione. Immaginando l'ipotesi di un contratto di cessione della partecipazione di controllo, sospensivamente condizionato al mancato esercizio dei poteri speciali, si pone, ad esempio, il problema della gestione societaria nel periodo interinale, in

---

<sup>34</sup> A. Triscornia, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2019, 4, 754-756.

cui l'aspirante titolare del controllo ha interesse a preservare il proprio investimento pur non potendo gestire la società.

In tal caso si potrebbe tentare di risolvere tale problematica mediante accordi tra le parti. Mediante un accordo si potrebbe, per esempio, stabilire che il cedente gestisca la società nell'interesse del cessionario e seguendo eventuali direttive impartite da quest'ultimo. Tale accordo, tuttavia, rischierebbe di eludere quello che è lo scopo della norma, che, d'altronde, stabilisce la sospensione dei diritti di voto connessi alle partecipazioni acquisite fino allo scadere del termine per l'esercizio dei poteri speciali, nel caso di notifica successiva. Inoltre, si rischierebbe di indebolire il principio della tendenziale rispondenza tra rischio (di impresa) e potere di gestire l'intrapresa societaria.

Da ultimo, non si possono sottovalutare gli effetti paradossali che si creerebbero in conseguenza di un accordo di tal genere nel caso di opposizione governativa laddove il cedente, interessato a liquidare la sua partecipazione e che gestiva la società nell'interesse del cessionario, si troverebbe nuovamente a dover gestire la società, eventualmente anche modificata nell'interesse dell'aspirante titolare delle partecipazioni di controllo.

D'altro canto, in mancanza di un accordo che vincoli il cedente a gestire la società nell'interesse del cessionario, invece, quest'ultimo si troverebbe a dover accettare, nelle more del procedimento, la conduzione della società da parte del primo il quale, tuttavia, nella prospettiva di dismettere la propria partecipazione, potrebbe aver perso interesse nella stessa.

Per concludere sul tema della notifica preventiva, è ipotizzabile che ad essa si faccia ricorso, magari preceduta da informali interlocuzioni, anche nel caso di offerta pubblica d'acquisto di una società strategica. Si è affermato, a tal proposito, che nel documento d'offerta si potrebbe inserire una previsione con cui venga previsto che le azioni oggetto dell'offerta debbano essere ritrasferite agli azionisti della società bersaglio in caso di opposizione governativa<sup>35</sup>. In poche parole, il perfezionamento dell'offerta dovrebbe essere risolutivamente condizionato alla mancata opposizione governativa. Tale condizione sarebbe tuttavia difficilmente conciliabile nel caso di opa obbligatoria<sup>36</sup>, in cui sarebbe preferibile fare ricorso alla notifica preventiva o all'istituto della pre-notifica. Questo, ovviamente, senza che tale notifica preventiva trasformi il potere pubblico di opposizione in una sorta di autorizzazione preventiva.

Ben più rara e maggiormente problematica è l'ipotesi in cui la notifica venga effettuata non in via preventiva, ma una volta che l'acquisto sia stato già per-

<sup>35</sup> G. Ferrarini, *Le difese contro le o.p.a ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 5, 46 ss.

<sup>36</sup> A. Sacco Ginevri, F.M. Sbarbaro, *La transizione dalla Golden Share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 116.

fezionato. Si tratta di una serie di situazioni marginali, che di seguito si tenterà di esemplificare, per le quali la notifica non può che essere effettuata in un momento successivo. Ovviamente si fa riferimento a situazioni in cui il controllo societario non viene acquisito mediante offerta pubblica di acquisto o cessione della partecipazione di maggioranza, ma ad altre ipotesi che, seppur rare, determinano l'acquisto del controllo e fanno sorgere l'obbligo di notifica in un momento successivo.

In particolare, si fa riferimento ad alcune ipotesi di acquisto meramente passivo del controllo, in cui, per esempio, il socio acquista il controllo societario a seguito dell'esercizio *pro quota* del diritto di opzione relativo alla sottoscrizione dell'aumento di capitale a seguito del mancato esercizio di tale diritto da parte degli altri soci<sup>37</sup>. Sulla rilevanza giuridica di tali fattispecie ai fini dell'esercizio del *golden power*, tuttavia, sono state espresse perplessità in dottrina, sostenendosi che dovrebbero esulare dalla disciplina in esame tutte quelle situazioni in cui il socio non ha un ruolo attivo nell'accrescimento della partecipazione<sup>38</sup>. In senso contrario, però, si è sostenuto che la medesima *ratio* di tutela alla base della disciplina positiva, la necessità di prevenire fenomeni elusivi e il riferimento legislativo agli acquisti di partecipazione "a qualsiasi titolo" depongono a favore di una lettura più ampia<sup>39</sup>.

Un'ulteriore ipotesi di acquisto *passivo* meritevole di attenzione è quella della successione ereditaria, grazie alla quale l'erede potrebbe acquistare il controllo di una società (fermo restando che l'eredità andrebbe accettata e che servirebbe una manifestazione di volontà da parte dell'avente causa).

Ancora, un socio potrebbe conseguire il controllo societario anche a seguito della cessione, da parte di altri azionisti, di azioni dotate di voto maggiorato, o ancora a seguito di rastrellamento di azioni sul mercato, in cui il controllo conseguirebbe soltanto all'atto dell'acquisto dell'ultima partecipazione.

Come si può notare, si tratta di situazioni spesso involontarie, da cui consegue ugualmente l'acquisto del controllo e che dunque devono essere notificate alla Presidenza del Consiglio. Non si può, tuttavia, non rilevare che, nella maggior parte dei casi, gli acquisti passivi derivano dall'accrescimento di una partecipazione già presente che, quindi, potrebbe aver già superato il vaglio pubblico. In ogni caso si tratta di situazioni che, a causa della sospensione dei diritti di voto o di quelli avente contenuto diverso da quello patrimoniale seppur per un breve lasso temporale, rischiano di alterare gli equilibri proprietari rimettendo le decisioni nelle mani della minoranza e, conseguentemente, alterando il fisiologi-

<sup>37</sup> F. Prenestini, *Golden Power e meccanismi societari di difesa dell'acquisto del controllo*, in *Federalismi*, 2022, 72-73.

<sup>38</sup> V. Donativi, *Golden Powers. Profili di diritto societario*, op. cit., 64.

<sup>39</sup> F. Prenestini, *Golden Power, acquisto del controllo e profili di diritto societario*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2022, 12, 2345-2346.



co funzionamento del principio maggioritario. Ancora più drastiche sarebbero le conseguenze in caso si tratti di partecipazione maggioritaria, eventualità in cui si rischierebbe, nelle more del procedimento, di paralizzare la società ostacolando o rendendo addirittura impossibile, per esempio, il rinnovo delle cariche sociali o l'approvazione del bilancio di esercizio.

Diffusa è l'osservazione che meccanismi analoghi, quali quello della sospensione dei diritti di voto e dell'alienazione delle partecipazioni, sono presenti anche in altri ambiti del diritto societario e del diritto dell'economia, tanto che è stato detto che la disciplina della sospensione del diritto di voto e dell'alienazione delle partecipazioni dettata dal d.l. n. 21/2012 sia stata ispirata dalla procedura di autorizzazione all'acquisto di partecipazioni qualificate nelle banche, di cui agli artt. 19-24 T.U.B.<sup>40</sup>.

Tuttavia, nella normativa bancaria la disciplina della sospensione e dell'alienazione ha, per lo più, natura sanzionatoria ed è volta a rimediare a violazioni di cui l'autore dovrebbe avere piena contezza. Nel caso del *golden power*, invece, si fa ricorso a tali meccanismi al fine di tutelare l'interesse nazionale, che è certamente un concetto più vago e di difficile individuazione per l'investitore. Per di più nella disciplina del *golden power* la sospensione riguarda anche ulteriori diritti aventi contenuto diverso.

Al di là del tema legato all'individuazione di tali diritti, sul quale si è soffermata parte della dottrina<sup>41</sup>, merita soffermare l'attenzione su di una problematica che affligge le dinamiche assembleari delle società per azioni nei casi in cui venga disposta tale sospensione, cui si è già fatto cenno.

Le situazioni analizzate in questo paragrafo pongono una serie di problematiche che, seppur remote, meritano di essere considerate ai fini di una lettura completa della disciplina e delle sue criticità. La soluzione prevista dal Legislatore di sospensione dei diritti di voto e degli altri diritti diversi da quelli a contenuto patrimoniale, che si giustifica al fine di escludere qualunque tipo di influenza nella gestione della società dell'aspirante socio di controllo, determina delle difficoltà nel funzionamento dell'assemblea, stravolgendo i tipici meccanismi assembleari. Certamente, però, il ricorso alla notifica preventiva, pur non essendo sempre possibile e pur non essendo privo di criticità (si pensi al già menzionato problema della gestione interinale dell'impresa, che, tuttavia, può essere in parte risolto con clausole contrattuali tra le parti) è una soluzione più agevole, che minimizza i problemi di diritto societario. In tal senso l'istituto della pre-notifica, di recen-

---

<sup>40</sup> A. Triscornia, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, op. cit., 753 ss.

<sup>41</sup> V. Donativi, *Golden powers: profili di diritto societario*, op. cit., 157 ss.

te introduzione, agevolando i contatti con le autorità competenti e determinando un'accelerazione delle tempistiche, è sicuramente apprezzabile.

### 3.1. *La contendibilità e il mercato del controllo: l'approccio del legislatore alle altre misure di limitazione degli investimenti esteri*

Al di là dei singoli dubbi interpretativi e applicativi che suscitano nell'interprete, le norme sul *golden power* sollecitano, altresì, più generali considerazioni sistematiche concernenti il coordinamento e l'armonizzazione delle nuove disposizioni con alcuni dei principi di vertice della disciplina generale delle società di capitali, i quali, nel rinnovato contesto, appaiono compressi se non, addirittura, sacrificati.

Nel senso indicato, appare utile prendere le mosse dall'osservazione, autorevolmente formulata, per la quale le regole sul *golden power* mostrano assonanze con le c.d. "norme antiscaletta", o comunque possono produrre effetti ad esse assimilabili<sup>42</sup>. Ferma restando la diversità, funzionale e strutturale, dei due strumenti, infatti, entrambi possono rispondere a finalità latamente protezionistiche<sup>43</sup> e così interferire con – e finire per compromettere – il generale interesse dell'ordinamento a promuovere e garantire, in specie in società ad ampia capitalizzazione e larga partecipazione quali normalmente sono quelle sulle quali si appunta l'*interesse nazionale*, la c.d. "contendibilità" del controllo e il diritto degli azionisti a liquidare liberamente il proprio investimento alle condizioni e nel momento da costoro ritenuti più opportuni (il c.d. "diritto al disinvestimento").

In proposito, sia dato ricordare come, sulla scorta dello stimolo offerto dalle riflessioni delle scienze economiche ed aziendalistiche, si sia da tempo radicata nel giurista la coscienza della importanza che, nella costruzione del sistema, l'ordinamento si faccia carico di garantire l'efficiente funzionamento del mercato azionario e l'esistenza di condizioni di effettiva contendibilità del controllo societario, da intendersi quale concreta e libera possibilità per chiunque vi abbia interesse di competere, in assenza di situazioni potenzialmente distorsive, per acquisire il controllo e, quindi, la gestione di società aliene, rilevando le partecipazioni in esse detenute dalla (maggioranza della) compagine preesistente.

Tale coscienza, formatasi nella dottrina nordamericana e presto condivisa da quella europea, permea notoriamente tanto l'ordinamento europeo, quanto quello nazionale, e di essa risultano espressione una pluralità di norme e istituti ampiamente recepiti in pressoché tutti gli ordinamenti contemporanei. Di qui l'affer-

<sup>42</sup> In tal senso si veda A. Sacco Ginevri, *Le società strategiche*, in G. Donativi, *op. cit.*, 843 ss.

<sup>43</sup> A. Guaccero, *Compliance e tutela degli investimenti esteri diretti*, in G. Napolitano, *op. cit.*, 149-150.

mazione dell'inclusione, tra i principi di vertice del diritto societario nelle società moderne, di quello avente ad oggetto, appunto, la contendibilità del controllo.

Sfugge ai limiti del presente lavoro l'approfondimento delle finalità cui risponde un simile principio e degli interessi che per il suo tramite si intendono tutelare, che pertanto verranno trattati solo sinteticamente. Basti accennare come lo stesso paia rispondere almeno ad un duplice interesse giudicato meritevole di tutela dall'ordinamento.

Da una parte, viene in riferimento un interesse di natura per così dire *macro-economica* inerente all'efficiente allocazione delle risorse, ove il c.d. "*mercato del controllo*" sia riguardato quale meccanismo virtuoso volto a promuovere il miglior impiego dei mezzi di produzione attraverso il trasferimento della conduzione di imprese gestite in maniera subottimale in favore di coloro che, in quanto disposti a investire in esse valori maggiori rispetto a quelli correnti, devono ritenersi verosimilmente in grado di far loro generare maggiore ricchezza, con beneficio di tutti i soggetti variamente coinvolti nelle vicende dell'impresa societaria e della sua attività<sup>44</sup>. Dall'altra parte, si pone un interesse di natura per così dire *micro-economica*, incentrato sulla considerazione della posizione dei soci quali investitori, avente ad oggetto la più ampia possibilità di cogliere le opportunità di *liquidazione* dell'investimento offerte dal mercato, nelle forme e nei tempi ritenuti più convenienti, nella consapevolezza che, in specie in presenza di società a larga capitalizzazione, la *valorizzazione* dell'investimento azionario si realizza non tanto mediante la realizzazione e la distribuzione degli utili di esercizio, quanto, piuttosto, per il tramite e al momento del *disinvestimento*, sotto forma di differenza tra prezzo di vendita e prezzo di acquisto dei titoli<sup>45</sup>. È, del resto, noto che i principi di cui si discorre siano stati ampiamente recepiti nella legislazione dei paesi europei e in quella italiana in particolare, nella quale numerosi sono gli istituti introdotti, sia in sede di disciplina delle società emittenti titoli negoziati su mercati regolamentati dettata dal d.lgs. n. 58/1998 (il T.U.F.) che in quella di riforma organica del diritto delle società di capitali del 2003, volti a darvi piena e incisiva attuazione. Tra di essi mette conto segnalare l'istituto dell'offerta pubblica di acquisto o di scambio, oggetto di analitica regolamentazione sia nell'ordinamento europeo, che in quello nazionale.

Per offerta pubblica di acquisto o di scambio si intende ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, purché rivolti al pubblico e finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari. Di qui il loro impiego quali strumenti di trasferimento del controllo di società emittenti titoli negoziati su mercati regola-

<sup>44</sup> F.H. Easterbrook, D. Fischel, *L'economia delle società per azioni – un'analisi strutturale*, trad. it. (a cura di) M. Scalia, Milano, 1996.

<sup>45</sup> L.A. Bebchuck, *The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 1987, Vol. 12, 911 ss.

mentati e, di qui, l'interesse del legislatore a regolarne l'utilizzo in modo coerente agli obiettivi di politica del diritto perseguiti.

Ciò detto, appare utile soffermarsi sul concetto di "mercato del controllo", che, tradizionalmente, può essere visto come un rischio o un'opportunità per la società e per i suoi soci. L'opportunità è data dal fatto che il c.d. "controllo dell'impresa" rappresenta – come anticipato – un bene che viene allocato a chi ritiene di attribuirgli maggior valore e, dunque, la possibilità che un investitore possa cercare di acquisire detto controllo mediante una offerta di acquisto delle azioni o, come si suol dire, una scalata può produrre effetti positivi per coloro che sono già soci della società<sup>46</sup>. Tramite il trasferimento del controllo, si possono ridurre i costi di agenzia e limitare comportamenti opportunistici degli amministratori, così limitandosi o risolvendosi un problema che tipicamente ricorre nella gestione delle società, specie di grandi dimensioni e a capitale diffuso.

Inoltre, come pure osservato, il trasferimento del controllo può offrire agli attuali azionisti la possibilità di *liquidare* il proprio investimento, cedendo le proprie partecipazioni al nuovo investitore, o comunque di *valorizzare* il medesimo investimento, dal momento che è ipotizzabile che l'ingresso di un nuovo socio di controllo coincida con un generale miglioramento della efficienza, della produttività e della redditività dell'attività sociale.

È questa la ragione per la quale la dottrina prevalente ha per lungo tempo giudicato con favore misure volte ad agevolare la contendibilità del controllo societario, quali la regola della passività e di neutralizzazione e, invece, a guardare con sfavore l'adozione di misure difensive che tendono ad ostacolare il trasferimento del controllo.

D'altra parte, il trasferimento del controllo comporta anche dei rischi per la società e i suoi soci. Essi possono derivare dal fatto che l'operazione serva a porre in essere condotte abusive da parte del nuovo socio, sia finalizzata a rendere non più contendibile la società o, ancora, che risponda a finalità e interessi non allineati a quelli della compagine sociale.

Nel contemperamento dei vari interessi che possono venire in gioco, al ricorrere di determinate ipotesi (art. 105 T.U.F.), il legislatore ha reso obbligatorio l'uso dell'offerta pubblica di acquisto quale strumento necessario al trasferimento del controllo e alla tutela delle minoranze, volta a consentire a tutti i soci di assumere decisioni consapevoli e a poter scegliere se beneficiare o meno, in caso di disinvestimento, dell'eventuale *premio di controllo* che l'offerente è disponibile a riconoscere per l'acquisto delle partecipazioni.

---

<sup>46</sup> H.G. Manne, *Merger and the Market for corporate control*, in *The Journal of Political Economy*, 1965, Vol. 73, No. 2, 112.

Tanto premesso, conviene soffermarsi sul concetto del trasferimento del controllo e sulle c.d. *defense tactics*, ossia le misure difensive poste in essere dall'attuale gruppo di controllo avverso offerte e tentativi di scalata posti in essere da nuovi investitori, ampiamente utilizzate negli Stati Uniti ma viste con minor favore all'interno dell'ordinamento italiano ed europeo, notoriamente ispirati i principi della neutralità e della passività, su cui si tornerà a breve. La ragione per la quale ci si intende soffermare su tali tematiche in una trattazione dedicata ai poteri speciali va individuata nel fatto che anche questi ultimi, come e forse più ampiamente delle misure difensive, rappresentano strumenti dal cui utilizzo possa derivare una sostanziale limitazione del trasferimento del controllo e che, pertanto, possono generare criticità e problematiche analoghe a quelle in passato esaminate da chi ha studiato i temi della contendibilità e del trasferimento del controllo, le cui riflessioni possono perciò offrire utili spunti di approfondimento.

Preliminarmente occorre chiarire la distinzione, ormai di comune acquisizione, tra misure difensive in senso stretto e barriere all'entrata<sup>47</sup>.

Per misure difensive si intendono quelle iniziative decise dall'assemblea o dal consiglio di amministrazione con le quali non solo si può indurre l'offerente ad alzare il prezzo offerto per l'acquisto delle azioni, ma anche ostacolare il buon esito della stessa, sostanzialmente inibendo l'azionista ad aderire all'offerta pubblica di acquisto. Naturalmente si tratta di una locuzione ampia: le misure difensive in senso stretto indicano gli atti e le operazioni che possono impedire l'acquisizione del controllo una volta che l'offerta pubblica d'acquisto sia stata promossa. È a queste misure difensive che fa riferimento l'art. 104 T.U.F., laddove impone alla società *target*, salva autorizzazione dell'assemblea ordinaria e di quella straordinaria, di astenersi dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. L'obbligo di astensione si applica dal momento della comunicazione dell'offerta di cui all'art. 102, comma 1, T.U.F. e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada. Le difese possono distinguersi in atti che aventi per scopo o, comunque, l'aumento del prezzo delle partecipazioni oggetto dell'offerta e in iniziative che si sostanziano nel compimento di una serie di azioni volte a ridurre per l'offerente la convenienza dell'operazione. È bene precisare che la semplice ricerca di altre offerte, potenzialmente più conveniente per i soci e la società, non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta e quindi non va qualificata alla stregua di misura difensiva.

Diverse dalle misure difensive sono le barriere, con le quali si indicano situazioni che tendono a impedire *a priori* il lancio di un'offerta pubblica d'acquisto,

---

<sup>47</sup> S. Capiello, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto*, in G. Ferri jr., M. Stella Richter jr. (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, 2010, 222-224.

rendendo la società non scalabile o comunque riducendo la possibilità di successo dell'opera stessa<sup>48</sup>. In tale ambito si possono distinguere barriere strutturali, ossia elementi di sistema, non necessariamente connessi alle peculiarità di un certo ordinamento giuridico (si pensi al carattere eccessivamente familistico o relazionale del sistema economico, all'eccessiva concentrazione degli assetti proprietario o al tasso di regolamentazione) e barriere tecniche, ossia un insieme di situazioni giuridiche caratteristiche di un determinato ordinamento che possono rendere particolarmente difficile il lancio di offerte pubbliche d'acquisto. Si pensi alle azioni senza voto, con voto limitato, a voto plurimo, ai gruppi piramidali, ai limiti statutari al possesso di azioni, ai patti di sindacato, alle *poison pills*.

Nel momento in cui il legislatore introdusse la nozione di *golden share*, le stesse furono ricomprese all'interno della categoria delle *barriere*, così come per larga parte lo sono oggi anche i poteri speciali del governo.

Il *golden power*, peraltro, più che impedire la scalabilità della società *a priori*, impedendo di *per sé* e con certezza il trasferimento del controllo, ne riduce l'effettiva contendibilità, generando un effetto di sostanziale deterrenza nei confronti dei potenziali investitori astrattamente interessati a rilevarne il controllo, i quali, nel momento in cui sono chiamati a valutare le possibili alternative di investimento, potrebbe rivelarsi inclini a privilegiare quelli in società estranee al perimetro dei settori ritenuti strategici dal Legislatore al fine di sottrarsi al rischio che l'esercizio dei poteri speciali vanifichi i propri obiettivi o, comunque, li condizioni.

In ogni caso la differenza di fondo che intercorre tra i due tipi di barriere non ha una funzione meramente classificatoria, ma assume un significato anche operativo, posto che le barriere tecniche essendo caratteristiche di un ordinamento giuridico possono essere legislativamente abrogate o modificate, mentre quelle strutturali, data la loro caratteristica esogena rispetto all'ordinamento, non godono dello stesso regime<sup>49</sup>.

Le misure difensive più in generale, invece, consentono agli amministratori, previa valutazione dell'assemblea, di porre in essere delle azioni che possono comportare non soltanto l'incremento del valore dell'offerta, ma in determinati casi anche l'arresto o l'esito negativo dell'offerta stessa, in un certo senso sostituendosi nella posizione degli azionisti.

Può opinarsi, e concretamente si è opinato, circa la coerenza di simili strumenti con il "sistema di mercato" sul quale si fonda l'ordinamento nazionale, basato su scelte decentrate, compiute dagli azionisti investitori nel mercato dei capitali, che devono consentire di esprimere la propria posizione sulla congruità

<sup>48</sup> G. Ferrarini, *Le difese contro le opa ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista Soc.*, 2000, 5, 737 ss.

<sup>49</sup> S. Cappiello, *Le difese*, in M. Stella Richter jr. (a cura), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011, 115 ss.

del prezzo offerto dal nuovo azionista e che invece verrebbero in certo modo esauriti dalle misure difensive. Ci si deve chiedere, pertanto, quale possa era il motivo per il quale consentirsi alla società di porre in essere delle iniziative aventi per scopo o per effetto quello di rigettare l'offerta, o comunque di renderne più ardua l'accettazione, ove questa sia ritenuta non conveniente dal *management*, neutralizzando in tal modo il diritto dell'azionista investitore, cui l'offerta è pur sempre destinata, di valutare la convenienza della stessa e di decidere l'eventuale cessione della propria partecipazione e con ciò la liquidazione del proprio investimento.

Muovendo da tali quesiti, sono state individuate diverse risposte volte a giustificare l'esistenza di simili meccanismi difensivi.

Occorre partire dalla premessa secondo cui i mercati non sempre sono efficienti, e pertanto le misure difensive possono essere impiegate come rimedio ai possibili *fallimenti del mercato*, primo tra tutti quello collegato al problema della c.d. "azione collettiva", che si pone nel caso in cui una determinata offerta è diretta a conseguire il controllo societario. Autorevole dottrina<sup>50</sup> fa riferimento al "dilemma del prigioniero" per descrivere la situazione in cui si trova l'azionista che, a fronte di un'offerta volta ad ottenere il controllo della società, pur non reputando come sufficiente il prezzo offerto, ritiene di aderire o quantomeno che ciò rappresenti la scelta più conveniente (si parla a tal proposito della c.d. *pressure to tender*), temendo l'equilibrio che si verrebbe a creare all'indomani del conseguimento dell'offerta e pertanto del trasferimento del controllo<sup>51</sup>. In questo senso le misure difensive potrebbero rappresentare uno strumento adeguato a tutelare l'investimento effettuato dall'azionista "prigioniero".

Le misure difensive potrebbero altresì rappresentare uno strumento adeguato nel caso in cui il prezzo di un'azione non rispecchi il suo reale valore, ciò che può avvenire, ad esempio, qualora la società sia impegnata in investimenti di lungo periodo, i cui effetti in termini di valore di mercato delle azioni sono destinati a prodursi nel tempo. O ancora, il valore dell'azione potrebbe essere depresso in conseguenza di crisi finanziarie o altri fattori esogeni alla gestione societaria, che determinino un generale deprezzamento dei titoli.

D'altro canto, lo strumento delle misure difensive può costituire esso stesso causa di un fallimento del mercato. In particolare, le decisioni sulle misure difensive vengono adottate dalla maggioranza relativa dell'assemblea o dal consiglio di amministrazione. Conseguentemente, la decisione potrebbe essere assunta da soggetti che, in caso di successo dell'offerta, potrebbero trovarsi privati del

---

<sup>50</sup> L.A. Bebchuck, *The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 1987, Vol. 12, 911 ss.

<sup>51</sup> I regolamenti Consob hanno cercato di porre un rimedio a tale situazione, prevedendo che in caso di successo dell'offerta, gli azionisti che originariamente non avevano aderito potessero successivamente vendere i propri titoli.

controllo della società e che, quindi, nel momento in cui sono chiamati a decidere circa le misure difensive potrebbero essere mossi da interessi confliggenti con quelli della maggioranza degli azionisti. Pertanto, il rischio connaturato alle misure difensive è quello della possibilità di determinare una “cristallizzazione” degli assetti societari a discapito della contendibilità del mercato del controllo.

### 3.2. *La dottrina americana e la posizione delle Corti statali*

Nell'approfondire l'argomento del controllo societario e della sua contendibilità non si può non prendere le mosse dalle posizioni dottrinali statunitensi che si sono sviluppate a partire dagli anni Ottanta del secolo scorso. Anche in tale contesto si è assistito alla contrapposizione di diversi orientamenti, alcuni dei quali propensi ad enfatizzare l'opportunità e l'auspicabilità della contendibilità del controllo, altri i rischi ad essa associati e l'esigenza di apportare i più opportuni correttivi.

Nell'esaminare gli orientamenti volti a sottolineare i vantaggi della contendibilità non si possono non avere a mente le osservazioni formulate da Daniel Fischel e Frank H. Easterbrook, i quali, pur essendo strenui sostenitori dell'autonomia statutaria e, più in generale, della libertà di determinazione di azionisti e *manager*, hanno assunto una posizione parzialmente diversa in merito all'adottabilità delle misure difensive.

Più nello specifico, gli Autori citati hanno ritenuto che la contendibilità rappresenti un valore fondamentale del diritto societario statunitense e, conseguentemente, che la scalata ostile – ossia il tentativo di un investitore estraneo di acquisire il controllo di una società in contrapposizione al gruppo di comando del momento – rappresenti uno strumento ottimo di riallocazione delle risorse e di perseguimento della contendibilità, essendo quest'ultimo il valore da tutelare. Da ciò è derivata la loro proposta di abolire e impedire qualsiasi misura difensiva, con adozione di una *passivity rule* assoluta la quale rimetta ai soli azionisti il potere di valutare la convenienza o meno di una determinata offerta. Amministratori e *management*, invece, utilizzando le parole degli autori sopra menzionati, «*should relax, not consult any experts, and let the shareholders decide*<sup>52</sup>».

A supporto della loro tesi, gli Autori in commento hanno sottolineato come la minaccia di un'offerta e di una scalata determini lo stimolo alla ricerca della massimizzazione del valore dell'investimento azionario, sicché gli stessi hanno proposto che le misure difensive siano vietate da una normativa federale. In

<sup>52</sup> Si fa riferimento ad F.H. Easterbrook, D. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Harvard Law Review*, 1981, 94, 1161 ss.



tal modo si sollecita anche un meccanismo informativo al fine di trovare società contendibili, realizzando una più generale efficienza di mercato<sup>53</sup>.

Nel tempo, tuttavia, si sono succedute anche opinioni differenti. E così si è rilevato che «gli amministratori, spinti a prestare molta attenzione alle preoccupazioni degli azionisti, potrebbero essere troppo orientati al profitto: nella misura in cui i proprietari insistono sui prezzi delle azioni a breve termine, gli amministratori potrebbero essere più propensi a concentrarsi su guadagni rapidi, a scapito dell'assunzione di rischi e degli investimenti a lungo termine che una posizione più stabile potrebbe consentire<sup>54</sup>». Del resto è convincimento sufficientemente diffuso quello per il quale una gestione *short-term oriented* non sia una soluzione ottimale né per gli azionisti né per il sistema generale, con il rischio che, esasperandosi le dinamiche del mercato del controllo, l'unico interesse perseguito finisca per essere quello *finanziario* al massimo incremento del valore di mercato dei titoli negoziabili (destinati ad essere acquisiti e rivenduti in periodi di tempo ristretti), rimanendo, invece, sacrificato l'interesse *industriale* alla crescita e allo sviluppo dell'attività dell'impresa societaria, i quali implicano programmazioni di più ampio respiro e non necessariamente si riflettono subito nel valore delle azioni. Peraltro si è osservato il dovere primario di amministratori e *management* sia quello di agire correttamente nei confronti degli azionisti della società e in modo da perseguire il miglior interesse di quest'ultima, sicché gli stessi, in presenza di una offerta d'acquisto del controllo, non solo non devono astenersi ma, anzi, hanno il dovere di valutare contenuto e convenienza di tale offerta e di opporsi alla stessa qualora essa si riveli essere inadeguata o comunque non conforme all'interesse degli azionisti.

Inoltre, si è rilevato che le misure difensive consentono di avviare una negoziazione volta a tutelare le ragioni dell'investimento e quindi con essa si ottiene ugualmente l'efficienza del mercato e la contendibilità. In aggiunta, il riconoscimento all'autonomia statutaria della decisione in merito all'adozione di misure difensive consentirebbe comunque alle stesse di assoggettarsi a una regola di passività assoluta.

Prendendo le mosse dalle considerazioni esposte, in dottrina si è pensato di ideare degli strumenti che consentissero al *management* di difendersi adeguatamente<sup>55</sup>, ovviamente accettando il rischio che i *manager* si muovessero al mero fine conservativo di mantenere la loro posizione. Il nuovo approccio ha trovato accoglimento negli Stati Uniti non solo a livello legislativo ma anche giurisprudenziale. In tal senso si è affermato, nel *leading case Unocal Corp. V. Mesa Petroleum Corp*<sup>56</sup>, che la decisione di adottare misure difensive rientra tra le scelte

<sup>53</sup> F.H. Easterbrook, D. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991, 173 ss.

<sup>54</sup> M. Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom: a response to Professors Easterbrook and Fischel*, in *N.Y.U. Law Review*, 1980, 55, 1233.

<sup>55</sup> Ivi, 1231.

<sup>56</sup> *Unocal Corp. V. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Delaware, 1985).

insindacabili dell'organo amministrativo e che, in base alla *business judgment rule*, il Giudice non può sottoporre la decisione al proprio vaglio la decisione ove il consiglio di amministrazione abbia agito in buona fede, su base informata e nella convinzione che la decisione assunta fosse nel migliore interesse della società<sup>57</sup>, questo fintanto che le misure non costituiscano un *corporate waste* ossia uno spreco di risorse societarie, e pertanto siano proporzionate e giustificate. Questa linea di pensiero corrisponde alle peculiarità del modello americano, in cui nella maggior parte dei casi gli azionisti sono investitori in cerca di profitto, e dunque non interessati alla partecipazione attiva alla vita societaria. È ovvio che in una tale realtà la decisione di accettare offerte pubbliche o adottare misure difensive che le contrastino sia rimessa all'organo amministrativo, decisione che ovviamente sarà impugnabile da parte degli azionisti dinnanzi ad un Giudice che si pronuncerà *ex post* sulla rispondenza della stessa al miglior interesse della società.

La motivazione posta alla base dell'adozione di misure difensive può concernere tanto l'inadeguatezza del prezzo, quanto la non divisibilità del piano industriale proposto<sup>58</sup>.

Nel caso in cui, invece, il trasferimento del controllo sia inevitabile gli amministratori devono agire al fine unico di far perseguire la massimizzazione del profitto agli azionisti, come affermato nel noto caso *Revlon*<sup>59</sup>.

Dal punto di vista legislativo, con il *Williams Act* del 1968 è stata prevista una disciplina procedimentale dello svolgimento dell'opa, poi integrata dalle legislazioni dei singoli Stati, tutte accomunate dalla medesima *ratio* ossia di prevedere strumenti difensivi alle offerte pubbliche di acquisto e dal tentativo di neutralizzare il problema delle "azioni collettive".

Tale approccio legislativo e giurisprudenziale è stato criticato da parte della dottrina statunitense, in quanto visto come il prodotto di una *regulatory competition* tra gli Stati, volto a soddisfare istanze protezionistiche degli amministratori e

<sup>57</sup> Model Business Corporation Act, 8.31§, Standards for liability of directors.

<sup>58</sup> In tal senso si vedano *Unitrin, Inc. V. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Delaware 1995) e *Paramount Comm'ns, Inc. V. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Delaware, 1989).

<sup>59</sup> *Revlon, Inc. V. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 505 A. 2d 173 (Delaware, 1986). In questo caso la Corte ha dichiarato che, in alcune circostanze limitate che indicano che la "vendita" o la "rottura" della società è inevitabile, l'obbligo fiduciario degli amministratori di una società target è ridotto in modo significativo, la responsabilità del consiglio di amministrazione è quella di massimizzare il valore immediato degli azionisti assicurando il prezzo più alto disponibile. Pertanto, il ruolo del consiglio di amministrazione si trasforma da "difensori del bastione aziendale a banditori incaricati di ottenere il miglior prezzo per gli azionisti in una vendita della società". Di conseguenza, le azioni del consiglio di amministrazione sono valutate in un quadro di riferimento diverso. In tale contesto, tale condotta non può essere giudizialmente riesaminata alla luce della *business judgment rule* tradizionale, ma invece sarà esaminata per verificarne la ragionevolezza in relazione a questo obbligo concreto. La forza di questa dichiarazione ha stimolato una frenesia di acquisizione aziendale dal momento che gli amministratori credevano di essere costretti a condurre un'asta ogni volta che la società sembrava essere "in gioco", in modo da non violare i loro doveri fiduciari nei confronti degli azionisti.

del “nocciolo duro” dei soci in modo da indurli a mantenere o stabilire la propria sede legale in uno degli Stati.

### 3.3. *La Direttiva opa e la parziale armonizzazione europea*

Le soluzioni adottate dal legislatore europeo, invece, non esprimono un favore specifico per un approccio teorico piuttosto che un altro, ma rispondono prevalentemente alle esigenze economiche e politiche che nel tempo si sono susseguite. Se inizialmente si è seguito un approccio in linea con il primo orientamento americano, nel tempo la disciplina si è evoluta. Sul tema ha inciso profondamente la Direttiva 2004/25/CE<sup>60</sup>, che è stata adottata nel tentativo di favorire la realizzazione di operazioni *cross-border* a livello europeo, ritenendosi che questo fosse un passaggio necessario per lo sviluppo del mercato unico. Da ciò è sorta la necessità di un intervento comunitario che permettesse di realizzare più efficacemente quell'armonizzazione delle regole degli Stati membri, in materia di offerte pubbliche di acquisto, al fine di superare le diffidenze del potere politico e gli atteggiamenti protezionistici degli Stati, spesso poco inclini a perseguire tali obiettivi.

All'indomani del c.d. *Rapporto Winter*, venne affrontata su scala euro-unitaria la questione del se e in che misura – oltre alle *golden share*, che nel corso degli anni sono state sottoposte alle censure della Corte di Giustizia – anche barriere tecniche o misure difensive di diritto societario, costituissero dei fattori di rallentamento alla costruzione di un mercato del controllo societario su scala europea<sup>61</sup>.

L'interesse comunitario nei confronti delle offerte pubbliche d'acquisto è risalente, tanto che, già nel 1974, era stato assegnato al Prof. Robert Pennington l'incarico di approfondire lo stato della regolamentazione dell'istituto nei diversi Paesi membri in vista della predisposizione di una proposta di direttiva<sup>62,63</sup>. Tuttavia, solo nel Libro bianco del 1985<sup>64</sup> si è effettivamente manifestata a livello istituzionale la reale volontà di armonizzazione dell'istituto, concretizzatasi quattro anni più tardi in un ambizioso progetto normativo.

I principi che la Commissione auspicava potessero divenire patrimonio comune agli ordinamenti degli Stati membri erano l'imposizione di un'offerta

---

<sup>60</sup> Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto, OJ L 142/12.

<sup>61</sup> M. Lamandini, *L'OPA nel quadro degli strumenti per il consolidamento transfrontaliero dell'industria europea*, in *Rivista delle Società*, 1° agosto 2022, 4, 922 ss.

<sup>62</sup> M. Stella Richter, *fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in M. Stella Richter (a cura di), *le offerte pubbliche di acquisto*, 2011, 6.

<sup>63</sup> La relazione di R. Pennington “Report on Takeovers and Other Bids”, si trova in *La disciplina delle società di capitali nei sei paesi della Comunità europea*, in *Riv. dir. comm.*, 1972, I, p. 31; *Riv. soc.*, 1975, 730.

<sup>64</sup> Commissione europea, Libro Bianco 1985, COM (85) 310 final.

pubblica d'acquisto obbligatoria ogniqualvolta l'offerente avesse ottenuto il controllo di almeno 1/3 delle azioni con diritto di voto della società *target* e, soprattutto, la competenza assembleare sulle misure difensive in pendenza di scalate ostili<sup>65</sup>.

Inoltre, nel corso degli anni si è assistito a numerose riflessioni sulla necessità di una direttiva che disciplinasse la materia, in concomitanza con il fallimento di scalate di gruppi europei. In tal senso si può ricordare che la prima proposta di emanazione di una direttiva avvenne, nel 1989, a seguito del fallimento dell'opa di *Olivetti* su *Société Générale de Belgique*, e ancora, tra il 1996 e il 2001, a seguito del tentativo della società inglese *Vodafone* sulla tedesca *Mannesmann*. Proprio in quest'ultima occasione, emblematico è stato l'atteggiamento della Germania dal momento in cui venne respinta la proposta di direttiva in seno al Parlamento europeo, proprio per la contrarietà dello Stato membro all'istituzione della *passivity rule*<sup>66</sup>.

Constatata l'impossibilità di addivenire ad una *reductio ad unitatem*<sup>67</sup> delle realtà normative nazionali è stata emanata una direttiva che, come si dirà a breve, ha operato un'armonizzazione solo parziale, una c.d. *framework directive* o direttiva quadro<sup>68</sup>.

Dopo numerosi tentativi, venne emanata la direttiva 2004/25/CE grazie all'importante contributo del "Gruppo di Alto Livello degli Esperti di Diritto Societario", presieduto da Klaus Lehne, che aveva messo in evidenza come al fine di realizzare un mercato unico europeo integrato ed efficiente fosse necessario un corretto funzionamento dei *takeovers* e in tal senso risultavano cruciali la c.d. *passivity rule* e la c.d. *breakthrough rule*.

Ambedue le regole sarebbero finalizzate ad incentivare il lancio di offerte sul presupposto che il cambio di controllo sia un'opportunità per i soci in quanto strumento di contingentamento dei costi di agenzia. Pertanto, la *board neutrality* o *passivity rule* richiede che durante un'offerta pubblica di acquisto, l'organo amministrativo di una società emittente, prima di adottare qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, debba ottenere una preventiva autorizzazione dell'assemblea dei soci. La *breakthrough rule*, invece, si scompone in una serie di regole che possono essere riassunte con il principio in base al quale, durante un'opa ostile, perdono efficacia tutta una serie di meccanismi che sottraggono la società al rischio di scalata, quali le restrizioni al trasferimento dei titoli.

<sup>65</sup> F. Annunziata, *Verso una nuova proposta di tredicesima direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1996, 137.

<sup>66</sup> S. Capiello, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto*, in G. Ferri jr., M. Stella Richter jr., *op cit.*, 229-230.

<sup>67</sup> G. Rossi, *Takeovers in Europe: A patchwork Regulations*, intervento tenuto presso European and US-American Takeover Regulation-Level Playing field in a globalised Economy?, Brussels, 19 febbraio 2002.

<sup>68</sup> R. Magliano, *I nodi irrisolti della XIII direttiva società: dall'armonizzazione alla concorrenza tra sistemi normativi*, in *Dir. Comm. Internaz.*, 2005, 2, 283 ss.

Tuttavia, come sopra accennato, l'intervento di armonizzazione è stato solo parziale. Le regole sono state previste agli articoli 9 e 11, ma la necessità di trovare un compromesso tra le posizioni dei vari Stati membri non ha permesso di conseguire l'obiettivo auspicato e da più parti desiderato. Infatti, tanto l'una quanto l'altra regola sono rimaste meramente opzionali, mere regole di *default*, cioè disattivabili da parte degli Stati membri, a cui è stata riconosciuta ampia libertà. Infatti, malgrado la centralità degli istituti della *passivity rule* e della neutralizzazione, il successivo art. 12 rende facoltativa per gli Stati l'introduzione degli artt. 9 e 11 (*opting-out*). Lo stesso art. 12 tuttavia precisa che gli Stati che si avvalgono della facoltà di deroga loro concessa, debbono comunque permettere alle società di introdurre statutariamente la regola di neutralizzazione o la competenza assembleare per le decisioni aventi ad oggetto l'opa (*opting-in*)<sup>69</sup>. Per di più, le stesse regole possono essere subordinate alla c.d. clausola di reciprocità, cioè alla circostanza che l'offerente sia subordinato alle medesime previsioni sulla base del proprio ordinamento di appartenenza senza distinzione tra Stati membri ed extra-UE.

In ogni caso, rimane evidente che con tale Direttiva è stata lasciata ampia libertà agli Stati membri, al punto che, come rilevato dal Rapporto del 27 febbraio 2007 della Commissione europea, chi aveva optato per il principio di passività lo ha sostanzialmente mantenuto o, in alcuni casi, indebolito, tanto che dei 17 Stati che prevedevano tale soluzione prima della Direttiva, cinque di questi hanno introdotto la regola di reciprocità (tra cui l'Italia). Solo nel caso di Malta è stato introdotto a seguito della direttiva, mentre negli altri casi non è stato previsto<sup>70</sup>.

Per concludere, la direttiva 2004/25/CE non ha certamente reso le società più contendibili di prima (tanto che vi è chi si è interrogato se non fosse meglio ritirare la direttiva stessa), di modo che trasformando il valore della contendibilità in una mera opzione rimessa agli Stati membri si è parlato di un'eterogenesi dei fini, al punto che anche gli Stati più virtuosi come l'Italia hanno allentato la propria normativa e la propria rigidità in merito alle misure difensive.

L'ideale del mercato del controllo europeo sembra ormai più sfumato. D'altra parte, occorre osservare che, avendo il *golden power* tolto ogni alibi ad un utilizzo del diritto societario per fini protezionistici e di controllo degli investimenti, la tanto auspicata realizzazione di un mercato unico integrato ed efficiente per

---

<sup>69</sup> Si veda Assonime, Note e studi, n. 51, del 17 settembre 2003, sulla proposta di opa in cui si evidenzia che la possibilità di deroga generalizzata della regola di neutralizzazione minerebbe ogni certezza giuridica e trasparenza sui risultati attesi di un'offerta pubblica d'acquisto che costituisce l'obiettivo principale di una direttiva sull'opa.

<sup>70</sup> Commission Staff Working Document, *Report on the implementation of the Directive on takeover bids*, February 27<sup>th</sup>, 2007.

potersi realizzare non può che riprendere in considerazione la necessità di una semplificazione del diritto societario e della disciplina dell'opa a livello europeo<sup>71</sup>.

### 3.4. *L'evoluzione dell'approccio italiano alla contendibilità e al mercato del controllo*

La storia della disciplina italiana delle offerte pubbliche di acquisto è caratterizzata da numerosi cambiamenti di rotta, nella ricerca di un equilibrio capace di coniugare tutela degli investimenti da un lato e contendibilità dall'altro. Il punto di partenza è rappresentato dall'art. 16 della L. 18 febbraio 1992, n. 149<sup>72</sup>, comunemente nota come legge Berlanda, che ha per la prima volta introdotto in Italia una disciplina speciale dell'opa, la quale non prendeva in considerazione le misure difensive e anzi ne disponeva il divieto assoluto. Prima di tale legge le offerte pubbliche di acquisto, che pur non erano mancate, erano sottoposte alle disposizioni chiamate a regolare l'appello al pubblico risparmio: una disciplina generale che garantiva la trasparenza senza porre, tuttavia, vincoli al comportamento degli offerenti e delle emittenti.

Questo approccio è stato superato qualche anno dopo con il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il T.U.F.<sup>73</sup> che, ispirandosi all'esperienza anglosassone, ha introdotto e disciplinato la *passivity rule* all'art. 104 del T.U.F., riconoscendo la legittimità della adozione di misure difensive previa deliberazione assembleare, subordinatamente al raggiungimento di un quorum speciale. Il legislatore ha così dettato una regola volta a bilanciare le contrapposte esigenze di tutela correlate alla contendibilità del controllo societario e ai problemi di azione collettiva sopra menzionati.

Successivamente, lo stesso Legislatore italiano, con il d.lgs. 19 dicembre 2007, n. 229<sup>74</sup>, ha recepito la direttiva 2004/25/CE, confermando la regola della *passivity rule*, salva la possibilità di derogarvi, con un meccanismo di c.d. *opt out*, ove sia previsto in apposita clausola statutaria da approvarsi con una maggioranza qualificata del 30%. Inoltre, la nuova normativa ha introdotto la regola di neu-

<sup>71</sup> M. Lamandini, *L'OPA nel quadro degli strumenti per il consolidamento transfrontaliero dell'industria europea*, in *Rivista delle Società*, 1° agosto 2022, Fasc. 4, 925.

<sup>72</sup> Legge 18 febbraio 1992, n. 149, Disciplina delle offerte pubbliche di vendita sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli. (GU Serie Generale n. 43 del 21 febbraio 1992 - Suppl. Ordinario n. 37).

<sup>73</sup> Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52. (GU Serie Generale n. 71 del 26 marzo 1998 - Suppl. Ordinario n. 52).

<sup>74</sup> Decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229, Attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto. (GU Serie Generale n. 289 del 13 dicembre 2007).

tralizzazione che però ha avuto un ambito di applicazione circoscritto ai sindacati di voto, avendo l'art. 123 T.U.F. già limitato i sindacati di blocco.

Tali regole sono state tra l'altro sottoposte alla già menzionata clausola di reciprocità applicabile anche nel caso in cui vi sia un solo offerente non sottoposto alla medesima regola. La clausola di reciprocità, inoltre, dovrebbe trovare applicazione anche nel caso in cui un'offerta sia promossa da parte di un soggetto appartenente allo stesso ordinamento ma che abbia effettuato l'*opt out*, e troverebbe addirittura applicazione anche in caso di appartenenza al medesimo gruppo dell'offerente, includendo anche società o enti che lo controllano<sup>75</sup>.

Si è affermato che, coerentemente con tale sistema, non troverebbe applicazione la regola di reciprocità nel caso in cui la società si sia volontariamente assoggettata alla regola della passività negli ordinamenti in cui trova applicazione un sistema di *opt in*, non prevedendo la passività come regola di *default*<sup>76</sup>. È stato, inoltre, rilevato che la clausola di reciprocità dovrebbe essere invocata dall'assemblea in un periodo di tempo non superiore a 18 mesi prima della decisione di promuovere un'offerta, ex art. 102, comma 1, T.U.F.<sup>77</sup>, sotto forma di adozione di misure difensive.

Un decisivo cambiamento di rotta si è avuto con l'art. 13 del D.L. 29 novembre 2008, n. 185, conv. in L. 28 gennaio 2009, n. 2<sup>78</sup> con il quale è stata modificata la disciplina, trasformando la regola della passività da regola di default a regola facoltativa ed eliminando il quorum assembleare. Dunque, a seguito di tale modifica, si è spostato il baricentro della disciplina a favore della protezione degli assetti proprietari esistenti. La regola della passività è stata rimessa al c.d. sistema di *opt in* e non il contrario com'era precedentemente; pertanto, la scelta è rimessa allo statuto delle singole società.

Tale ultima modifica è stata interpretata come una misura congiunturale volta a limitare la contendibilità delle imprese per permettere alle stesse di difendersi adeguatamente in un momento in cui necessitavano di più adeguata protezione, a seguito della crisi finanziaria e dalla conseguente debolezza del valore delle

---

<sup>75</sup> A. Guaccero, G. Nuzzo, *Profili societari delle opa*, in G. Donativi, *Trattato delle Società*, Tomo IV, Torino, 2022, 594-595.

<sup>76</sup> Sul punto si veda M. Maugeri, *Sub Art. 104-ter*, in M. Fratini, G. Gasparri (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Tomo II, Torino, 2012, 1366.

<sup>77</sup> M. Maugeri, *Sub Art. 104-ter*, in M. Fratini, G. Gasparri (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Tomo II, Torino, 2012, 1371.

<sup>78</sup> Decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185 (GU Serie Generale n. 280 del 29 novembre 2008, Suppl. Ordinario n. 263/L), coordinato con la legge di conversione 28 gennaio 2009, n. 2 recante: Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale. (GU Serie Generale n. 22 del 28 gennaio 2009 - Suppl. Ordinario n. 14).

quotazioni delle stesse. Si è osservato come una non dissimile *ratio* protezionistica del mercato domestico ispiri attualmente il legislatore in materia di *golden power*<sup>79</sup>.

Ancora una volta, pertanto, si è assistito ad una commistione tra scelte imprenditoriali e scelte di sistema, che ha generato dubbi sulla base di varie argomentazioni: in primo luogo, la protezione delle imprese italiane e, pertanto, la conservazione dell'italianità era già garantita dall'istituto del *golden share*, applicabile peraltro con riferimento alle imprese di carattere strategico per uno Stato e non certo limitata alle società quotate; in secondo luogo, la normativa precedente consentiva comunque all'assemblea di adottare misure difensive previa deliberazione, in tal modo sacrificando l'interesse degli azionisti di minoranza a beneficiare di un *exit* conveniente in caso di incapacità del socio di controllo. Peraltro, il complesso di barriere tecniche e strutturali rendeva di per sé complesso il conseguimento di un'opera ostile.

La disciplina è stata ulteriormente modificata con il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146<sup>80</sup>, con cui è stato previsto che la regola della passività assurge a regola di *default*, eventualmente derogabile (è stato nuovamente reintrodotta l'*opt out*) con norme statutarie, di talché le società che optino per una minor contendibilità possano essere più facilmente penalizzate dal mercato<sup>81</sup>. La regola di *default* pertanto può essere vista come norma di carattere strutturale volta a garantire la maggior contendibilità del mercato italiano. Secondo una certa linea di pensiero, una regola rigida sulle misure difensive rischierebbe di innescare la c.d. "legge delle conseguenze non volute", per cui, in assenza di misure difensive adeguate e di assetti proprietari concentrati, il pericolo di scalate ostili determinerebbe una riluttanza dell'impresa a crescere e una maggior propensione a ricorrere a forme di "arroccamento" quali gruppi, patti di sindacato e partecipazioni incrociate. Ciò renderebbe auspicabile attribuire la scelta all'autonomia statutaria.

La *ratio* dell'*opt out* è quella di garantire agli azionisti investitori di poter contare sulla certezza che le regole fondamentali del gioco non cambiano se non attraverso norme o meccanismi predeterminati, quale è la deliberazione dell'assemblea straordinaria. Inoltre, la regola di *default* consente di far emergere la direzione in cui è orientato il legislatore, lasciando comunque alle società la possibilità di optare per un sistema diverso.

<sup>79</sup> R. Lener, *Introduzione*, in *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*, Consob Discussion Papers, gennaio 2021, 6-8.

<sup>80</sup> Decreto Legislativo 25 settembre 2009, n. 146, Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229, recante attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto. (09G0155) (GU Serie Generale n. 246 del 22 ottobre 2009).

<sup>81</sup> P. Montalenti, *Mercato del controllo societario e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, in P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Milano Fiori Assago, 2011, 646.



Ai sensi della disciplina ad oggi vigente, pertanto, nonostante diversi interventi normativi diffusi in Europa e ispirati alla necessità di proteggere i c.d. “campioni nazionali” in periodi di crisi dei mercati finanziari, il nostro ordinamento mostra tutt’ora di giudicare la regola di passività con favore: l’organo amministrativo può opporsi al successo dell’opa soltanto previa deliberazione dell’assemblea, dovendo in caso contrario gli amministratori restare neutrali e rispettare fedelmente il carattere proprietario della decisione da prendere sull’offerta. Naturalmente ciò non preclude la possibilità degli amministratori di negoziare termini e condizioni dell’offerta prima che quest’ultima venga promossa o di ricercare altre offerte (la ricerca del c.d. “cavaliere bianco” costituisce una difesa consentita agli amministratori senza previa approvazione assembleare, andando comunque la stessa a vantaggio non solo della società e del suo gruppo di controllo, ma dell’intera compagine azionaria). Va peraltro aggiunto che tale previsione è in linea con la regola per cui la maggior parte delle misure difensive è devoluta alla competenza dell’assemblea.

Il complessivo sistema continua ad incentivare il ricorso all’offerta pubblica quale strumento di tutela delle minoranze e di ricerca dell’efficienza del mercato. Come si è già accennato la regola della passività non opera nel caso in cui l’organo amministrativo abbia avuto conoscenza dell’imminente offerta prima della comunicazione di cui all’art. 102, comma 1, T.U.F., rappresentando, quest’ultimo, il momento a decorrere dal quale grava l’obbligo di neutralità sull’organo amministrativo. Tutto ciò in linea con la Direttiva opa, che richiede un periodo minimo di operatività della regola, dal momento in cui l’offerta, ai fini dell’eventuale autorizzazione assembleare, è resa pubblica mediante la comunicazione suddetta fino a quando non è stato pubblicato il risultato della stessa o non sia decaduta, consentendo tuttavia agli Stati membri di anticipare tale momento.

Il momento a partire dal quale inizia ad operare tale regola è rappresentato dalla data della comunicazione di cui all’art. 102 T.U.F. e tutto ciò anche se i termini dell’offerta saranno resi noti in un momento successivo. Il distacco temporale tra il momento in cui inizia a operare la regola di passività con la suddetta comunicazione e il momento in cui l’emittente viene effettivamente a conoscenza di tutti gli elementi dell’offerta è temperato dalla previsione di un termine massivo di venti giorni tra queste due fasi e dalle necessarie informazioni che il Regolamento emittenti prevede debbano essere presenti nel contenuto della comunicazione. Il periodo temporale cessa con la pubblicazione dell’offerta o con la sua decadenza.

Ci si è interrogati su quale debba essere il momento di chiusura dell’offerta, trattandosi di aspetto non disciplinato dal T.U.F. o dal Regolamento emittenti. Si è tentato di interpretare il concetto di chiusura facendolo coincidere con la chiusura del periodo di adesione, termine entro il quale deve determinarsi il

successo (o l'insuccesso) dell'offerta. Tuttavia, l'interpretazione più in linea con la normativa europea è quella di far coincidere tale termine con la pubblicazione dei risultati dell'offerta. Difatti, ai sensi dell'art. 9 della Direttiva opa, la passività e conseguentemente la necessaria autorizzazione dell'assemblea per l'adozione di eventuali misure difensive, dovrebbe operare finché il risultato dell'offerta non sia stato reso noto. Più facile è interpretare il concetto di decadenza dell'offerta coincidente con la chiusura anticipata della medesima che può avvenire per svariate ragioni: si pensi alla mancata autorizzazione dell'autorità di vigilanza o alla presenza di condizioni risolutive.

È opportuno specificare che la disciplina dell'opa e quindi delle difese trova applicazione limitatamente agli strumenti finanziari che attribuiscono diritto di voto anche su specifici argomenti nell'assemblea ordinaria e straordinaria. Ciò che rileva è la possibilità di esercitare diritti di voto connessi alla titolarità dello strumento. Ci si è interrogati sull'inclusione o meno in tale ambito di applicazione degli strumenti finanziari ibridi, che possono essere dotati di diritti amministrativi ma per i quali è escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Sul punto si tende a dare un'interpretazione ampia includendo anche questi ultimi strumenti in modo da leggere il riferimento all'assemblea ordinaria e straordinaria come un riferimento alle materie di competenza di queste ultime. Argomentando diversamente l'organo amministrativo sarebbe libero di difendersi senza previa autorizzazione assembleare nel caso in cui l'offerta abbia ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni, ma ugualmente dotati del potere di voto su almeno un argomento di competenza assembleare. D'altronde, come si è tentato di osservare precedentemente con riferimento alla nozione di partecipazione, gli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi potrebbero ugualmente incidere sul controllo societario. È inoltre opportuno specificare che ovviamente, quando si parla di titoli, si fa riferimento a titoli di società italiane quotate su mercati regolamentati, per tali intendendosi società quotate con sede nel territorio italiano e con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario<sup>82</sup>, a cui si applica più in generale la disciplina del T.U.F..

Peraltro è necessario sottolineare che l'art. 101-*bis*, comma 3, T.U.F., esclude più in generale l'applicazione della disciplina alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio aventi ad oggetti prodotti finanziari diversi dai titoli; alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio aventi ad oggetti titoli che non attribuiscono diritto di voto sugli argomenti di cui all'art. 105, comma 2 e 3, T.U.F. (nomina degli amministratori e dei membri del consiglio di sorveglianza, e eventuali altri argomenti individuati dalla Consob ai sensi del comma 3); alle opa promesse da

---

<sup>82</sup> Al contrario le società con sede legale in uno Stato comunitario o extracomunitario ma quotate in Italia non saranno soggette alla disciplina italiana del T.U.F., in particolare dell'art. 104.

chi detiene individualmente, direttamente o indirettamente, la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria, non verificandosi in tal caso alcun mutamento del controllo societario e da ultimo alle offerte pubbliche di acquisto promosse su azioni proprie.

Come si è tentato di descrivere in precedenza, esistono anche altri strumenti che consentono di ostacolare il successo di un'opa, quali, ad esempio, maggiorazioni del diritto di voto, clausole attributive di particolari diritti in ordine alla nomina di componenti degli organi sociali e la *poison pill* introdotta dalla legge finanziaria n. 266/2005.

Come anticipato, l'ordinamento europeo ha previsto un'armonizzazione per così dire minima, non pretendendo l'applicazione della regola della neutralizzazione che determina la sterilizzazione automatica di tali strumenti. Conseguentemente, il nostro ordinamento, nel recepire la Direttiva opa, ha adottato una soluzione inversa rispetto a quella della *passivity rule*, prevedendo un meccanismo di *opt in* il quale subordina l'operatività della regola della neutralizzazione all'esistenza di un'apposita e specifica clausola statutaria. L'art. 104-bis, comma 1, T.U.F., stabilisce che, fermo quanto previsto nell'art. 123, comma 3, T.U.F. ossia che gli azionisti che intendono aderire ad un'opa possono recedere senza preavviso da eventuali patti parasociali, non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento dei titoli, né le limitazioni del diritto di voto previsti nello statuto o nei patti parasociali e da ultimo, è previsto che le azioni a voto plurimo possano conferire un unico voto. Inoltre, quando l'offerente venga a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza le azioni a voto plurimo conferiscono un solo voto, non hanno effetto le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o nei patti parasociali, né qualsiasi diritto speciale previsto nello statuto in materia di nomina o revoca dei componenti degli organi sociali, né le maggiorazioni al diritto di voto. Ovviamente il comma 4 prevede inoltre che non si applicano tali disposizioni alle limitazioni statutarie del diritto di voto, costituite da titoli dotati di privilegi di natura esclusivamente patrimoniale, cioè le c.d. azioni di risparmio. Da ultimo, nel caso in cui operi la regola di neutralizzazione, l'offerente sarà tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari di diritti che vengono limitati a causa di tale regola.

Per giunta l'ultimo comma dell'art. 104-bis T.U.F. precisa che sarebbero rimaste inalterate le disposizioni dettate dall'art. 2 del D.L. n. 332/1994, la c.d. legge sulle privatizzazioni, con cui sono stati introdotti i poteri speciali dello Stato e un limite massimo non superiore al 5% del possesso azionario, tema ampiamente affrontato nel primo capitolo. La norma, come si è illustrato, è stata abroga-

ta e ampiamente sostituita dalla D.L. n. 21/2012 sul *golden power*. È interessante rilevare che già all'epoca si voleva specificare che la regola della neutralizzazione non avrebbe avuto alcun effetto sui poteri speciali, circostanza di cui oggi non avrebbe senso dubitare essendo i poteri speciali di natura amministrativa, non più uno strumento di diritto societario, e potendo in ogni caso risolversi il conflitto a favore del *golden power* stante la specialità e la posteriorità della sua disciplina.

Si è fatto precedentemente cenno ai patti parasociali che possono costituire una forma di difesa tecnica per ostacolare il successo di un'opa. Tuttavia, parte della dottrina ha correttamente osservato che si tratta di una difesa difficilmente realizzabile al punto che si è parlato di un "eclissi del patto parasociale" nel contesto di un'opa<sup>83</sup>. Va detto infatti che se è prevista la regola di neutralizzazione un eventuale sindacato di voto sarà del tutto inefficace. Ove non sia prevista tale regola, gli azionisti potranno recedere senza preavviso tanto da un sindacato di voto che da un sindacato di blocco ai sensi dell'art. 123, comma 3, T.U.F.<sup>84</sup>.

A seguito dell'abolizione del quorum speciale, l'unica peculiarità dello svolgimento delle assemblee necessarie per la deliberazione sulle misure difensive è che l'avviso di convocazione sia pubblicato entro il quindicesimo giorno precedente all'assemblea. Dato che la convocazione dell'assemblea può cadere a ridosso del termine di adesione, il Regolamento emittenti stabilisce che in tal caso quest'ultimo termine è prorogato in modo che dalla data dell'assemblea decorrano dieci giorni.

Dal panorama che si è cercato di descrivere emerge la profonda differenza tra l'ordinamento italiano (ed europeo) e quello statunitense.

Va detto infatti che, nonostante sia stata la dottrina statunitense a postulare la positività delle offerte pubbliche anche ostili quale strumento di efficienza di un mercato del controllo, le Corti statali (essendo il diritto societario una competenza statale) hanno avuto un orientamento non pregiudizialmente ostile alle misure difensive elaborate dal *management*. Al contrario, nell'ordinamento europeo e in quello italiano si è cercato di limitare la libertà dell'organo amministrativo nell'adozione di misure difensive, subordinando l'esercizio del relativo potere alla preventiva autorizzazione dell'assemblea dei soci. Tali differenze si spiegano anche in considerazione della peculiarità delle strutture societarie statunitensi, caratterizzate da un azionariato particolarmente diffuso in cui vi è una generale competenza decisionale del *board*. Diversamente, nel sistema italiano gli assetti proprietari sono più concentrati e la maggior parte delle decisioni sono di competenza dell'assemblea. La disposizione dell'art. 104 T.U.F., pertanto, ha un effet-

<sup>83</sup> M. Pinnarò, *Sub art. 122 e 123*, in M. Fratini, G. Gasparri, *Testo Unico della Finanza, op. cit.*, pp. 1690 ss.

<sup>84</sup> A. Guaccero, G. Nuzzo, *Profili societari delle OPA*, in G. Donativi (a cura di), *Trattato delle Società*, Tomo IV, Torino, 2022, 581-613.

to limitato riferendosi ad un numero circoscritto di ipotesi difensive di competenza amministrativa<sup>85</sup>.

Nonostante ciò, si è affermato da parte della dottrina che nell'ordinamento italiano si tende a ritenere prevalenti le esigenze della difesa e recessive quelle della contendibilità, scoraggiando ricambi del controllo non voluti. Tanto che, come rilevato in un paper Consob<sup>86</sup>, di 174 opa lanciate nell'anno oggetto di osservazione da parte della Commissione solo 10 sono risultate essere propriamente ostili. Se si aggiunge a ciò un sempre più vasto ambito di operatività del *golden power* ci si potrebbe interrogare se non si tenda a pregiudicare in misura eccessiva la contendibilità delle società e se l'ordinamento consideri ancora il ricambio del controllo un valore da tutelare.

#### 4. Opa, misure difensive e golden power: lo spazio per la contendibilità

Focalizzando l'attenzione più specificamente sul tema del controllo degli investimenti stranieri sono state fatte, sul punto, alcune riflessioni. La disciplina del *golden power* presenta delle assonanze con quanto detto finora. Infatti, quanto meno per gli effetti che potrebbero determinare, i poteri speciali impattano sul tema della contendibilità del controllo societario e del trasferimento dello stesso. Impattano, in senso diretto, sul tema del trasferimento del controllo perché possono tradursi in misure idonee ad ostacolare il buon esito di un'offerta pubblica d'acquisto o a modificare le condizioni della stessa, e, in tal senso, sono evidenti le similitudini con gli effetti che possono prodursi a seguito dell'adozione di misure difensive.

I poteri speciali, però, operano anche come barriere tecniche e come tali rappresentano degli strumenti che possono scoraggiare il "lancio" di un'offerta su una società ritenuta strategica, rendendola per l'investitore meno appetibile di un'altra società che esula dal perimetro di *screening* governativo. Come si è cercato di osservare precedentemente, infatti, la soluzione prevista dal Legislatore di sospensione dei diritti di voto e degli altri diritti diversi da quelli a contenuto patrimoniale, che viene adottata nelle more del procedimento governativo e che si giustifica al fine di escludere qualunque tipo di influenza nella gestione della società dell'aspirante socio di controllo, determina delle difficoltà nel funzionamento dell'assemblea, stravolgendo i tipici meccanismi assembleari. Se a ciò

---

<sup>85</sup> A. Guaccero, N. Ciocca, *Art. 104 Difese*, in M. Fratini, G. Gasparri, *Testo Unico della Finanza*, op. cit., pp. 1315 ss.

<sup>86</sup> F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo, R. Lener, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*, Consob, Discussion Papers, Gennaio 2021.

si aggiunge l'incertezza circa l'ambito applicativo della disciplina (in continua evoluzione) sul *golden power* e circa le possibili misure del governo, per di più in un ambito in cui, per l'onerosità delle operazioni, si tende a guardare con sfavore qualunque forma di rischio, è facile comprendere come il *golden power* possa rappresentare un notevole deterrente ad un'eventuale scalata e, dunque, finisca per incidere sul tema del trasferimento del controllo analogamente all'adozione di qualunque misura difensiva.

Ciò rischia di determinare forme di concorrenza, non solo tra ordinamenti diversi, ma anche tra settori, a seconda che rientrino o meno nell'ambito applicativo della disciplina, con conseguente distorsioni nella efficiente allocazione delle risorse e degli investimenti. Si può osservare poi, dalla panoramica appena esposta, che esistono strumenti limitativi degli investimenti, o meglio che possono essere piegati a tal fine, benché non introdotti a tale scopo. Si tratta, tuttavia, di forme di controllo che, diversamente dal *golden power*, sono rimesse a soggetti privati, ossia ai soci della società *target* e agli amministratori. In tal caso, il rischio è quello di una contaminazione tra scelte imprenditoriali e scelte di sistema.

È stato, del resto, criticamente rilevato che la regola di reciprocità e, cioè, quella previsione che consente di esonerare la società *target* dalle regole di passività e neutralizzazione quando la società acquirente non è soggetta alle medesime regole, possa essere piegata a finalità latamente protezionistiche, consentendo all'organo amministrativo ampia libertà di difendersi nei confronti di tutte quelle società che, in ragione della loro nazionalità, non siano soggette alle medesime limitazioni. Si è cercato di giustificare tale norma sulla base di un generale principio di parità di trattamento tra offerente e *target*. Tuttavia, analizzando approfonditamente tale situazione, si è notato come vi possa essere un'effettiva alterazione della parità di trattamento soltanto nel caso in cui la società *target* voglia adottare una difesa c.d. *Pacman*, cioè quel peculiare tipo di difesa, attuata mediante una c.d. "strategia di attacco" nei confronti della società offerente che consiste nel lanciare un'opa ostile su quest'ultima.

Non c'è pertanto una logica societaria che giustifichi una modifica delle regole di *governance* per il semplice fatto che la società offerente, in caso di difesa *Pacman*, abbia maggiore libertà di difesa rispetto alla *target* originaria. Si è affermato come tale norma, transcendendo la natura interpretata del rapporto tra *target* e scalatore, rischi di diventare strumento di ostacolo al conseguimento di un'offerta pubblica d'acquisto<sup>87</sup>. E, dunque, norme di questo genere potrebbero rappresentare, ancor prima del *golden power*, un mezzo in grado di impedire o comunque di rallentare gli investimenti stranieri, questa volta sul piano del diritto societario<sup>88</sup>.

<sup>87</sup> A. Guaccero, *Compliance e tutela degli investimenti esteri diretti*, in G. Napolitano, *op. cit.*, 149-150.

<sup>88</sup> *Ibidem*.

Ancora, si è precisato che l'interesse sociale debba rappresentare il limite al fine di evitare che la clausola di reciprocità rappresenti uno strumento utilizzato dal socio di controllo al fine di conservare la propria posizione, con il rischio di pregiudicare l'obiettivo della massimizzazione del valore azionario<sup>89</sup>. Si è così cercato di individuare la *ratio*, non comprendendo l'effettiva funzione della clausola di reciprocità in termini di diritto societario, nel tentativo di limitare il c.d. *forum shopping* verso ordinamenti che consentono sempre e comunque ampia libertà di difesa<sup>90</sup>. È opportuno osservare che mentre il *golden power*, pur avendo un ambito di applicazione ben più ampio, è stato utilizzato dal governo, quanto meno nella sua forma più invasiva rappresentata dal potere di opposizione, quasi esclusivamente nei confronti di paesi non alleati e con sistemi democratici profondamente diversi dal nostro (Cina e Russia), al contrario regole quali quella di reciprocità sono rimesse alla sostanziale volontà degli azionisti e sono potenzialmente applicabili anche nei confronti di Paesi tradizionalmente vicini, quali gli Stati Uniti ed altri Paesi europei, per la semplice ragione dell'assenza di una regola analoga nell'ordinamento di appartenenza. Si tratta, più in generale, di rimedi di natura non solo giuridica, ma frutto di scelte di natura giuspolitica e di politica del diritto, che tuttavia richiederebbero forse un maggior grado di armonizzazione, non solo nell'ordinamento interno, ma anche a livello europeo.

Più recentemente, si è osservato che una *passivity rule* robusta preoccupa il Governo italiano in ragione della più facile scalabilità di società quotate da parte di investitori stranieri ritenuti "non graditi". Perciò, in varie occasioni si è auspicata maggiore flessibilità di azione a tali società, consentendole di difendersi da sole. In tal senso è stato proposto che la *passivity rule* – pur continuando a costituire norma di *default* per tutte le società, ferma la possibilità statutaria di *opt out*, non volendosi mettere in dubbio in termini generali l'importanza della contendibilità quale valore volto alla migliore allocazione delle risorse – venga disapplicata in presenza di società ritenute strategiche, atteso che l'interesse sociale e collettivo di queste ultime potrebbe giustificare un utilizzo più attivo delle misure difensive<sup>91</sup>. C'è chi ha, addirittura, proposto al riguardo il ritorno al sistema di *opt in* e in ogni caso l'introduzione di una deroga alla regola della passività per le società strategiche così da garantire loro capacità di difesa<sup>92</sup>.

---

<sup>89</sup> Si veda A. Guaccero, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, 267 ss.

<sup>90</sup> A. Guaccero, E.J. Pan, M. Chester, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA e Europa*, in *Riv. Soc.*, 2008, 6, 1372-1373.

<sup>91</sup> A. Sacco Ginevri, *Quali regole per il gioco dell'OPA? Alcune proposte a 30 anni dalla legge n. 149 del 1992*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, 4, 513 ss.

<sup>92</sup> In tal senso si veda G. Strampelli, A. Zoppini, *Il capitalismo italiano, le OPA e la tutela delle minoranze*, in *IlSole24Ore*, 3 settembre 2022.

Naturalmente non si può non tenere conto che le ragioni della contendibilità societaria risulterebbero in tal modo fortemente indebolite e che, in ogni caso, la difesa spesso può essere mossa da istinti autoconservativi e dunque non necessariamente verrebbe tutelato l'interesse collettivo.

La protezione di interessi ritenuti "strategici", in un contesto economico aperto e concorrenziale, ripropone in seno all'Unione europea le tematiche connesse al fondamento del "patriottismo economico".

Perché tale tutela non venga considerata una forma di protezionismo, incompatibile con la disciplina europea, è necessario che non vi siano motivazioni di natura puramente economica e siano, piuttosto, misure proporzionate e prevedibili dagli investitori. In ogni caso si pone un tema di coordinamento tra le ragioni ispiratrici del *golden power*, su cui non ci si soffermerà oltre, e il principio della contendibilità e del controllo societario, che certamente rappresenta un tema di sicuro rilievo.

Rimane pertanto un problema di interpretazione, ossia cosa debba intendersi per "società strategiche" e per "tutela degli interessi nazionali": l'elenco è molto vasto e pertanto è difficile individuare una deroga per le stesse; per di più occorre considerare che non sempre lo Stato è azionista e dunque non sempre potrebbero operare adeguatamente tali meccanismi societari. Infatti, se le società soggette alle *golden share* avevano quale matrice comune quella di essere le società uscenti dal processo di privatizzazione, al contrario l'elenco delle società strategiche risulta molto più indefinito e di non facile individuazione. Ovviamente non si può non avere a mente che se si vuole realmente incidere sulla materia, con un intervento quanto più pervasivo possibile, al fine di creare quel mercato unico europeo auspicato da molti, non si può prescindere da un'armonizzazione legislativa a livello europeo.

##### 5. *Diritto di recesso ex art. 2473 c.c. e il mancato disinvestimento azionario*

Da ultimo, le norme del *golden power* rischiano di pregiudicare un tema fondamentale del diritto societario, quello del disinvestimento del socio di società *chiuse*, ossia del suo recesso. Nel caso del recesso, come noto, il contenuto della posizione giuridica astrattamente meritevole di protezione non si esaurisce nel solo profilo concernente il rimborso del valore della liquidazione della partecipazione (il c.d. diritto al valore della partecipazione) ma include anche la libertà e, pertanto, l'autonomia del socio di determinarsi dinanzi a un cambiamento delle regole del gioco deliberato dalla società (c.d. "diritto al disinvestimento della



partecipazione<sup>93</sup>). Il diritto al disinvestimento, del resto, non ha modo di porsi e non può essere esercitato in caso di morte o di esclusione dal socio dalla società: in tal caso, infatti, si tratta di eventi non prevedibili o che comunque sono contrari alla volontà del socio e la liquidazione della partecipazione avviene indipendentemente da una effettiva decisione di disinvestimento.

Si è sostenuto che il diritto di recesso comprende l'assoluta autonomia del socio nel decidere se vendere la propria quota ovvero se recedere dalla società a suo piacimento ovvero addirittura se chiederne – qualora abbia o raggiunga con altri la maggioranza necessaria – la messa in liquidazione al fine di realizzare al meglio e, pertanto, di massimizzare il valore del suo investimento<sup>94</sup>. Inoltre, sebbene in un contesto diverso, è stato sostenuto che impedire o limitare il recesso del socio equivarrebbe ad un esproprio del diritto di proprietà in violazione dell'art. 42 della Costituzione e che, nel caso di specie, pur comprendendone le ragioni si potrebbe comunque prendere in considerazione l'idea di corrispondere al socio un indennizzo. In realtà, si ritiene sarebbe più corretto parlare di una forma di "compensazione" non essendovi alcuna forma di espropriazione ma semplicemente una limitazione al disinvestimento del socio.

È noto che la tutela accordata dall'ordinamento europeo al diritto di proprietà, nell'assumere a proprio referente concettuale la nozione di "bene"<sup>95</sup>, prescinde dalle qualificazioni formali operate nei singoli Stati membri e si presta, dunque, ad essere estesa a ogni diritto, interesse o situazione soggettiva a rilevanza patrimoniale, in coincidenza con l'art. 42 della Costituzione. Una simile prospettiva presenta una serie di ordini di implicazioni in un discorso dedicato alla tutela costituzionale della proprietà azionaria. Infatti, essa consente, in primo luogo, di attrarre all'alveo di quella tutela l'intera dimensione patrimoniale della partecipazione azionaria e quindi sia il suo valore fondamentale, ossia l'utilità economica che il socio potrebbe realizzare investendo nella società (c.d. valore d'uso), sia il suo valore che il socio potrebbe realizzare disinvestendo dalla società (c.d. valore di scambio). Inoltre, consente di adottare una considerazione analitica della partecipazione e di attrarre in tale ambito di tutela sia la partecipazione in quanto tale sia i singoli diritti ad essa inerenti, ivi compreso il diritto di recesso<sup>96</sup>.

---

<sup>93</sup> M. Maugeri, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in *Rivista delle Società*, 2012, 6, 994.

<sup>94</sup> Ordinanza monocratica del Tribunale di Napoli 24 marzo 2016.

<sup>95</sup> Art. 1, comma 1, Primo Protocollo addizionale CEDU: «Ogni persona fisica o giuridica ha diritto al rispetto dei suoi beni»; Art. 17, comma 1, Carta di Nizza: «Ogni persona ha diritto di godere della proprietà dei beni che ha acquistato legalmente, di usarli, di disporne e di lasciarli in eredità».

<sup>96</sup> N. Abriani, *La proprietà come diritto dell'individuo: tra diritto internazionale, diritto comunitario e disciplina interna*, in *Giur. It.*, 2010, 2229 ss. Si pensi al caso di un provvedimento normativo, il quale in futuro elidesse l'istituto della maggiorazione del voto o la categoria delle azioni a voto plurimo, in tal modo elidendo la sfera partecipativa di coloro che abbiano già conseguito la maggiorazione o siano titolari di quella azione.

In questa situazione, si tratta di stabilire se vi siano gli estremi per una compensazione dovuta alla limitazione del diritto del socio al disinvestimento.

Inoltre, si è affermato che l'esclusione o la limitazione del recesso colliderebbe con la norma di cui all'art. 2437 c.c., che consente di rendere più oneroso il diritto di recesso ma non di escluderlo<sup>97</sup>.

Una duplicità di piani, quella appena evidenziata, che a sua volta riflette la duplicità di dimensione giuridica nella quale si presta ad essere inquadrato l'investimento azionario, ossia come "partecipazione" ad un'attività imprenditoriale generatrice di valore e come "bene", idoneo ad essere negoziato sul mercato c.d. secondario e quindi a procurare al suo titolare la monetizzazione del relativo valore.

Nello scenario che si è tentato di descrivere – nel quale il diritto al disinvestimento del socio, nella forma della negoziazione della partecipazione sul mercato o in quella di recesso e sua liquidazione, costituisce uno degli elementi fondanti del sistema – risultano evidenti le possibili incongruenze che possono generarsi tutte le volte in cui l'esercizio dei poteri speciali si traducono in una limitazione o addirittura in un impedimento al trasferimento delle partecipazioni, di modo che il socio non soltanto non possa vendere e disinvestire ma allo stesso tempo rischi di essere costretto a continuare a compartecipare a un'impresa di cui non ha più interesse e che potrebbe perdere appetibilità nel mercato a seguito dell'esercizio dell'opposizione governativa. Può, dunque, opinarsi circa l'adeguatezza di strumenti, quali i poteri speciali, con il "sistema di mercato" sul quale si fonda l'ordinamento nazionale, basato su scelte decentrate, rimesse ai singoli azionisti che hanno investito e rischiato il proprio risparmio, i quali tendenzialmente devono avere la possibilità di determinarsi in merito ai propri investimenti e che, invece, verrebbero in un certo modo esautorati delle relative prerogative, in conseguenza di scelte governative.

Tale situazione di apparente contraddittorietà, tuttavia, non può stupire più di tanto se si considera che la stessa è dovuta alla coesistenza di interessi eterogenei, ma egualmente rilevanti, di cui l'ordinamento deve farsi carico nella ricerca di un adeguato ed efficiente punto di equilibrio: l'interesse dell'azionista al disinvestimento, da una parte, e quello governativo a tutelare interessi generali che potrebbero essere pregiudicati da operazioni non gradite riguardanti imprese strategiche, dall'altra. Da ciò ci si può chiedere se possa essere prevista una forma di risarcimento del danno o di compensazione/indennizzo come era stato soltanto accennato dal Ministro dell'Economia, G. Giorgetti, qualche anno fa<sup>98</sup> nei confronti del socio o dell'imprenditore che si vede limitata la possibilità di disinvestire. Fatto sta che la disciplina del *golden power* comporta inevitabilmente un

<sup>97</sup> Ordinanza monocratica del Tribunale di Napoli 24 marzo 2016

<sup>98</sup> *Italy may compensate firms hit by anti-takeover powers*, di G. Fonte, in *Reuters*, 10 dicembre 2021

indebolimento del principio di tendenziale proporzionalità tra rischio di impresa e gestione societaria.

Nella ricerca di un equo bilanciamento tra le esigenze del mercato e quelle della sicurezza e della difesa nazionali, occorre non dimenticare che le società commerciali, anche quando esercitano poteri di pubblico servizio e pure quando sono partecipate dallo Stato o da enti pubblici, restano organismi di diritto privato, soggetti alla disciplina codicistica e volti prioritariamente alla realizzazione dello scopo loro proprio, ossia la realizzazione di un profitto da distribuirsi tra i soci/investitori (c.d. lucro oggettivo e soggettivo), pur nella tendenziale salvaguardia degli interessi di cui risultano portatori tutti i soggetti coinvolti nella loro attività<sup>99 100</sup>.

E, in tale prospettiva, appare opportuno sottolineare e recepire quelle opzioni interpretative e applicative, la cui importanza è stata più volte ribadita dalla Corte di Giustizia Europea, volte a circoscrivere il potenziale impatto del *golden power* sulle ordinarie dinamiche delle società e del mercato mediante una opportuna delimitazione delle fattispecie rilevanti, da restringere a quelle veramente idonee a reagire su interessi strategici, e ad una configurazione altrettanto rigorosa della relativa disciplina, attraverso l'introduzione di parametri e criteri *oggettivi* di esercizio dei poteri governativi i quali, per quanto possibile, sottraggano detto esercizio alle mutevoli determinazioni di singoli organi politici e consentano ai soggetti loro destinatari di prevedere il contenuto delle decisioni che saranno assunte e, se del caso, di essere indennizzati del sacrificio eventualmente loro imposto. Solo in tal modo, si ritiene, è possibile giungere ad un temperamento dei vari interessi tutelati effettivamente capace di limitare il sacrificio delle ragioni del mercato e delle imprese alle sole ipotesi in cui si configuri una concreta esigenza di salvaguardare interessi generali di rilevanza strategica e nella sola misura in cui ciò risulti necessario.

Detto questo, non si può non osservare che, diversamente da quanto originariamente previsto dalla disciplina del *golden share*, non è più esplicitamente prevista l'attribuzione del diritto di recesso ai soci delle società strategiche per le ipotesi di assoggettamento di un'impresa al regime dei poteri speciali governativi. Tale lacuna si manifesta, per di più, in un ordinamento – quale quello odierno – in cui le imprese soggette ai poteri speciali sono più numerose e l'inciden-

---

<sup>99</sup> A. Sacco Ginevri, *Golden powers e funzione delle imprese strategiche*, in G. napolitano, *op. cit.*, 156-157, che riporta le parole di C. Vivante, *Trattato di diritto commerciale*, Vol. II, *Le società commerciali*, 1903, Milano, 23 ss.

<sup>100</sup> C. Angelici, *La società per azioni e gli "altri"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di P.G. Jaeger*, Milano, 2010, 47, in cui l'autore evidenzia che «quando lo Stato sceglie tecniche privatistiche per intervenire nell'economia, ed evidentemente per ragioni di interesse pubblico, è di nuovo alla forma della società per azioni che soprattutto ricorre» in quanto esso appare il modello organizzativo «particolarmente in grado, a differenza degli altri tipi societari, di recepire al suo interno anche interessi non solo dei soci».

za del *golden power* è maggiore sulla sfera organizzativa e gestionale dell'organo societario, in tal senso equiparando l'assoggettamento ai poteri governativi ad una modifica dell'organizzazione societaria di rilevanza tale da incidere sensibilmente sulle condizioni di rischio dell'investimento azionario<sup>101</sup>. In tal modo i poteri speciali hanno perso quella funzione di strumento funzionale alla privatizzazione delle società pubbliche per divenire dei potenziali strumenti di controllo esterno del governo, in grado di influenzare gli assetti proprietari e l'operatività di tutte le imprese attive in settori strategici, ogni qualvolta gli interessi pubblici essenziali siano messi o rischiano di essere messi seriamente a repentaglio.

Nella prospettiva tracciata l'interesse pubblico potrebbe prevalere sull'interesse privato ad una conduzione dell'attività economica secondo logiche meramente imprenditoriali, in una dialettica tra Stato e Mercato che, del resto, è periodicamente destinata a riaffiorare nel nostro ordinamento. Non si vuole, ovviamente, con ciò negare l'utilità di tale strumento soprattutto per la tutela di imprese strategiche da acquisizioni predatorie, specialmente nel caso in cui gli offerenti siano fondi sovrani o, più in generale, soggetti legati a "potenze" straniere, che rischiano di mettere a repentaglio la sicurezza nazionale.

Alla luce delle considerazioni fin qui svolte, la disciplina attuale induce a pensare ad una realtà profondamente cambiata e destinata a subire ulteriori evoluzioni<sup>102</sup>, specialmente in periodi in cui le debolezze strutturali riconducibili alla congiuntura in atto rischiano di mettere in pericolo l'intero sistema economico nazionale, in cui lo Stato torna a svolgere il ruolo di "doganiere" ed è chiamato a proteggere le imprese strategiche da tali rischi. L'interrogativo che si pone, pertanto, rimane quello se tali misure saranno giudicate come necessarie e proporzionate agli obiettivi perseguiti.

---

<sup>101</sup> A. Sacco Ginevri, *Golden powers e funzione delle imprese strategiche*, in G. Napolitano, *op. cit.*, 156-157.

<sup>102</sup> R. Magliano, *La ricerca di equilibrio tra investimenti esteri diretti e interventi emergenziali a tutela dell'interesse strategico nazionale: una sfida per l'Unione Europea*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, Dicembre 2021, 4, 1057.

*Affinità e interferenze tra poteri speciali e diritto societario*

Nel presente lavoro si intende concentrare l'attenzione sulle questioni di carattere più propriamente interpretativo poste dalla lettura della disciplina italiana del *golden power*, anche e soprattutto alla luce dei principi e delle regole dell'ordinamento societario nel quale detta disciplina è destinata ad operare. Se, infatti, è vero che, nel tempo, la disciplina nazionale dei poteri speciali, inizialmente pensata dal Legislatore quale parte integrante del diritto societario, si è resa da esso progressivamente autonoma e ha assunto una connotazione propriamente pubblicistica, è altrettanto vero che, pure nella sua rinnovata veste, la stessa disciplina continua ad incidere sulla organizzazione e sulle vicende di imprese organizzate in forma societaria e, quindi, impone all'interprete uno sforzo di armonizzazione con le regole e con i principi da cui tale organizzazione e tali vicende sono rette.

*Affinities and interferences between special powers and corporate law*

This paper is intended to analyze the more properly interpretative questions posed by the reading of the Italian discipline of golden power, also and above all in light of the principles and rules of the corporate system in which said discipline is intended to operate. If, in fact, it is true that, over time, the national discipline of golden powers, initially conceived by the Legislator as an integral part of corporate law, has become progressively autonomous from it and has assumed a properly publicist connotation, it is equally true that, even in its renewed guise, the same discipline continues to affect the organization and events of companies organized in corporate form and, therefore, imposes on the interpreter an effort of harmonization with the rules and principles by which such organization and such events are governed.

