

DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO

Il/la sottoscritto/a

COGNOME

NOME

Matricola di iscrizione al dottorato

Titolo della Tesi:

Dottorato di ricerca in

Ciclo

Tutor del dottorando

Anno di discussione

DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999 prot. n. 224/1999, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;
- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);

- 4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:
- tesi di dottorato (titolo tesi) *Libertà di circolazione dei capitali e corporate governance delle società con poteri speciali*;
 - di (cognome e nome del dottorando) De Nadai Marco ;
 - discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi - Milano nell'anno 2013;
 - La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;
 - **solo nel caso sia stata sottoscritta apposita altra dichiarazione con richiesta di embargo:** La tesi è soggetta ad embargo della durata di mesi (indicare durata embargo);
- 5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviata ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;
- 6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- 7) **scegliere l'ipotesi 7a o 7b indicate di seguito:**
- 7^a) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

Oppure

- 7b) che la tesi di Dottorato rientra in una delle ipotesi di embargo previste nell'apposita dichiarazione "**RICHIESTA DI EMBARGO DELLA TESI DI DOTTORATO**" sottoscritta a parte.

Data 28 gennaio 2013

COGNOME

De Nadai

NOME

Marco

INDICE

CAPITOLO I

INQUADRAMENTO DELLE LIBERTÀ FONDAMENTALI COMUNITARIE IN MATERIA DI SOCIETÀ E POTERI SPECIALI

1. Premessa.....	7
2. Il diritto societario europeo: cenni sui tentativi di armonizzazione e sugli obiettivi della policy comunitaria...	9
3. La libertà di stabilimento e la libertà di circolazione dei capitali: in particolare, l'applicabilità di una delle due libertà nelle ipotesi di compravendita azionaria con acquisto o meno del "controllo"	15
4. La genesi e l'evoluzione della liberalizzazione dei capitali nelle disposizioni del Trattato: le differenze rispetto alle altre libertà fondamentali.....	18
5. La disciplina dei "movimenti di capitali": gli investimenti diretti e gli investimenti di "portafoglio".....	22
6. Il catalogo comunitario delle restrizioni agli investimenti (diretti e di "portafoglio") e le condizioni per la giustificazione della misura restrittiva nazionale.....	23
7. I "poteri speciali" e la natura pubblica dell'ente titolare.....	26
8. La giurisprudenza della Corte di Giustizia sui "poteri speciali": il caso "AEM – Federconsumatori"	33
9. La sentenza "Volkswagen"	35
10. La giurisprudenza comunitaria sulle "restrizioni" alla libertà di circolazione dei capitali.....	40
11. Considerazioni preliminari sull'esistenza di "poteri speciali" in mano privata.....	47

CAPITOLO II
LE RESTRIZIONI AGLI INVESTIMENTI INTRA UE NELLA
NORMATIVA INTERNA

1. Le restrizioni agli investimenti indiretti: la nomina pubblica diretta alle cariche sociali. Premessa sul “ruolo” della partecipazione pubblica nelle società con “poteri speciali” dello Stato.....	49
1.1. Natura giuridica delle società “pubbliche”.....	52
1.2. La causa pubblica rinvenibile nel dato normativo: in particolare, l’art. 2449 c.c.....	54
2. Nomina diretta degli organi sociali e lesione dei diritti “individuali” e “invulnerabili” del socio: ovvero se l’introduzione del potere speciale di nomina durante societate rappresenta una lesione dei diritti degli (altri) soci. Inquadramento della questione.....	56
2.1. (Segue): la nomina diretta extra-assembleare quale “variabile organizzativa” dell’assetto di <i>governance</i> delle società. Critica alla tesi volta a ipotizzare una lesione dei “ <i>wohlerworbene Rechte</i> ”	63
3. Il parametro della “proporzionalità” tra seggi e partecipazione azionaria e l’assoggettabilità alla disciplina di diritto societario comune.....	66
4. Cenni su questioni applicative inerenti alla riduzione della soglia di partecipazione dell’ente pubblico sotto la soglia di proporzionalità.....	71
5. La nomina diretta degli organi sociali come diritto incorporato in azioni di categoria di diritto comune (o in strumenti finanziari partecipativi): ovvero, la creazione di una nuova “golden share” in mano pubblica e l’irrelevanza	

delle regole di diritto societario comune.....	73
5.1. Ancora sull'irrelevanza della tesi volta a giustificare i poteri speciali in virtù del medesimo effetto conferito dalle regole di diritto societario interno: l'esempio dei "diritti particolari" della s.r.l. in mano pubblica.....	79
6. Poteri speciali e restrizioni agli investimenti "diretti" che prescindono dalla proporzionalità tra rischio e potere....	81
6.1. Le normative nazionali a tutela delle imprese strategiche: le discipline previste in Francia e Germania.....	84
6.2. La disciplina italiana: ovvero la legge 11 maggio 2012, n. 56.....	88
6.3. Sui "nuovi" poteri speciali dello Stato: prime conclusioni a margine delle misure restrittive degli Stati membri limitatamente alle imprese "strategiche"	91

CAPITOLO III

REGOLE DI DIRITTO SOCIETARIO COMUNE E LIBERTA' DI CIRCOLAZIONE DEI CAPITALI

1. Premessa: <i>golden shares</i> , strutture azionarie e deviazione dal modello " <i>one share one vote</i> "	93
2. Diritti di "categoria" e limiti statutari.....	96
3. Introduzione sul principio di proporzionalità tra potere e controllo (" <i>One Share One Vote</i> ")......	97
4. Le deviazioni dal modello " <i>One Share One Vote</i> " quale strumento di conservazione del controllo azionario nelle società di capitali.....	98
5. L'influenza sul "mercato" delle acquisizioni societarie del principio " <i>One Share One Vote</i> ". Le tesi della dottrina. Alcune osservazioni sul tema.....	104
6. Poteri speciali "in mano privata"?: ovvero l'attribuzione di diritti particolari ai "soci fedeli" nelle	

società quotate di cui all'art. 127- <i>quater</i> TUF.....	111
6.1. Diritti particolari dei "soci fedeli" e voto capitario nelle società per azioni.....	113
6.2. Art. 127- <i>quater</i> TUF e diritto comunitario: ovvero la sua possibile qualificazione alla stregua di un "potere speciale".....	115
7. La tesi che nega la natura "restrittiva" delle regole di diritto societario comune.....	119
8. La tesi secondo cui <i>anche</i> le regole di diritto societario comune possono essere considerate restrittive della libertà di circolazione dei capitali.....	123
9. Prime conclusioni sulla "restrittività" dei poteri speciali "in mano privata".....	127
10. Conclusioni: sull'intangibilità delle regole di diritto societario comune nella prospettiva comunitaria.....	129
Bibliografia.....	135

CAPITOLO I

INQUADRAMENTO DELLE LIBERTÀ FONDAMENTALI COMUNITARIE IN MATERIA DI SOCIETÀ E POTERI SPECIALI

1. Premessa.

Negli ultimi anni, la letteratura europea ha molto discusso del grado di “pervasività” delle libertà fondamentali comunitarie nella materia societaria¹. Fino all’ormai celeberrima giurisprudenza *Centros*², i giudici della Corte di Giustizia europea parevano orientati a svolgere un ruolo maggiormente attento alle prerogative ed alle sovranità nazionali e teso soltanto ad assolvere una funzione propulsiva dell’osservanza dei principi comunitari. Ora, soprattutto grazie alla giurisprudenza successiva, come la sentenza *Volkswagen* della Corte di Giustizia, di cui si tratterà *infra*, molti commentatori hanno sottolineato un cambiamento di approccio³.

Tale pronuncia è stata infatti salutata dalla dottrina europea come un mutamento radicale di indirizzo da parte del giudice europeo, in un senso maggiormente “invasivo” delle prerogative nazionali. Al di là del caso specifico affrontato, l’idea che la Corte di Giustizia abbia cambiato il proprio atteggiamento nei confronti dei diritti nazionali degli Stati membri è circostanza che, a mio avviso, sorprende non poco considerata la sostanziale “conservatività” finora dimostrata

¹ *Ex multis* e tra i più recenti, si vedano RINGE, *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1295905>; RINGE, *Is Volkswagen the new Centros? Free movement of capital's Impact on Company Law*, in Prentice and Reisberg, *Corporate Finance Law in the UK and EU*, Oxford, 2011, 461 e ss.; VOSSESTEIN, *Modernization of European company law and corporate governance. Some Considerations on its Legal Limits*, Wolters Kluwer, 2010; VOSSESTEIN, *Volkswagen: The State of Affairs of Golden Shares, General Company Law and European Free Movement of Capital*, in *European Company and Financial law Review (ECFR)*, 2008, 115-133; ZUMBANSEN – SAAN, *The ECJ, Volkswagen and European Corporate Law: Reshaping the European Varieties of Capitalism*, in *8 German Law journal*, 1026 -1051.

² Corte di Giustizia europea, Causa C-212/97, *Centros Ltd v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, 1999, ECR I-1459.

³ In particolare, si veda, RINGE, *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1295905>

nella giurisprudenza della Corte. Si pensi, a solo titolo esemplificativo, alla giurisprudenza sulle “golden shares” o, più in generale” ai poteri speciali dello Stato nel governo delle società di capitali.

La questione di fondo che sembra doveroso indagare riguarda l’incidenza sul diritto societario interno dell’interpretazione delle libertà fondamentali del Trattato comunitario fornita dalla giurisprudenza comunitaria, che potrebbe avallare la tesi di un ridimensionamento, o meglio, rideterminazione dei confini della “provincia societaria” degli ordinamenti nazionali⁴. A tale valutazione si giungerà attraverso non solo l’analisi dei poteri speciali dello Stato nelle società di capitali, ma anche delle strutture azionarie con un rapporto non proporzionale tra potere e controllo, per comprendere se le censure delle autorità comunitarie possano ancora ritenersi applicabili “soltanto” allo Stato ed ai poteri che esso esercita sulle società partecipate.

Ciò al fine di una duplice valutazione; in primo luogo, per verificare l’adeguatezza della legislazione vigente rispetto alle esigenze di assicurare il rispetto delle libertà fondamentali del Trattato ed in secondo luogo, se i modelli societari utilizzati dallo Stato e dagli enti pubblici debbano necessariamente configurarsi come poteri speciali restrittivi delle libertà comunitarie.

⁴ Tale espressione è attribuibile a D’ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. delle società*, 2003, 37 e ss. L’Autore mette in luce alcuni aspetti peculiari della riforma del diritto societario, sottolineando come molte delle innovazioni introdotte ingenerino nell’interprete l’idea di un arretramento dei principi cardine del diritto societario in nome del *totem* dell’autonomia privata. Considerazioni importanti ed interessanti, anche ai nostri fini, si rintracciano ove l’Autore tratta dell’articolazione dei diritti amministrativi e patrimoniali in seno alla società, sostenendo, in particolare, che “*la molteplicità e la eterogeneità delle categorie di azioni - genererà considerevoli problemi nella formazione della volontà sociale o comune. La volontà comune presuppone infatti una omogeneità di posizioni e di interessi tra i soci. Quanto più questa omogeneità si spezza, tanto più diviene difficile individuare un (unico) interesse sociale, ossia un unico interesse comune a tutti. E’ facile profezia - prosegue l’Autore - quella che vedremo crescere il peso e l’importanza di quest’ultima figura e, forse, anche di quella dei diritti individuali dei soci, intangibili dalla volontà comune*”.

Non pare inutile interrogarsi, quindi, come è avvenuto in altri ordinamenti, tra i quali quello tedesco, sulle ragioni di fondo che hanno portato la Corte di Giustizia dell'Unione Europea a sanzionare gli Stati in relazione alla conservazione di poteri speciali che, come vedremo, dal punto di vista del loro contenuto, non sembrano sostanzialmente dissimili rispetto alle medesime prerogative di cui è titolare qualsiasi investitore che intenda acquistare una partecipazione al capitale di una società capitalistica⁵.

2. Il diritto societario europeo: cenni sui tentativi di armonizzazione e sugli obiettivi della *policy* comunitaria.

In considerazione dei temi brevemente accennati, sembra opportuno ricordare le origini e gli obiettivi che la comunità europea si è posta nel settore del diritto societario. Innanzitutto è bene precisare, nonostante ciò possa apparire constatazione addirittura ovvia, che l'azione legislativa comunitaria si esprima nell'ambito del principio di attribuzione dettato dall'art. 5 TFUE, secondo cui la comunità europea agisce *esclusivamente* su impulso degli Stati membri, e dunque *soltanto* nei limiti delle competenze e degli obiettivi conferiti dal Trattato. Da ciò, pertanto, si potrebbe dedurre che ogni tentativo di interpretazione "estensiva" da parte della Corte di Giustizia del diritto comunitario (*rectius* dei diritti nazionali al cospetto delle libertà fondamentali comunitarie) rispetto al diritto societario interno, comporterebbe un concreto "sconfinamento" di competenze legislative della comunità nei confronti dei diritti nazionali. Non credo tuttavia che il problema di fondo che si intende affrontare possa essere risolto soltanto a mezzo di una, seppur difficoltosa, definizione delle rispettive competenze istituzionali.

Senza anticipare già alcune delle conclusioni, e con riserva di

⁵ *Ex multis*, RINGE, *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court?*, Marzo 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1295905>.

spiegare tale opinione in prosiegua, si può comunque ammettere, in generale, come un'ampia interpretazione delle libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento possa condurre ad erodere sensibilmente le potestà regolamentari nazionali in materia societaria. Ed infatti, pare coerente con tale osservazione anche il comma 2 del medesimo art. 5 TFUE, ove si ammette un intervento legislativo comunitario là dove l'azione degli Stati membri sia insufficiente rispetto agli obiettivi da perseguire (c.d. principio della sussidiarietà).

E' altresì interessante notare come, nel corso degli anni, le istituzioni europee abbiano assunto numerose iniziative nell'ambito del diritto societario fondate sull'art. 44, comma 2, lett. g) TFUE. Agli inizi degli anni 60, la Commissione UE si espresse già molto chiaramente nella direzione di una progressiva armonizzazione del diritto societario⁶. Tale indirizzo venne confermato da una serie di successivi interventi culminati tra il 1968 (Prima direttiva) ed il 1989 (Dodicesima Direttiva), con l'adozione di nove direttive ed un regolamento comunitario⁷. Tuttavia, è bene ricordare come tale iniziale imponente slancio di armonizzazione, definito non a caso come "età dell'oro", subì, a partire dagli anni '80, una battuta d'arresto, almeno nel senso di una maggiore "sensibilità" verso le prerogative degli Stati membri. Infatti, mentre la Prima direttiva abbracciava la disciplina di tutte le società capitalistiche con

⁶ *Rapport fait au nom de la Commission du marché intérieur*, par M. Berkhouwer, Seduta Parlamento Europeo 1966-1967 del 9 maggio 1966, documento 53 (il "Berkhouwer Report"), in *Rev. Trim. dr. Eur.*, 1966, 441, ove si legge "la coordination ne peut avoir qu'une étendue très vaste. En fait l'article 54, paragraphe 3 g) vise les garanties exigées des sociétés pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers; ainsi toutes les dispositions relatives à la structure et aux organes de la société, à la formation et au maintien de son patrimoine, à la formation des bilans et des comptes des pertes et profits, aux émissions de valeurs mobilières, à la fusion, à la transformation, à la liquidation, aux garanties exigées, en matière de groupe de sociétés etc...doivent faire l'objet de la coordination prescrite à cet article".

⁷ Sul punto, per maggiori riferimenti, VOSESTEIN, *Modernisation of European Company Law and Corporate Governance. Some considerations on its legal limits*, Wolters Kluwer, 2010, 30 e ss..

responsabilità limitata, la legislazione successiva si concentrò invece soltanto su limitati profili della disciplina delle *sole* società per azioni; inoltre, nei primi tentativi di armonizzazione si apprezzò una tendenza ad enfatizzare il carattere prescrittivo delle disposizioni, con il rischio, come detto, di una indebita ingerenza nelle prerogative degli Stati membri.

La seconda fase di tale processo di armonizzazione si caratterizzava per un approccio maggiormente “flessibile”, attraverso, ad esempio, la predisposizione di meccanismi di *opting out* (ad esempio, si vedano tra le altre, la Terza⁸, la Sesta⁹, la Settima¹⁰ e l’Ottava direttiva). La terza fase, rappresentata soltanto da due direttive, l’Undicesima e la Dodicesima, costituì invece il c.d. “nuovo approccio” all’armonizzazione, in ragione essenzialmente della limitatezza delle materie trattate e della maggiore discrezionalità attribuita ai paesi membri nell’applicazione di tali disposizioni.

La quarta generazione della legislazione comunitaria, risalente agli anni ‘90 del secolo scorso, muovendosi sulla scorta dei principi della sussidiarietà e della proporzionalità comunitarie, fu connotata da un approccio finalizzato ad agevolare il raggiungimento da parte degli Stati membri di obiettivi piuttosto che all’osservanza di precetti inderogabili. Un esempio, in questo senso, si può riscontrare nella direttiva quadro sulle OPA del 1997¹¹.

⁸ La c.d. *terza direttiva* (n. 78/855/CEE) ha ad oggetto la fusione delle società per azioni, in GUCE L 295, 20 ottobre 1978, p. 36, modificata dalla direttiva 2007/63/CE del 13 novembre 2007, in GUUE L 300, del 17 novembre 2007, p. 4;

⁹ La c.d. *sesta direttiva* (n. 82/891/CEE) del 17 dicembre 1982 ha ad oggetto la scissione delle società per azioni, ed è consultabile in GUCE L 378, del 31 dicembre 1982, p. 47, modificata dalla direttiva di cui alla nota precedente.

¹⁰ La c.d. *settima direttiva* (n. 83/349/CEE) del 13 giugno 1983 (in GUCE L 193, 18 luglio 1983, p.1, modificata da ultimo dalla direttiva 2006/99/CE del 20 novembre 2006, in GUUE L 363, del 20 dicembre 2006, p. 137), unitamente alla c.d. *quarta direttiva* (n. 78/660/CEE) del 25 luglio 1978 (in GUCE L 222, del 14 agosto 1978, p. 11, modificata più volte da ultimo dalla direttiva 2006/99/CE, sopra citata) si occupano, rispettivamente, dei conti consolidati dei gruppi e dei conti annuali delle società di capitali.

¹¹ DAVIES, *Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law*, London, Sweet & Maxwell, 2003, 193; VILLIERS, *European Company Law: Toward Democracy?*,

L'epoca intercorrente tra il 1989 ed il 2001 fu caratterizzata da una significativa apatia legislativa, sicuramente sorprendente in considerazione della stagione precedente. La suddetta perdita di dinamismo può essere spiegata dalle seguenti ragioni.

Innanzitutto, sono state messe in rilievo le difficoltà nell'ottenimento di un adeguato supporto alle innovazioni da parte delle legislazioni degli Stati membri. In tal senso, si veda la proposta di Quinta direttiva, relativamente all'adozione di un sistema comune di amministrazione e controllo, fondato sul modello inglese (one tier board) piuttosto che su quello tedesco (two tier board), inoltre si pensi alla questione dell'obbligatorietà o meno della *Mitbestimmung* tedesca (partecipazione dei lavoratori nella gestione) negli statuti della *Societas Europaea*, o all'adozione di discipline comuni sui gruppi di società di cui alla Nona direttiva.

Alle medesime conclusioni si è pervenuti quando la dottrina ha osservato la poca versatilità del diritto comunitario armonizzato a rispondere alle mutevoli esigenze del diritto societario. Ciò, secondo alcuni Autori¹², costituiva una delle spiegazioni della (momentanea) battuta di arresto del processo di estesa armonizzazione del diritto societario, iniziata, come visto, agli albori degli anni sessanta. Nello stesso senso, si è poi fatto riferimento alle intrinseche difficoltà delle istituzioni comunitarie a regolare alcuni profili del diritto societario particolarmente "sensibili", quali, come abbiamo detto, ad esempio, la questione della partecipazione dei lavoratori alla gestione delle società (c.d. cogestione o *Mitbestimmung*), oppure, più in generale, il processo di completamento del mercato interno, come anche la maggiore richiesta di sussidiarietà.

Tuttavia, la strada dell'armonizzazione (o di ravvicinamento delle legislazioni nazionali) non si arrestò del tutto, ed anzi proseguì

Aldershot: Ashgate Publishing, 1998, 28-51.

¹² TIMMERMANS, *Harmonization in the Future of Company Law in Europe*, in *Capital Markets and Company Law*, ed. Hopt & Wymeersch, Oxford, 2003, 626-628.

seppur con un percorso non sempre lineare. Nel 1997 la Commissione europea lanciò un'iniziativa, "SLIM initiative", tesa alla semplificazione della legislazione nel mercato interno in materia di diritto societario, nella quale, tra l'altro, si ipotizzò una parziale riforma della Prima direttiva (sulla trasparenza delle informazioni) e della Seconda direttiva (sul capitale sociale). Nello stesso periodo, ricordiamo anche una prima proposta di regolamento europeo sulla *Societas Europaea* ed una bozza di direttiva sulle fusioni transfrontaliere, per le quali, tuttavia, si dovette aspettare ancora qualche anno prima della loro adozione definitiva.

Notevole importanza riveste inoltre la proposta di direttiva sulle Opa, respinta tuttavia dal Parlamento Europeo nel luglio 2001, dopo una negoziazione con i Paesi Membri durata dodici anni¹³. In risposta a tale "bocciatura" la Commissione europea diede incarico ad un gruppo di esperti nella materia del diritto societario (il c.d. High Level Group of Company Law Experts)¹⁴, guidati dal Prof. Jaap Winter, di predisporre, in un primo tempo, un report sulle Opa (settembre 2001) ed in secondo tempo, un documento contenente linee guida di riforma del diritto societario a livello europeo (4 novembre 2002). A seguito del consiglio dei Ministri dell'Economia e delle Finanze, tenutosi ad Oviedo il 12-14 Aprile 2002, tale incarico venne successivamente esteso anche ad alcune questioni attinenti alla *corporate governance*, sulle quali, l'High Level Group lanciò peraltro una consultazione pubblica (com. IP/02/625)¹⁵.

Un'ulteriore tappa del percorso di armonizzazione è stata rappresentata dal c.d. Action Plan¹⁶ della Commissione europea del

¹³ Si veda il comunicato sui lavori parlamentari europei, *sub* IP/01/943 del 4 luglio 2001 e IP/02/1402 del 2 ottobre 2002.

¹⁴ Report of the High Level Group of Company Law Experts, in http://ec.europa.eu/internal_market/.

¹⁵ Il documento di consultazione è reperibile in http://ec.europa.eu/internal_market/.

¹⁶ Comunicazione della Commissione al Consiglio ed al Parlamento europeo "Modernizzare il diritto societario e rafforzare la corporate governance nell'Unione

maggio 2003. Gli obiettivi di tale progetto consistevano nel: i) rafforzamento dei diritti degli azionisti e nella tutela dei dipendenti, dei creditori e delle altre parti che vengono in contatto con la società; ii) nella predisposizione di meccanismi di efficienza e competitività dell'impresa, con particolare attenzione alle operazioni *cross-border*, quali il trasferimento di sede all'estero e le fusioni transfrontaliere.

L'Action Plan aveva dunque l'ambizione di presentare un progetto di modernizzazione del diritto societario europeo entro un orizzonte temporale ben delimitato, indicando, per ogni proposta di intervento regolatorio, la tempistica per l'implementazione di ciascun intervento. Alcune delle proposte di tale documento sono essere state adottate¹⁷. Inoltre, rispetto agli albori dei primi interventi comunitari in materia di diritto societario della metà e della fine degli anni sessanta, gli obiettivi della *policy* comunitaria in materia di diritto societario sembrano essere mutati, passando da una logica prettamente di tutela delle libertà individuali e, più in generale, di coerenza del sistema (si pensi al "valore" della certezza del diritto), come stabiliva l'art. 44, comma 2, lett. g) del Trattato, a logiche di tutela della concorrenza tra imprese¹⁸. Dopo una lunga riflessione, iniziata negli anni sessanta e culminata con l'approvazione del Regolamento CE n. 2157/2001 (peraltro più volte modificato nel 2004 e nel 2006), è stata istituita e regolamentata la c.d Società Europea; con tale modello, che si aggiungeva alle strutture capitalistiche nazionali, e che ha riscosso ben poca fortuna dal punto di vista applicativo, si mirava di fornire uno strumento utile per quelle imprese che, operando in due o più Paesi membri, aspiravano ad un regime giuridico unitario per le loro articolazioni territoriali;

Europea. Un Piano d'azione", COM(2003) 284 del 21 maggio 2003.

¹⁷ Si pensi, ad esempio, al regolamento sulla Società Europea ed alla direttiva UE sulla cogestione dei lavoratori nelle imprese capitalistiche (c.d. "*Mitbestimmung*"), oppure alla già ricordata direttiva sulle fusioni transfrontaliere.

¹⁸ VOSSESTEIN, *Modernizing of European Company Law and Corporate Governance. Some consideration on its legal limits*, 2010, 38-39.

unitarietà, tuttavia, che, come è stato notato in dottrina, era del tutto relativa, attesa la pluralità di normative applicabili, nazionali ed europee, previste dal predetto regolamento¹⁹.

Nell'ottica di una generale ricognizione degli strumenti della *policy* comunitaria, grande interesse riveste anche la direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto (OPA), la quale si colloca in un contesto di coordinamento delle garanzie a tutela dei soci e dei terzi²⁰. Di altrettanto interesse, e nel medesimo spirito (ambizioso) di armonizzazione dello statuto delle società capitalistiche, si può ricordare la recente proposta di adozione del modello della c.d. European Private Company (c.d. "EPC")²¹; tale società, la cui struttura e disciplina non diverge molto dal modello tipologico della "nostra" S.r.l., risponde all'esigenza di colmare i *gaps* tra le diverse normative nazionali, al fine di uniformare, tra l'altro, la disciplina dei meccanismi di controllo delle società di capitali, la costituzione e salvaguardia del capitale sociale al precipuo scopo della tutela dei soci e dei c.d. *stakeholders*.

3. La libertà di stabilimento e la libertà di circolazione dei capitali: in particolare, l'applicabilità di una delle due libertà nelle ipotesi di compravendita azionaria con acquisto o meno del "controllo".

Per anni, la libertà di stabilimento *ex artt.* 49-55 TFUE è stata utilizzata dalla Commissione europea e dalla Corte di Giustizia come strumento per valutare la compatibilità del diritto societario domestico con il diritto comunitario, con particolare riguardo alle regole concernenti la mobilità delle società nel territorio della

¹⁹ TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, VI ed., Padova, 2010, 576-577.

²⁰ Direttiva del Parlamento e del Consiglio n. 2004/25/CE, del 21 aprile 2004, in GUUE L 142, del 30 aprile 2004, p. 12.

²¹ Proposal for Regulation for Council Regulation on the Statute for a European Private Company, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/epc/resume_impact_assesment_en.pdf.

Comunità europea.

A prescindere dagli esiti di tale giudizio e dagli sforzi di armonizzazione legislativa volti, da un lato, a contemperare le esigenze di rispetto della sovranità e, dall'altro lato, a garantire un'uniformità nella legislazione degli Stati membri, sembra che "l'altra" libertà fondamentale in materia societaria, ossia la libertà di circolazione dei capitali, sia stata invece relegata ad un'applicazione marginale; ciò pare essere stato confermato peraltro dalla Corte di Giustizia nella giurisprudenza *Factortame*²² e *Commissione c. Francia*²³, le quali hanno contribuito senza dubbio a rafforzare la portata applicativa della libertà di stabilimento a discapito della libertà di circolazione dei capitali.

I c.d. "leading cases" in materia di libertà di stabilimento comunitaria delle società sono noti: si pensi alla "saga" dei casi da *Centros*²⁴ a *Cartesio*²⁵, i quali hanno avuto, nel corso degli ultimi vent'anni, un impatto notevole sul diritto societario comunitario, trattando, in particolare, delle implicazioni nazionali del trasferimento di sede in altro Stato membro²⁶.

La giurisprudenza ha confermato che l'applicazione della libertà di stabilimento deve prescindere dalla questione delle norme di conflitto nazionali che pretendono di applicare a società estere la

²² Corte di Giustizia europea, causa C-221/89, *Factortame*, 1991, in Racc. I-3905.

²³ Corte di Giustizia europea, causa C-270/83, *Commissione c. Francia*, 1986, in Racc. I-273.

²⁴ Corte di Giustizia europea, causa C-212/97, *Centros Ltd v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, 1999, in Racc. I-1459.

²⁵ Corte di Giustizia europea, causa C-210/06, *Cartesio Oktató és Szolgáltató*, 2008, in Racc. I-9641.

²⁶ MUCCIARELLI, *Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitraggi normativi*, Milano, 2010; ANDENAS AND WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, Cambridge University Press, 2010, 7 e ss.; Su una generale panoramica del dibattito europeo, si veda anche l'interessante contributo di VOSSESTEIN, *Volkswagen: The State of Affairs of Golden Shares, General Company Law and European Free Movement of Capital*, in *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, 2008, 115-133. Con riguardo invece alle questioni attinenti alle conseguenze pratiche della scelta del foro di incorporazione, si veda, *ex multis*, BECHT, MAYER, WAGNER, *Where do firms incorporate? Deregulation and the cost of entry*, 2008, 14 *Journal of Corporate Finance* 241.

legge materiale interna. Ci si riferisce alla compatibilità con il diritto comunitario delle teorie della sede reale o “*Sitztheorie*”, le quali applicano la *lex societatis* a quegli enti che hanno nel Paese ospitante la sede amministrativa od una c.d. rappresentanza stabile, pur essendo stati costituiti in altro Stato membro.

Fatte tali premesse, si ponga ora la seguente questione. Quale libertà fondamentale del Trattato deve applicarsi in presenza di una normativa interna che impedisse o rendesse particolarmente difficoltoso ad investitori stranieri di acquisire il controllo di società nazionali²⁷, o che li ostacolasse in qualche modo rispetto alla partecipazione alla nomina di componenti degli organi di governo delle società capitalistiche comunitarie?

Come vedremo anche in prosieguo, la giurisprudenza comunitaria, seppur non sempre in maniera del tutto lineare, pare aver individuato un criterio per rispondere a tale interrogativo. Ebbene, la Corte di Giustizia, nella pronuncia *Überseering*, ha individuato il criterio del “controllo” quale discriminante di applicazione delle due libertà, stabilendo quindi che soltanto laddove l’acquisto di partecipazioni importi l’esercizio di un’influenza determinante sulle decisioni dell’impresa, si sarebbe dovuto applicare la libertà di stabilimento, mentre in tutti gli altri casi si sarebbe trattato di una restrizione al libero “movimento di capitali”²⁸;

²⁷ RINGE, *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1295905>, 6.

²⁸ Sul discriminante tra l’applicazione della due libertà fondamentali comunitarie nel settore dell’acquisto di partecipazione al capitale sociale delle società, si veda, ad esempio, la sentenza *Überseering*, Corte di Giustizia europea, causa C-208/00, Racc. p. I-9919, p. 77, ove si legge che “...l’acquisizione da parte di una o più persone fisiche residenti in uno Stato membro di quote di una società costituita e stabilita in un altro Stato membro rientra, quando tale partecipazione non conferisce a queste persone fisiche un’influenza certa sulle decisioni della società e non consente loro di determinarne l’attività, nelle disposizioni del Trattato relative alla libertà di circolazione dei capitali. Viceversa, quando l’acquisizione riguarda la totalità delle quote di una società che ha la propria sede in un altro Stato membro e una tale partecipazione conferisce una sicura influenza sulle decisioni della società e consente di indirizzarne l’attività, trovano applicazione le disposizioni del Trattato relative alla libertà di stabilimento”. In argomento, si veda anche Corte di Giustizia europea, *Baars*, causa C-251/98, Racc.

concetto, peraltro, di non agevole interpretazione, vuoi per la sua mutevolezza intrinseca vuoi per la sua ontologica vaghezza semantica.

4. La genesi e l'evoluzione della liberalizzazione dei capitali nelle disposizione del Trattato: le differenze rispetto alle altre libertà fondamentali.

Nello sforzo ermeneutico di ricostruire la nozione di "movimento di capitali", assente nel Trattato, necessario ai fini della comprensione dell'ambito di applicazione della libertà di cui all'art. 63 TFUE²⁹, il quale vieta "tutte le restrizioni" tra Stati membri e tra questi e Paesi terzi, non si può prescindere da un breve *excursus* storico degli obiettivi originariamente posti dalla legislazione comunitaria.

Nell'originaria enunciazione dell'art. 3 del Trattato di Roma, confermata dalle modificazioni apportate dal Trattato di Maastricht, la libera circolazione dei capitali ha sempre trovato una collocazione accanto alla circolazione delle persone e dei servizi.

Peraltro, a prescindere dal dato testuale del Trattato, non può certamente sfuggire la stretta complementarità dei movimenti dei capitali rispetto al "sistema" del mercato comune, cioè agli scambi dei prodotti e dei fattori della produzione. Una diversa lettura potrebbe addirittura consentire all'interprete di legittimare, *de facto*, la difficoltà dell'*enforcement* con riguardo alla libertà di svolgere un'attività in un Paese comunitario diverso da quello di origine, qualora essa non si accompagnasse alla libertà di trasferire le risorse necessarie e corrispondenti e di effettuare i pagamenti a corrispettivo

p. I-2787, pp. 21-22. Si veda anche, TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2010, 624, oltre alla giurisprudenza comunitaria ivi citata, quale, a titolo esemplificativo, Corte di Giustizia europea, causa C-204/90, *Bachmann*, Racc. p. I-249.

²⁹ L'art. 63, comma 1, TFUE afferma che "...sono vietate tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi".

di merci, servizi e di capitali.

Il Trattato di Maastricht ha modificato la originaria disciplina dei movimenti di capitali e dei pagamenti, precedentemente contenuta nel Trattato di Roma. In quest'ultimo, infatti, si coglieva agevolmente la più prudente e meno liberale formulazione delle norme relative alla libera circolazione dei capitali di cui agli artt. 67-73 (tutti abrogati dal Trattato di Amsterdam) rispetto alla disciplina delle altre libertà. Da non sottovalutare inoltre come in vigenza del Trattato di Roma, la Comunità europea aveva lasciato enormi spazi all'autonomia degli Stati membri in tema di politica economica e soprattutto monetaria; si pensi alla liberalizzazione dei servizi finanziari, bancari e dei movimenti dei capitali.

L'art. 67 del Trattato di Roma (norma poi abrogata) stabiliva infatti che *"Gli Stati membri sopprimono gradatamente fra loro durante il periodo transitorio e nella misura necessaria al buon funzionamento del mercato comune, le restrizioni ai movimenti dei capitali appartenenti a persone residenti negli Stati membri e parimenti le discriminazioni di trattamento fondate sulla nazionalità o la residenza delle parti o sul luogo di collocamento dei capitali"*. Tale norma si differenziava rispetto alle corrispondenti previsioni in tema di lavoratori (ex art. 39 Trattato), stabilimento (ex art. 43 Trattato), servizi (ex art. 49 Trattato) e sulla disposizione in materia restrizione in materia di circolazione delle merci (ex art. 28 Trattato) per due fondamentali ragioni. Il primo elemento di diversità era rappresentato dal dato letterale; mentre nelle ricordate disposizioni la liberalizzazione era enunciata come obiettivo da realizzare, senza imputazione di compiti (cfr. ex art. 39 *"la libertà di circolazione è assicurata"*, oltre agli ex artt. 43 e 49, *"le restrizioni vengono gradatamente soppresse"*); l'art. 67, invece, demandava direttamente ed espressamente agli Stati membri l'abolizione delle restrizioni. Tale maggiore autonomia e responsabilità degli Stati era poi confermata dall'art. 71 (anch'essa

disposizione successivamente abrogata), dove era dichiarata la disponibilità dei medesimi Stati ad andare oltre il livello di liberalizzazione prefigurato, in rapporto alle rispettive situazioni economiche e dei conti con l'estero, salvo un potere di controllo e di impulso della Commissione.

Il secondo elemento di diversità consisteva nel fatto che l'abolizione delle restrizioni ai movimenti dei capitali tra gli Stati membri e delle discriminazioni era prevista *“nella misura necessaria al buon funzionamento al mercato comune”*; previsione che connotava in chiave limitativa la norma in materia di circolazione dei capitali.

Del resto, era la medesima Corte di Giustizia, negli anni ottanta, a puntualizzare che una libertà assoluta di circolazione dei capitali avrebbe potuto compromettere la politica economica di questo o quello Stato membro o provocare uno squilibrio della sua bilancia dei pagamenti, pregiudicando così il buon funzionamento del mercato comune³⁰.

In mancanza di effetto diretto, la norma contenuta nell'art. 67 del Trattato non era in grado di assicurare, da sola, adeguata tutela; a tal fine furono emanate alcune direttive di attuazione che miravano ad una progressiva liberalizzazione dei capitali³¹.

Peraltro, le nozioni di movimento di capitali e di pagamenti sono diverse. La prima si riferisce alle operazioni finanziarie che si traducono in un investimento ovvero in una prestazione ovvero in uno scambio di beni e servizi. La nozione di pagamenti comprende invece le controprestazioni in danaro dello scambio di beni o servizi. Il Trattato di Roma provvedeva inoltre anche a differenziare da un

³⁰ Si veda Corte di Giustizia europea, causa C- 203-80, *Casati*, in Racc. I-2595, p. 9. In particolare, si trattava di un caso avente ad oggetto un'ipotesi di riesportazione di valuta di fatto non utilizzata per l'acquisto di merci, ma oggetto solo di una intenzione in quel senso poi non realizzata. La Corte, in tale pronuncia, stabilì che la liberalizzazione non riguardava i trasferimenti di valuta non necessari per la libera circolazione delle merci.

³¹ Ci si riferisce a due direttive risalenti agli anni sessanta. Si vedano, Direttiva del Consiglio, 11 maggio 1960, in GUCE del 12 luglio 1960, p. 921; Direttiva del Consiglio 63/21/CEE del 18 dicembre 1962, in GUCE del 22 gennaio 1963, p. 62.

punto di vista sistematico le due libertà; cosicché l'art. 107 del Trattato conteneva la previsione liberalizzatrice dei trasferimenti di valuta relativi agli scambi di merci, di servizi e di capitali, determinandone la misura in corrispondenza ed anche in concomitanza con la progressiva liberalizzazione dei rapporti sottostanti.

In altri termini, la disciplina comunitaria in tema di capitali mirava a liberalizzare i trasferimenti di valuta che fossero il corrispettivo di scambi di merci, servizi o capitali (*sub* art. 107), mentre con le direttive di attuazione dell'*ex* art. 67, aveva definito specificamente e tassativamente i trasferimenti di capitali in senso proprio oggetto di liberalizzazione, trasferimenti che, seppur rilevanti in quanto anch'essi oggetto di scambi, fossero comunque complementari all'esercizio delle altre libertà. Rimanevano quindi fuori dalla liberalizzazione i movimenti di capitali che non avevano alcun riscontro in scambio di merci o servizi, come la pura e semplice esportazione materiale di mezzi di pagamento (c.d. *hot money*), i quali potevano quindi essere oggetto di restrizioni giustificate alla predetta libertà di circolazione³².

In seguito, la Corte ha offerto una lettura maggiormente ampia e sistematica dell'intera disciplina dei movimenti di capitali, precisandone lo scopo di garantire la più ampia libertà possibile e dunque di eliminare tutti gli ostacoli, anche quelli che, pur non esaurendosi in formali autorizzazioni valutarie e non pregiudicando l'operazione, costituiscono pur sempre un intralcio alla libera circolazione dei capitali³³.

In tal senso, si confermò quella tendenza volta a valorizzare i germi della liberalizzazione (seppur non ancora completamente

³² In questo quadro normativo, sono significative le pronunce Casati e la sentenza Luisi e Carbone. Quest'ultima si veda in Corte di Giustizia europea, cause riunite C-286/82 e 26/83, in Racc. p. 377, spec. punti 19-26.

³³ Corte di Giustizia europea, causa C-157/85, *Brugnoni e Ruffinengo*, in Racc. p. 2013.

realizzata) contenuti nel Trattato, piuttosto che far leva sulle riserve lasciate a presidio dell'autonomia degli Stati membri nella valutazione delle rispettive esigenze di politica monetaria.

5. La disciplina dei “movimenti di capitali”: gli investimenti diretti e gli investimenti di portafoglio.

La direttiva 88/361/CEE contiene un elenco indicativo di “movimenti di capitali”, che può essere sintetizzato in due macrocategorie: gli investimenti c.d. diretti e gli investimenti c.d. di portafoglio.

Nella prima categoria (*i.e.*: investimenti diretti) rientrano gli investimenti (a vario titolo definibili), che danno diritto a partecipare agli organi di amministrazione e controllo della società; mentre nella seconda categoria (*i.e.* investimenti di portafoglio), appartengono quegli investimenti volti essenzialmente a remunerare il capitale investito e che prescindono dalla partecipazione agli organi di gestione e controllo³⁴.

Come accennato in precedenza, le modalità (e lo scopo) dell'investimento consentono di declinare in maniera diversa le libertà fondamentali ad esso connesse, a seconda che l'acquisto della partecipazione della società sia diretto ad acquisire o meno il controllo; in tal caso, come visto, si applicheranno le disposizioni in materia di libertà di stabilimento.

L'evidente maggior spettro di applicazione della libertà di circolazione dei capitali rispetto a quella di stabilimento consente quindi di affermare che sono misure restrittive tutte quelle disposizioni nazionali che hanno l'effetto di dissuadere potenziali investitori dall'acquisto di partecipazioni, a prescindere dal fatto che da tale investimento consegua un effettivo potere di gestione e/o di

³⁴ Corte di Giustizia europea, causa C-222/97, *Manfred Trummer and Peter Mayer*, 1999, Racc. I-1661, p. 21; Corte di Giustizia europea, causa C-483/99, *Commissione c. Francia*, 1999, in Racc. I-4781, p. 36-37.

controllo nella società *target*.

Nonostante tale distinzione possa sembrare sufficientemente esaustiva rispetto all'esigenza di inquadramento del fenomeno, in realtà, a ben guardare, essa può presentare dei profili problematici.

Non è infatti agevole comprendere, a priori, su quali libertà incida una misura nazionale che limiti (o escluda a determinate condizioni) l'accesso agli investimenti diretti, posto che in generale, è possibile la violazione di entrambe le libertà in discussione. Sul punto, la Corte di Giustizia europea pare non abbia enfatizzato il problema, ritenendo applicabili indifferentemente entrambe le libertà fondamentali, affermando che ogni violazione della libertà di circolazione dei capitali comporta, *ex se*, anche una restrizione alla libertà di stabilimento, ma non viceversa³⁵. Molto frequentemente quindi la Corte europea è ricorsa ad una applicazione indistinta delle due libertà senza entrare nel dettaglio della singola violazione³⁶.

6. Il catalogo comunitario delle restrizioni agli investimenti (diretti e di "portafoglio") e le condizioni per la giustificazione della misura restrittiva nazionale.

Negli anni '90 del secolo scorso, gli investimenti intracomunitari avevano già assunto dimensioni e proporzioni rilevanti. I motivi sono diversi, ma non vi è dubbio che la realizzazione del mercato comune abbia giocato un ruolo determinante. Dinnanzi a tale

³⁵ Corte di Giustizia europea, 26 marzo 2009, causa C-326/07, *Commissione c. Italia*, 2009, in Racc. p. 113/7.

³⁶ Sul punto, RINGE, *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1295905>, 8, ove molto chiaramente si afferma correttamente che *"If a national measure at stake is unspecified enough to apply to either a situation where control or a direct/ portfolio is at stake, the Court will accordingly apply both freedoms separately and cumulatively"*. L'Autore trae inoltre alcune conseguenze da tale ragionamento sostenendo che: *"by contrast, if a measure exclusively concern direct portfolio investments, only the free movement of capital (and not establishment) is applicable. If, however, a national measure only applies the freedom of establishment – albeit that usually, in this scenario, the free movement of capital will be triggered as well. This last proposition seems to suggest that a control transaction is a specific form of a direct investment and consequently a sub-category of the latter"*.

congiuntura, alcuni Stati membri hanno avvertito l'esigenza di adottare vari provvedimenti per seguire o controllare tale fenomeno.

In questo contesto, la Commissione europea, nel 1997, pubblica un documento, denominato "*Comunicazione della Commissione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari*"³⁷, il quale fornisce alcune linee guida sulla normativa in tema di libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali. Alla luce del quadro giuridico delineato nel paragrafo precedente, con particolare riferimento alle distinzioni tra investimenti diretti e di portafoglio ed alle potenziali sovrapposizioni tra libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento, la Commissione, nella menzionata Comunicazione del 1997, ha esaminato, dal punto di vista della loro compatibilità con la legislazione comunitaria, le disposizioni nazionali potenzialmente restrittive delle suddette libertà fondamentali.

Tali disposizioni, ricorda la Commissione, possono essere classificate in due diverse categorie:

- a) le norme a carattere discriminatorio, che quindi si applicano esclusivamente agli investitori cittadini di un altro Stato membro dell'UE; e
- b) le norme a carattere *non* discriminatorio, che si applicano, cioè, indistintamente ai cittadini di un determinato Stato membro dell'Ue ed ai cittadini degli altri Stati membri.

Con riferimento alla prima categoria, ossia alle misure discriminatorie, vi rientrano il divieto imposto agli investitori cittadini di un altro Stato membro di acquisire più di un determinato numero di azioni con diritto di voto delle società nazionali o l'obbligo di chiedere un'autorizzazione per acquistare delle azioni al di sopra di una certa soglia. Tale tipologia di provvedimento è considerato una restrizione alle operazioni di investimento diretto effettuate da investitori cittadini di un altro Stato membro, così come

³⁷ In GUCE [1997], 220/15.

restrizione agli investimenti di portafoglio, in quanto le suddette procedure di autorizzazione potrebbero servire ad impedire agli investitori che desiderano effettuare investimenti di portafoglio di acquistare partecipazioni non maggioritarie al di là delle soglie stabilite.

Nella seconda categoria, invece, (e cioè nel novero delle disposizioni nazionali a carattere *non* discriminatorio), rientrano:

1) *“le procedure di autorizzazione generale, alle quali, ad esempio, è soggetto qualsiasi investitore (sia esso cittadino di un altro Stato membro dell’UE) che desideri acquistare in un’impresa nazionale una partecipazione che superi una determinata soglia;*

2) *il diritto, conferito alle autorità nazionali, in deroga al diritto societario, di porre un veto a determinate decisioni importanti dell’impresa e quello di imporre, per poter esercitare il loro diritto di veto, la nomina di alcuni amministratori ecc.”* (art. 3, par. 8, Comunicazione della Commissione).

Con riferimento alle misure di autorizzazione generale *sub. 1)*, la Commissione ammette la loro compatibilità con il Trattato se giustificate dall’interesse generale e purché abbinata a criteri obiettivi, stabili e resi pubblici, al fine di ridurre al minimo il potere discrezionale delle autorità nazionali.

La libera circolazione dei capitali può subire limiti a seguito di provvedimenti nazionali se sussistono le ragioni derogatorie di cui all’art. 63 TFUE³⁸ o, in generale, ragioni imperative di interesse pubblico, *“purché non esistano misure comunitarie di armonizzazione che indichino i provvedimenti necessari a garantire la tutela di tali interessi”*³⁹.

³⁸ Nella sentenza *Gebhard* (Corte di Giustizia europea, Causa C-55/94, *Gebhard c. Ordine degli Avvocati di Milano*, 1995, Racc. I-4165, p. 37), la Corte di Giustizia ha specificato i motivi per la giustificazione delle misure nazionali: 1) applicazione in misura non discriminatoria, 2) esistenza di motivi imperativi di interesse nazionale, 3) idoneità a garantire il conseguimento dell’obiettivo perseguito e 4) non andare oltre a quanto necessario per il raggiungimento di tale obiettivo.

³⁹ Corte di Giustizia europea, 26 marzo 2009, causa C-326/07, *Commissione c. Italia*, in Racc. p. 113/7.

7. I “poteri speciali” e la natura pubblica dell’ente titolare.

Come abbiamo accennato inizialmente, la giurisprudenza comunitaria ha avuto modo di sanzionare in numerose occasioni quegli Stati membri che, in violazione del Trattato, hanno introdotto negli statuti di società privatizzate i c.d. poteri speciali dello Stato (conosciuti anche come “golden shares”).

Ebbene, in assoluto, l’espressione “potere speciale” o “diritto speciale” può assumere diversi significati. Per ora, con questa espressione, ci riferiremo ai poteri speciali riservati allo Stato nelle società capitalistiche (meglio, nelle società per azioni), nell’ambito dell’intervento pubblico nell’economia.

Tuttavia, tale nozione può rinvenirsi, come vedremo meglio nel corso della trattazione, anche rispetto a strutture azionarie in cui è assente qualunque forma di partecipazione dello Stato e/o dell’ente pubblico al capitale o al governo della società.

Al riguardo, si vedano le opinioni di una parte della letteratura tedesca,⁴⁰ secondo cui il tema dei “poteri speciali” nelle strutture azionarie deve prescindere dal soggetto che li detiene e che, eventualmente, li esercita. In altri termini, un giudizio di compatibilità degli stessi con il diritto comunitario e con le libertà fondamentali del Trattato non può trascurare l’esistenza dei *Sonderrechte* in mano privata⁴¹.

⁴⁰ Si cominci col dire che i “poteri speciali” devono quindi essere trattati considerando la pluralità di strumenti che offre il diritto societario ai fini dell’esercizio del controllo; si pensi, con riguardo alle società per azioni, alla facoltà di creare categorie azionarie munite di diritti amministrativi e patrimoniali speciali, alle obbligazioni o ad altri strumenti di capitale di debito, ai diritti connessi al possesso di strumenti finanziari partecipativi. *Ex multis*, si veda, GRÜNDMANN and MÖSLEIN, *Golden Shares – State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, in *Euredia* 2001 – 2002/4, 623 e ss.

⁴¹ Tali considerazioni si rintracciano, come vedremo, principalmente nella dottrina tedesca. Sul punto, PIESSKALLA, *Goldene Aktien aus EG – rechtlicher Sicht. Eine Untersuchung staatlicher und privater Sonderrechte in Wirtschaftsgesellschaften unter besonderer Berücksichtigung der Kapitalverkehrsfreiheit*, Verlag Dr. Kovac, Hamburg, 2006; CZIGLER, *Die Rechtsprechung zu Golden Shares. Das VW Gesetz und der EuGH*,

Ad ogni modo, secondo l'opinione comune, alla nozione di potere speciale è intimamente correlato il fenomeno delle privatizzazioni (e delle liberalizzazioni), che ha interessato, come noto, molti paesi europei, quali, oltre all'Italia⁴², il Regno Unito, la Francia, il Portogallo e la Germania nel corso degli anni ottanta e novanta⁴³.

Non è dunque casuale che la trattazione dei poteri speciali dello Stato richiami alla mente il contesto e lo sfondo economico - culturale in cui tale strumento è nato e cresciuto.

E' interessante notare come, da un lato, il diritto comunitario non fornisca una chiara definizione di diritto o potere speciale⁴⁴. Merita

Igel Verlag, 2009, 9 e ss..

⁴² Sul tema delle privatizzazioni in Italia, e sulle loro caratteristiche, esiste una vastissima letteratura. *Ex multis*, si suggerisce la lettura di CAVAZZUTI, *Privatizzazioni imprenditori mercati*, Mulino, Bologna, 1996; CIRENEL, *Le società per azioni a partecipazione pubblica*, in Tratt. Società per Azioni, a cura di Colombo e Portale, VII, Torino, 1992, 69 e ss.; CIRENEL, *Le società di diritto "speciale" tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e "poteri speciali"*, in *Dir. Comm. Intern.*, 1996, 799; COSTI, *Privatizzazioni e diritto delle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 77 e ss.; SCHLESINGER, *La legge sulla privatizzazione degli enti pubblici economici*, in *Riv. soc.*, 1992, 126 e ss.; IRTL, *Dall'ente pubblico economico alla società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 465 e ss.; GAMBINO, *Rass. Giur. En. El.*, 1994, 858; MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Italia: la legge 474/1994 e ulteriori documenti*, in *Riv. soc.*, 1994, 748 e ss.; MARCHETTI, *Nuovi sviluppi nelle privatizzazioni*, in *Riv. soc.*, 1995, 1274 e ss.; MINERVINI, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche "privatizzate"*, in *Riv. soc.*, 1994, 740 e ss.; OPPO, *La privatizzazione dell'impresa pubblica: profili societari*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, 771 e ss.; OPPO, *Privatizzazioni: aspetti privatistici, Profili giuridici delle privatizzazioni*, a cura di Marasà, Torino, 1998, 13 e ss.; JAEGER, *Privatizzazioni: "Public companies"; problemi societari*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 5; LIBONATI, *La faticosa "accelerazione" delle privatizzazioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 20 e ss.; DEMURO, *Società privatizzate*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 1177 e ss.. Con particolare riferimento ai profili economici relativi alla dimensione dell'impresa privatizzata, il suo assetto finanziario, la struttura proprietaria e di controllo, si veda, tra i tanti, RANCI (a cura di), *Diritti di proprietà e privatizzazioni*, Mulino, Bologna, 1995.

⁴³ Sulle esperienze di privatizzazione in altri paesi europei, ed in generale, sulla genesi dell'intervento pubblico nell'economia, si vedano, con particolare riferimento a Regno Unito e Francia, GRAHAM, PROSSER, *Privatizing Public Enterprises. Constitution, the State, and Regulation in Comparative Perspective*, Clarendon Press - Oxford 1991, 8 e ss.; PROSSER, *Nationalised Industries and Public Control. Legal, Constitutional and Political Issues*, Basil Blackwell, 1986, 19 e ss.. Sull'esperienza portoghese si veda la monografia di RODRIGUES, *Golden shares: an empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004. Per una panoramica generale del fenomeno "privatizzazioni" nel continente, si veda, *ex multis*, SCARCHILLO, *Privatisations in Europe*, in *Diritto del comm. int.*, 25.1, 2011, 109 e ss.

⁴⁴ Una definizione di "potere speciale" dello Stato non è infatti prevista in alcun testo legislativo comunitario. Discorso diverso per quanto contenuto nella direttiva

una segnalazione il tentativo compiuto dalla Commissione Europea, nel Commission Staff Working Document del 2005, nel quale si è fornita una definizione di “*special rights*” quali “*quegli strumenti utilizzati dai governi per conservare il controllo su determinate materie nelle società privatizzate*”. Una prima definizione è stata offerta da coloro i quali hanno sostenuto che per “poteri speciali” dello Stato (o per dirlo con un’espressione ormai abusata ma meglio conosciuta, “*golden shares*”) si intendono quel nucleo di prerogative che l’amministrazione pubblica alienante in caso di privatizzazione conserva nella sua titolarità, con l’attribuzione alla stessa di diritti maggiori o più incisivi rispetto a quelli che per statuto o per diritto comune, alla stregua di qualsiasi soggetto privato, le competerebbero⁴⁵.

Tale definizione è stata sostanzialmente confermata anche da altri Autori⁴⁶, i quali, seppur con sfumature diverse, hanno affermato che per *golden shares* si devono intendere alcuni poteri speciali che lo Stato si riserva su talune delle decisioni più importanti relative alla struttura e all’attività delle società privatizzate, in misura non proporzionale all’effettiva ed eventuale partecipazione ancora in mano pubblica e che tuttavia si caratterizzano per una

n. 1994/46/CE del 13 ottobre, in GUCE L 268/94, ove si fa riferimento ai diritti esclusivi o speciali concessi dallo Stato a determinate tipologie di imprese. Essi consistono nei “... *diritti concessi da uno Stato membro ad un numero limitato di imprese (mediante strumenti legislativi, regolamentari o amministrativi) che, all’interno di una determinata area geografica, limitano a due o più il numero di dette imprese, sulla base di criteri non aventi caratteristiche di obiettività, proporzionalità e non discriminazione o designano, diversamente da altri criteri, vantaggi di natura giuridica o regolamentare che influiscono sostanzialmente sulla capacità di qualsiasi impresa di impegnarsi in una delle attività summenzionate, nella stessa area geografica in condizioni sostanzialmente equivalenti*” [dir. 1994/46/CE del 13 ottobre 1994, in GUCE L 268/94].

⁴⁵ Sul punto, SANTA MARIA, *Diritto commerciale europeo*, III ed, Milano, 2008, 311; originariamente si veda anche LIBONATI, *La faticosa “accelerazione” delle privatizzazioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, 39 e ss.

⁴⁶ AJELLO, *La golden shares nell’ordinamento comunitario: certezza del diritto, tutela dell’affidamento degli investitori e “pregiudiziale” nei confronti dei soggetti pubblici*, in *Il diritto dell’Unione Europea*, 2007, 811-812; *Ex multis*, LAZZARA, *Libera circolazione dei capitali e “golden shares”*, in *Foro amm. – Consiglio di Stato*, 2002, 1607.

diversificazione dei loro contenuti⁴⁷.

Si può quindi dedurre, in via di primissima approssimazione, che non vi può essere un potere speciale dello Stato svincolato da una precedente alienazione della quota di partecipazione statale. Conseguentemente, il potere speciale consisterebbe nel conservare l'esercizio di un controllo "*a prescindere*" dalla detenzione di una quota di partecipazione in una società di capitali.

Negli ultimi anni, è cresciuto l'interesse per tale fenomeno, in considerazione delle numerose pronunce della Corte di Giustizia europea, la quale, accogliendo nella maggior parte dei casi i ricorsi per infrazione proposti dalla Commissione europea, ha condannato quegli Stati membri che prevedevano legislazioni nazionali attributive di "*golden shares*" allo Stato, in grado di ledere, ad avviso delle istituzioni comunitarie, le libertà fondamentali, quali, almeno nel settore che interessa, la libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento⁴⁸.

⁴⁷ GOBBATO, *Golden shares ed approccio uniforme in materia di capitali nella recente giurisprudenza comunitaria*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2004, 427 e ss.. L'Autrice mette in luce la diversità nelle forme e nei contenuti dei poteri speciali rilevando come essi "... assumono forme diverse (formalità di autorizzazione amministrativa, azioni privilegiate, poteri di nomina dei membri degli organi sociali) e presentano diversi contenuti (diritto di veto ai nuovi ingressi nel capitale, diritti di intervento nella gestione delle risorse)".

⁴⁸ Da segnalare come soltanto in un caso la Corte di Giustizia europea abbia salvato una normativa nazionale la quale concedeva il diritto allo Stato di esercitare le *golden shares*. Si tratta delle disposizioni contenute nel regio decreto 10 giugno 1994, che istituisce a vantaggio dello Stato un'azione che conferisce poteri speciali (*golden share*) della Société nationale de transport par canalisations (Moniteur belge 28 giugno 1994, pag. 17333), secondo le quali tale azione è accompagnata dai seguenti poteri speciali:

a) qualsiasi cessione, qualsiasi assegnazione a titolo di sicurezza o qualsiasi cambiamento della destinazione delle canalizzazioni della società che costituiscono grandi infrastrutture di trasporto interno di prodotti energetici o che possono servire a tale scopo deve essere notificata preventivamente al Ministro incaricato, il quale ha il diritto di opporsi a tali operazioni qualora ritenga che rechino pregiudizio agli interessi nazionali nel settore dell'energia;

b) il Ministro può nominare due rappresentanti del governo federale nell'ambito del consiglio d'amministrazione della società. Questi possono proporre al Ministro l'annullamento di qualsiasi decisione del consiglio d'amministrazione che ritengano contrastare con gli orientamenti della politica energetica del paese, comprese le finalità del governo relative all'approvvigionamento di energia del paese.

Nell'ottica del diritto comunitario, il "potere speciale" attribuito allo Stato nel governo della società di capitali rappresenta una "restrizione" all'esercizio delle libertà fondamentali del Trattato di Lisbona (d'ora in avanti, il "TFUE"); ciò non significa, tuttavia, che esso non possa essere concesso allo Stato in assoluto.

Il vaglio di compatibilità delle "golden shares" nazionali si articola in due fasi distinte.

Nella prima fase, infatti, il giudizio di incompatibilità con il diritto comunitario si concentra sul carattere di specialità e sulla deroga al diritto comune della misura nazionale. Si pensi, a questo proposito, al limite all'acquisto di azioni che possono essere acquistate da società straniera⁴⁹, ai poteri di veto o di autorizzazione preventiva su fusioni, scissioni e scioglimento sociale⁵⁰, sul trasferimento o sull'utilizzazione di determinati *assets*⁵¹, su decisioni che influiscono sull'attività, di interesse pubblicistico, esercitata dalla società, sulla

- le disposizioni del regio decreto 16 giugno 1994, che istituisce a vantaggio dello Stato una *golden share* della Distrigaz (Moniteur belge 28 giugno 1994, pag. 17347), secondo le quali tale azione è accompagnata dai seguenti poteri speciali:

a) qualsiasi cessione, qualsiasi assegnazione a titolo di sicurezza o qualsiasi cambiamento della destinazione degli attivi strategici della società deve essere notificata previamente al Ministro incaricato, il quale ha il diritto di opporsi a tali operazioni, qualora ritenga che rechino pregiudizio agli interessi nazionali nel settore dell'energia;

b) il Ministro può nominare due rappresentanti del governo federale nell'ambito del consiglio d'amministrazione della società. Questi possono proporre al Ministro l'annullamento di qualsiasi decisione del consiglio d'amministrazione o del comitato direttivo che ritengano contrastare con la politica energetica del paese. (Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, causa C-503/99). La normativa richiamata è stata giustificata, in considerazione della meritevolezza dell'obiettivo di garantire la sicurezza dell'approvvigionamento di energia in caso di crisi.

⁴⁹ Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, *Commissione c. Portogallo*, causa C-367/98, in *Racc.*, I-04731; Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, *Commissione c. Francia*, causa C-483/99, in *Racc.*, I-04781.

⁵⁰ Corte di Giustizia europea, 13 maggio 2003, *Commissione c. Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord*, causa C-98/01, in *Racc.* I-04641, sulla quale sentenza si veda, in particolare, BALLARINO, BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario. A proposito delle recenti sentenze della Corte comunitaria*, in *Riv. soc.*, 2004, 2 e ss.; si veda anche Corte di Giustizia europea, 28 settembre 2006, *Commissione c. Regno dei Paesi Bassi*, cause riunite C-282/04 e C-283/04, in *Racc.* I-09141.

⁵¹ Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, *Commissione c. Regno del Belgio*, causa C-503/99, in *Racc.* I-04809; ed ancora Corte di Giustizia europea, 13 maggio 2003, *Commissione c. Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord*, causa C-98/01, in *Racc.* I-04641.

modificazione dello statuto⁵², sull'acquisto di azioni con diritto di voto in quanto eccedente una determinata soglia⁵³ e sulla soppressione dei poteri speciali⁵⁴. Infine, rivestono notevole importanza, anche per le considerazioni *sub* art. 2449 c.c., di cui discorreremo più ampiamente *infra*, i poteri speciali di nomina diretta delle cariche sociali⁵⁵, così come la facoltà di nominare un certo numero di amministratori, con⁵⁶ o senza⁵⁷ diritto di voto.

Una volta accertata la "restrittività" della misura nazionale, la Corte di Giustizia esamina, nella seconda fase del giudizio di compatibilità, se la norma possa ritenersi "giustificata" in nome di interessi nazionali meritevoli di tutela⁵⁸.

Se da un lato è evidente la tendenza degli organi comunitari a limitare l'uso delle "golden shares" ed, in genere, dei poteri speciali ad esse connessi, dall'altro lato, si assiste ad un altrettanto chiaro riconoscimento formale dell'esigenza degli Stati di esercitare una forma di controllo e di governo su alcuni settori dell'economia

⁵² Corte di Giustizia europea, 13 maggio 2003, *Commissione c. Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord*, causa C-98/01, in Racc. I-04641, (in particolare sub punto 9).

⁵³ Corte di Giustizia europea, 13 maggio 2003, *Commissione c. Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord*, causa C-98/01, in Racc. I-04641, (in particolare sub punto 10).

⁵⁴ Corte di Giustizia europea, 28 settembre 2006, *Commissione c. Regno dei Paesi Bassi*, cause riunite C-282/04 e C-283/04, in Racc., I-09141, punto 9; Corte di Giustizia europea, 13 maggio 2003, *Commissione c. Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord*, causa C-98/01, in Racc., I-04641, punto 9.

⁵⁵ Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, *Federconsumatori e altri c. Comune di Milano*, cause riunite 463/04 e C-464/04, in *Giur. comm.*, 2008, II, 924 e ss. con nota di commento di CORRADI, *La proporzionalità tra partecipazione e "potere di controllo" nell'art. 2449 c.c.*, *ivi*. Per un approfondimento del *decisum* della sentenza si veda *infra* nel prosieguo della trattazione.

⁵⁶ Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, *Commissione c. Regno del Belgio*, causa C-503/99, in Racc. 2002, I-04809, punto 1.

⁵⁷ Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, *Commissione c. Repubblica francese*, causa C-483/99, in Racc. I-04781, punto, 9, II.

⁵⁸ In particolare si segnala una sentenza nella quale il giudice del Lussemburgo ha "salvato" i poteri speciali riservati dalla legislazione belga ad una impresa operante nel settore dell'energia, ritenendo tale misura nazionale giustificata in ragione dell'esigenza di garantire "la sicurezza dell'approvvigionamento di energia in caso di crisi". Cfr. Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, *Commissione c. Regno del Belgio*, causa C-503/99, in Racc. I-04809.

ritenuti “strategici” o comunque “essenziali”⁵⁹. Sotto altro profilo, è bene considerare un diverso contesto in cui possono nascere poteri speciali.

E’ infatti opportuno considerare, senza tuttavia indugiare sul tema, che meriterebbe ben più ampia trattazione, il sempre più rilevante fenomeno della partecipazione di Regioni ed enti locali, attraverso società di capitali “holding di partecipazione”, ad iniziative di investimento in società capitalistiche operanti in settori non necessariamente legati ai servizi pubblici essenziali⁶⁰. Si assiste quindi ad un’apparente divergenza tra le indicazioni normative, interne e comunitarie, orientate a limitare lo spettro dell’intervento pubblico “diretto” e, contemporaneamente, a casi di partecipazione indiretta delle Regioni e degli enti locali a società “holding” che, anche sulla base di progetti europei, intendono operare sul mercato al pari di *venture capitalist* o fondi di *private equity*. Parimenti, è ugualmente significativa la presenza di investitori pubblici nelle società di capitali, quali i fondi sovrani, che stanno acquistando,

⁵⁹ In merito al ricorso, da parte degli stati, ai poteri speciali, si possono ricordare le prassi nazionali seguite in occasione della liberalizzazione dei servizi di interesse economico generale (SIEG), allo scopo di preservare una forma di controllo sulle imprese privatizzate operanti in settori definiti strategici per l’economia nazionale, quali, a titolo esemplificativo, il servizio postale, le telecomunicazioni, i trasporti e il settore energetico, la cui gestione era in origine assicurata a livello nazionale da imprese pubbliche o private in regime di concessione. Sul punto, si veda CINTIOLI, *Servizi pubblici e concorrenza, servizi di interesse economico generale, promozione e tutela della concorrenza*, in *Dir. Unione europea*, 2006, 453 ss.; RAGIONIERI, MARESCA (a cura di), *Servizi di interesse generale, diritti degli utenti e tutela dell’ambiente*, Milano, 2006, 59 ss.; CAPANTINI, *Golden shares a tutela del servizio universale. Una censura di tipo più procedurale che sostanziale da parte della Corte di Giustizia?*, in *Dir. pubbl. comparato ed europeo*, 2007, 424; DE VIDO, *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares: violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali o sul diritto di stabilimento?*, in *Dir. commercio int.*, 2007, spec. 863 e 864. Più recentemente BERGAMINI, *La nozione di servizio di interesse generale nel diritto dell’Unione europea: evoluzione e rapporto con le nozioni nazionali*, in *Dir. e politiche Unione europea*, 2007, 3 ss.; KRAJEWSKI, NEERGAARD, VAN DE GRONDEN (edited by), *The Changing Legal Framework for Services of General Interest in Europe Between Competition and Solidarity*, The Hague, 2009, 291 ss.

⁶⁰ Per una panoramica aggiornata delle tipologie di intervento e delle diverse modalità organizzative, si veda, anche per quanto riguarda aspetti di carattere operativo e gestionale, *ex multis*, BASSI, *Servizi pubblici locali e società di gestione. Aspetti ordinamentali e opzioni strategiche nell’ottica della liberalizzazione*, Sant’Arcangelo di Romagna, 2010.

soprattutto in periodo di crisi economica e finanziaria, particolare interesse a livello internazionale.

Tali nuove forme di intervento pubblico, che esulano dalla stagione delle privatizzazioni, non possono che influenzare le riflessioni finora compiute sul ruolo dello Stato nel governo delle società di capitali, e per il tema che a noi interessa, i poteri speciali che l'organo pubblico si riserva nell'ambito della sua strategia di intervento.

8. La giurisprudenza della Corte di Giustizia sui "poteri speciali": il caso "AEM - Federconsumatori".

Tra le pronunce più significative della Corte di Giustizia europea in merito ai poteri speciali dello Stato vi rientra senza dubbio la ormai non più recentissima sentenza del 6 dicembre 2007 resa nel giudizio AEM - Federconsumatori⁶¹, con la quale la Corte del Lussemburgo ha affrontato la questione della compatibilità con l'art. 56 del TUE (oggi, l'art. 63 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, od anche TFUE) di alcune disposizioni dello statuto della AEM S.p.A., introdotte a seguito della sua privatizzazione formale e successiva quotazione in borsa.

Tali clausole statutarie erano finalizzate ad assicurare uno stabile controllo della società nelle mani del Comune di Milano, seppur in presenza di una partecipazione minoritaria al capitale⁶².

In sintesi, il Comune di Milano, a seguito della collocazione sul mercato delle azioni AEM, optò per ridurre la sua partecipazione sociale al 33,4% del capitale - quota di minoranza, ma in grado di garantire un potere di "blocco" sulle deliberazioni dell'assemblea

⁶¹ Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, cause riunite C-463/04 e C-464/04, in www.curia.europa.eu. Sul punto si veda anche, BALLARINO - BELLODI, *La Golden Share nel diritto comunitario. A proposito delle recenti sentenze della Corte comunitaria*, in *Riv. soc.*, 2004, 1 e ss.

⁶² GHEZZI, *commento sub art. 2449-2451*, in *Commentario delle società a cura di Marchetti, Ghezzi, Notari, Bianchi*, Milano, 2010, 58.

straordinaria - subordinando l'operazione all'introduzione in statuto di speciali regole di nomina diretta di una parte dell'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2449 c.c.

La questione fondamentale, che ha dato luogo alla censura comunitaria, concerneva la possibilità per il socio pubblico di concorrere in assemblea, attraverso il meccanismo del voto di lista, all'elezione di organi sociali, nonostante il medesimo socio fosse già titolare del potere speciale di nomina diretta extra-assembleare.

Concretamente, quindi, il meccanismo brevemente illustrato avrebbe permesso al Comune di Milano di garantirsi la nomina della maggioranza degli amministratori pur se in assemblea una lista concorrente avesse raccolto in numero di voti superiore a quello aggregato dal medesimo ente. La Corte di Giustizia europea concludeva affermando che l'art. 56 (ora 63 TFUE) ostava ad una disposizione nazionale quale l'art. 2449 c.c., qualora tale norma, da sola o in combinazione con altre disposizioni, fosse tale da conferire allo Stato o all'ente pubblico di *"godere di un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione nel capitale di detta società"*. A conforto di tale tesi, la Corte nota inoltre che un investitore potrà avere anche la certezza di riuscire ad abrogare il diritto di nomina diretta degli amministratori di una società per azioni solamente qualora l'investimento sia di una rilevanza tale da assicurargli la maggioranza necessaria per modificare lo statuto di detta società.

Tale situazione, prosegue la Corte, può richiedere un investimento ben al di là di quello che, in assenza dell'inserimento del diritto di nomina di cui trattasi nello statuto, gli consentirebbe di partecipare alla società interessata con l'obiettivo di creare o mantenere legami economici durevoli o diretti con quest'ultima e che consentano una partecipazione effettiva alla sua gestione e controllo. Peraltro, come è stato correttamente osservato⁶³, lo statuto di AEM rendeva

⁶³ GHEZZI, *commento sub art. 2449-2451*, in *Commentario delle società* a cura di

Tesi di dottorato "Libertà di circolazione dei capitali e corporate governance delle società con poteri speciali" di DE NADAI MARCO

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2013

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

impossibile una modifica dello stesso senza un previo accordo con il socio pubblico, posto che, come noto, l'assemblea straordinaria delibera ai sensi dell'art. 2368, comma 2, c.c. con il voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea; così che il pacchetto azionario del Comune di Milano era sufficiente a consentirgli di esercitare un potere di veto su qualsiasi deliberazione.

Nel nostro caso, poi, la Corte non ha nemmeno ritenuto la misura nazionale giustificabile in virtù di quelle ragioni di interesse pubblico generale che, invece, in una precedente sentenza della Corte avente ad oggetto la normativa belga⁶⁴, sono state idonee a giustificare le misure restrittive nazionali in nome dell'esigenza di conservazione del controllo pubblico nelle società operanti in settori economici strategici⁶⁵; giustificazione, quest'ultima, che non è stata ritenuta applicabile ad AEM⁶⁶.

9. La sentenza "Volkswagen".

Notevole interesse ha suscitato nella letteratura europea, per le importanti conseguenze sul diritto societario europeo, la sentenza "Volkswagen" della Corte di Giustizia. In tale pronuncia, la Corte ha sancito l'incompatibilità con il diritto comunitario di quattro disposizioni normative contenute nella c.d. Legge Volkswagen (legge 21 luglio 1960, art. 2 n. 1, art. 3 n. 5, art. 4 n. 1, art. 4 n. 3) in quanto ritenute ingiustificatamente restrittive della libertà di circolazione dei capitali ⁶⁷. Con riguardo invece alla violazione della libertà di

Marchetti, Ghezzi, Notari, Bianchi, Milano, 2010, 64.

⁶⁴ Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, causa C-503/99.

⁶⁵ SANTONASTASO, *Le società di diritto speciale*, Giappichelli, Torino, 2009, 294-295.

⁶⁶ Al riguardo, merita una notazione la posizione di quella dottrina secondo la quale, impiegando tale canone interpretativo, i privilegi pubblici sarebbero allora accettabili soltanto nella misura in cui la riserva a favore della componente pubblica e la conseguente limitazione alla libera circolazione dei capitali si giustificano sulla scorta dell'idoneità e dell'adeguatezza della stessa in ragione degli interessi pubblici coinvolti. Sul punto, si veda, FRACCHIA - OCCHIENA, *Società pubbliche tra golden share e art. 2449: non è tutto oro ciò che luccica*, in *Giust. Amm.*, 2007, 438.

⁶⁷ Corte di Giustizia europea, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione c.*

stabilimento *ex art. 49-54 TFUE* la Corte, pur ritenendo violate tali norme, non ha sviluppato alcuna specifica argomentazione.

Questi i fatti. Nel ricorso per inadempimento, la Commissione europea ha censurato: (i) la limitazione dell'esercizio dei diritti di voto al 20% del capitale sociale quando un azionista supera detta percentuale; (ii) l'aumento fino a oltre l'80% della maggioranza necessaria per l'adozione degli accordi per i quali l'Aktiengesetz⁶⁸ (legge tedesca sulle società per azioni) richiede il 75%; (iii) il diritto del Bund (Stato federale) e del Land della Bassa Sassonia di nominare due membri nel Consiglio di sorveglianza della società⁶⁹.

Ad una prima analisi, tali disposizioni sembrano caratterizzate da alcune peculiarità: innanzitutto, la legge pare derogare al diritto comune per il solo fatto di applicarsi ad una società determinata, la Volkswagen AG, tanto da meritarsi anche l'appellativo di "*legge ad personam o legge singolare*"⁷⁰. Inoltre, esse paiono accumulate dal fatto che ciascuna di esse determina l'inserimento coattivo nello statuto di una determinata società per azioni di clausole che disciplinano profili direttamente o indirettamente attinenti all'impiego di "poteri

Germania, in www.curia.europa.eu.it.

⁶⁸ In proposito si ricorda come l'art. 134, n. 1, della legge sulle società per azioni del 6 settembre 1965 (in BGBl. 1965 I, pag. 1089; in prosieguo: l' "Aktiengesetz"), come modificata dalla legge sul controllo e la trasparenza nel settore delle imprese (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich), del 27 aprile 1998 (in BGBl. 1998 I, pag. 786), così dispone: "Il diritto di voto si esercita in funzione dell'importo nominale delle azioni o, nel caso delle azioni di quota ("Stückaktien"), del loro numero. Nel caso delle società non quotate, lo statuto può limitare il diritto di voto, qualora un azionista detenga varie azioni, fissando un limite massimo assoluto o progressivo (...)". L'art. 101, n. 2, della Aktiengesetz prevede infine quanto segue: "Il diritto di designare rappresentanti nel consiglio di sorveglianza deve essere previsto nello statuto e può essere concesso soltanto a determinati azionisti o ai titolari di determinate azioni. In quest'ultimo caso, il diritto di rappresentanza è riconosciuto solamente qualora le azioni siano nominative e qualora il trasferimento delle stesse sia soggetto all'approvazione della società. Le quote degli azionisti che dispongono di tale diritto non rappresentano una categoria particolare. Nel complesso, i diritti di rappresentanza attribuiti non devono superare un terzo del numero di rappresentanti degli azionisti nel consiglio di sorveglianza previsto dalla legge o dallo statuto. L'art. 4, n. 1, della [legge VW] rimane invariato".

⁶⁹ Commissione europea, Press Release, 30 marzo 2004, IP/04/400.

⁷⁰ Tale espressione è contenuta in PIZZA, *Società per azioni di diritto singolare, diritto comune delle società per azioni e libera circolazione dei capitali: il caso Volkswagen*, in *Riv. ital. Dir. Pubbl. Comunitario*, 2008, 1181.

amministrativi”⁷¹ spettanti ai soci ed esercitabili, nella maggior parte dei casi, attraverso la partecipazione assembleare.

I Giudici comunitari prendono le mosse dall’analisi della genesi della Legge Volkswagen, la quale, a loro dire, mostrerebbe come si sia creata una struttura giuridica altamente sofisticata al solo fine di “congelare una situazione determinata in un momento molto preciso”. Le disposizioni esaminate disciplinano direttamente particolari aspetti del funzionamento e delle competenze degli organi sociali senza attribuire a soggetti estranei alla compagine sociale alcun potere. La Legge Volkswagen attribuisce “speciali diritti” *diversi* da quelli normalmente assegnati dall’Aktiengesetz, e cioè dalla legge di diritto comune, come è facilmente riscontrabile dalla previsione dell’aumento ad oltre l’80% del quorum necessario per approvare talune decisioni dell’assemblea generale, quando il diritto comune richiede invece soltanto il 75%.

Inoltre, la limitazione dell’esercizio del diritto di voto al 20% del capitale sociale coincide con la percentuale di azioni ripartite fra i due investitori istituzionali, vale a dire lo Stato federale e il Land Bassa Sassonia, al tempo in cui la legge fu promulgata.

La normativa in questione è stata considerata incompatibile con la libertà di circolazione dei capitali avendo reso difficile per i potenziali investitori un’eventuale modifica dello statuto sociale, a fronte dei predetti tetti azionari. L’investitore, infatti, si sarebbe trovato di fronte a seri dilemmi al momento di raccogliere oltre un quinto del capitale dal momento che, al disopra di detta percentuale,

⁷¹ Più precisamente, nella sentenza della Corte di giustizia si parla al riguardo di “*poteri di gestione e di controllo dei soci*”. Va segnalato come, nella prospettiva generale, in tutti gli ordinamenti giuridici dell’Unione Europea la disciplina comune delle società per azioni prevede l’attribuzione ai titolari di azioni una pluralità di situazioni soggettive, molte delle quali possono rientrare nella nozione di “diritto amministrativo” dei soci. Nell’ordinamento italiano, tra i poteri ed i diritti di natura “amministrativa” troviamo, a titolo esemplificativo, il diritto di intervento e di voto, il diritto di impugnare delibere assembleari invalide ed il diritto di esaminare i libri sociali. Sul punto, in generale, CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, Milano, 2008.

egli non avrebbe avuto alcun diritto di voto.

Del resto, anche laddove si fosse riusciti a mobilitare tutto il piccolo azionariato, la minoranza di blocco dello Stato federale e del Land avrebbe reso del tutto illusorio qualsiasi tentativo di modifica statutaria, con oltre quattro quinti del capitale sociale nell'assemblea degli azionisti.

Tale struttura azionaria, come si legge nelle argomentazioni della difesa dello Stato federale tedesco⁷², rispondeva a precise esigenze storiche, fondate su un compromesso raggiunto nel 1959 dalle persone e dai gruppi che nel corso degli anni '50 avevano avanzato diritti sulla società a responsabilità limitata *Volkswagenwerk*. Nell'ambito del citato compromesso, i lavoratori e i sindacati, quale contropartita per la loro rinuncia a rivendicare un diritto di proprietà su quest'ultima, avrebbero ottenuto la garanzia di essere tutelati nei confronti di un grande azionista che avrebbe potuto dominare da solo la società automobilistica⁷³.

Con riferimento alla libera circolazione dei capitali, la giustificazione dello Stato tedesco si fondava sulla qualificazione delle previsioni contenute nella Legge Volkswagen alla stregua di un patto tra soci, quindi rimesso all'autonomia statutaria, non sindacabile a livello comunitario.

Tali considerazioni storiche sono state ritenute irrilevanti prima dalla Commissione ricorrente e poi dalla Corte di Giustizia.

La Legge Volkswagen rappresenta, infatti, agli occhi delle autorità comunitarie come l'emblema del conservatorismo domestico,

⁷² Punto 22 e ss., sentenza Corte di Giustizia europea, C-112/05, cit..

⁷³ Punto 23 e ss. sentenza Corte di Giustizia europea, C-112/05, cit., *“La Repubblica federale di Germania osserva che tale compromesso si è concretizzato innanzitutto mediante la conclusione, il 12 novembre 1959, di un contratto («Staatsvertrag») tra lo Stato federale e il Land della Bassa Sassonia e, successivamente, mediante l'adozione, in base a tale contratto, della legge 9 maggio 1960, recante regolamentazione della situazione giuridica della società a responsabilità limitata Volkswagenwerk (Gesetz über die Regelung der Rechtsverhältnisse bei der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung, BGBl. 1960 I, pag. 301), seguita dall'adozione, in data 6 luglio 1960, dello statuto della Volkswagen e, infine, della legge VW, che ha ripreso le norme già contenute in tale statuto”*.

strumento finalizzato a mantenere lo *status quo* per quanto riguarda i grandi azionisti *ab initio*, vale a dire lo Stato federale e il Land della Bassa Sassonia; il che rafforzerebbe la prima censura della Commissione in merito alla rappresentanza (non proporzionale) dei detti soggetti nel Consiglio di sorveglianza (*Aufsichtsrat*).

Del resto, non sembra nemmeno che lo Stato tedesco abbia negato *tout court* un dato di fatto, e cioè l'oggettivo favor per gli azionisti pubblici rappresentato dalle menzionate disposizioni della Legge Volkswagen, e ciò anche accogliendo la tesi delle ragioni giustificative della misura nazionale restrittiva. Da questo punto di vista, sembra corretta l'opinione della Corte secondo la quale la legge speciale abbia rafforzato la posizione dello Stato federale e del Land.

Altro problema ovviamente è verificare l'effetto dissuasivo della normativa rispetto alla libertà di circolazione dei capitali, interpretabile, da un lato, come difficoltà per soggetti terzi di partecipare alla gestione e dall'altro lato, di investire direttamente nella società.

La Corte sembra ridurre la questione alle conseguenze protezionistiche della legge Volkswagen, rivolgendo particolare attenzione al favor del socio pubblico ed all'effetto dissuasivo rispetto agli investimenti realizzati al fine di partecipare alla gestione dell'impresa; nessuna rilevanza viene invece assegnata alla difesa dei resistenti circa la fluidità della circolazione delle azioni della Volkswagen, che alludono ad investimenti di portafoglio (c.d. investimenti indiretti).

Sebbene pare indubitabile che il caso Volkswagen riguardi, ancora una volta, la questione dei limiti all'esercizio dei poteri speciali dello Stato e degli enti pubblici, non può comunque negarsi come tale sentenza abbia aperto una breccia nel diritto societario comunitario; basti pensare al dibattito a cui si è già fatto cenno in merito alle conseguenze di tale pronuncia rispetto ai limiti all'autonomia

statutaria ed ai patti tra soci, qualora “potenzialmente” dissuasive della libera circolazione dei capitali *intra ue*. Sul punto, ovviamente, si ritornerà in prosieguo.

10. La giurisprudenza comunitaria sulle “restrizioni” alla libertà di circolazione dei capitali.

Le pronunce giurisprudenziali precedentemente ricordate, mostrano, al di là dei casi specifici, come ai fini della delimitazione dei confini della misura restrittiva⁷⁴ non ci si possa esimere dal procedere con un’analisi caso per caso, in considerazione dell’assenza di una nozione armonizzata di “restrizione” alla libertà di circolazione dei capitali.

In generale, tale tentativo potrebbe sembrare inutile, in ragione, da un lato, della vasta giurisprudenza a disposizione e dall’altro lato, della mutevolezza degli orientamenti giurisprudenziali. Tale asserzione, in realtà, come accennato precedentemente, non vale se ci si confronta con le pronunce della Corte di giustizia europea in tema di “golden shares”.

In tali ambiti, infatti, la Corte è apparsa piuttosto coerente e conservativa nei propri orientamenti. Con riferimento alla nozione di “restrizione” la Corte di Giustizia ha tuttavia avuto modo di confrontarsi anche in altre occasioni, non soltanto laddove ha dovuto verificare la conformità con il diritto comunitario delle misure nazionali che riconoscevano poteri speciali allo Stato. E’ quindi evidente come tale nozione abbia assunto connotazione diverse a seconda della fattispecie di volta in volta considerata, dell’epoca storica e delle libertà fondamentali che si presupponevano violate⁷⁵.

⁷⁴ In particolare, cfr. Corte di Giustizia europea, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione c. Germania*, in www.curia.europa.eu.it, ove per “restrizioni” sono state intese “*le misure nazionali idonee a impedire o a limitare l’acquisizione di azioni nelle imprese interessate o che possono dissuadere gli altri Stati membri dall’investire nel capitale di queste ultime*”.

⁷⁵ Al riguardo, si veda *ex multis*, SNELL, *And then there were two: products and citizens*

La Corte di Giustizia europea non si è finora limitata a sanzionare le misure nazionali considerando soltanto la loro discriminatorietà, ma, come accennato, è giunta a perseguire uno scopo maggiormente ambizioso⁷⁶, almeno in merito all'interpretazione della libertà di circolazione dei capitali.

Come abbiamo visto, l'esempio maggiormente evidente di un'interpretazione "ampia" di restrizione, si incontra nei casi di "golden shares". In *Commissione c. Regno Unito*, la Corte di Giustizia condannò la legge britannica che consentiva allo Stato azionista di impedire, attraverso l'esercizio di un diritto di veto, l'acquisizione, da parte dei privati, di una percentuale del capitale sociale con diritto di voto superiore al 15% della società aeroportuale britannica. Nonostante la difesa dello Stato membro, avallata peraltro anche dall'Avvocato Generale Colomer, secondo la quale tale misura nazionale non costituiva necessariamente una discriminazione incompatibile con il diritto comunitario né tantomeno rappresentava una restrizione al mercato interno, la Corte, come abbiamo precedentemente ricordato, abbracciò una tesi differente. Secondo i giudici del Lussemburgo, infatti, l'art. 63 TFUE non deve essere interpretato nel senso che soltanto le misure discriminatorie rispetto alla possibilità di investimento sono incompatibili con il Trattato. Più in dettaglio - dice la Corte - la legislazione del Regno Unito influenza la posizione di un soggetto privato che si vede limitate le possibilità di investimento e conseguentemente l'accesso al mercato⁷⁷.

in community law, in Tridimas and Nebbia (eds), *European Union Law for the Twenty-first Century: Rethinking the New Legal Order*. Vol. II, Hart, 2004; della stessa A. si veda anche il più recente SNELL, *Free Movement of Capital: Evolution as a Non Linear Process*, in Craig and De Búrca, *The Evolution of EU law*, second ed., Oxford, 2011, 554 e ss.

⁷⁶ Lo afferma sempre SNELL, *Free Movement of Capital: Evolution as a Non Linear Process*, in Craig and De Búrca, *The Evolution of EU law*, second ed., Oxford, 2011, 555 e ss.

⁷⁷ Si veda la già citata sentenza della Corte di Giustizia europea nel caso *Commissione c. Regno Unito* (causa C-98-01).

Nello stesso senso anche la successiva pronuncia di cui alla causa *Commissione c. Paesi Bassi* del 2006, ove i giudici comunitari hanno evidenziato il carattere deterrente dagli investimenti privati delle misure nazionali che attribuiscono al socio pubblico diritti di veto assembleare su decisioni strategiche ed in grado di influenzare il valore delle azioni della società⁷⁸. Tale pronuncia si connota per aver esteso ulteriormente l'ambito di applicazione dell'art. 63 TFUE, giungendo addirittura a considerare la potenzialità depressiva di una misura nazionale rispetto al prezzo delle azioni sul mercato quale argomento dirimente della contrarietà della norma interna al diritto comunitario.

Come detto, la nozione di "restrizione" si rintraccia anche in altri contesti. Ad esempio, nel caso *Burtscher*⁷⁹ la Corte è stata chiamata a decidere sulla compatibilità con il diritto comunitario di una disposizione nazionale austriaca che obbligava l'acquirente di un terreno a specificare, in apposita dichiarazione rilasciata all'autorità pubblica locale, le finalità dell'acquisto (vacanze, investimento etc.). L'atto di acquisto non poteva essere registrato nei pubblici registri fintantoché la dichiarazione non fosse stata correttamente inviata all'ufficio competente e che in assenza di tale dichiarazione dell'acquirente nel termine di due anni dal contratto di compravendita, l'acquisto sarebbe stato sanzionato con la nullità.

La Corte, seguendo il ragionamento dell'Avvocato Generale Jacobs, rilevava la contrarietà della norma interna con la libertà di circolazione dei capitali in quanto essa era in grado di condizionare l'acquisto della proprietà di un bene al perfezionamento di una "formalità amministrativa". Anche in tale caso, la Corte ha considerato come restrittive misure nazionali non limitandosi a verificare la

⁷⁸ Corte di Giustizia, cause riunite C-282/04 e 283/04, *Commissione c. Paesi Bassi*, in www.curia.europa.eu.

⁷⁹ Corte di Giustizia, causa C-213/04, *Burtscher c. Stauderer*, in www.curia.europa.eu.

finalità discriminatoria della norma interna, ma andando “oltre”, giungendo così a sanzionare nel merito norme imperative molto comuni negli ordinamenti degli Stati membri.

Da quanto precede, è dunque evidente come la nozione di restrizione non è confinata alle limitazioni dei trasferimenti di capitali transfrontalieri⁸⁰.

Nella materia fiscale, la Corte ha avuto occasione di esprimersi confermando tale approccio decisamente “invasivo” delle sovranità nazionali. Nel caso *Sandoz*⁸¹, si trattava di verificare la compatibilità con il diritto UE di una norma austriaca che prevedeva un’imposta di bollo sui mutui calcolata per un importo pari allo 0,8% della somma finanziata indipendentemente dalla residenza fiscale del finanziatore. La norma – dice la Corte – priva i soggetti residenti in altri Stati membri della possibilità di beneficiare di un regime di esenzione fiscale che può essere associato a finanziamenti contratti al di fuori dei confini nazionali.

Conseguentemente, tale disposizione nazionale sembrerebbe idonea a dissuadere i cittadini austriaci dal contrarre mutui con soggetti residenti in altri Stati membri. A differenza dei casi precedenti, in tale situazione, la Corte “salva” la misura nazionale, in quanto “giustificata” da ragioni di interesse nazionali, consistenti, in particolare, nell’esigenza di evitare l’elusione di norme fiscali interne attraverso la scelta di un regime fiscale maggiormente favorevole (i.e. *law shopping*).

A prescindere dalla ragionevolezza della sentenza in merito alla giustificazione della misura restrittiva, ciò su cui vale la pena soffermarsi in questa sede sono le conclusioni della Corte in merito

⁸⁰ SNELL, *Free Movement of Capital: Evolution as a Non Linear Process*, in Craig and De Búrca, *The Evolution of EU law*, second ed., Oxford, 2011, 557; si veda anche, in chiave critica, PEERS, *Free movement of capital: learning lessons or slipping on spilt milk?*, in Barnard and Scott (eds), *The Law of the Single European Market*, Hart 2002, 340 – 346.

⁸¹ Corte di Giustizia, causa C-439/97, *Sandoz*, in www.curia.europa.eu.

alla restrittività della misura, prima della valutazione circa la fondatezza degli interessi nazionali.

Infatti, nel caso *Sandoz*, i giudici comunitari ravvisano una restrizione alla libertà di circolazione dei capitali della norma interna che impone una tassa sui mutui “importati” da altri Stati membri, nonostante l’assenza di finalità discriminatorie della stessa.

Sempre in ambito fiscale, merita di essere ricordata anche la sentenza resa dalla Corte di Giustizia nel caso *Manninen*⁸², che riguardava la normativa nazionale finlandese ai sensi della quale il diritto di una persona fiscalmente residente in uno Stato membro al credito d’imposta sui dividendi versatigli da società per azioni – credito che imputa l’imposta da queste dovuta come imposta sui redditi da capitale – è escluso qualora dette società non abbiano sede in tale Stato. Detta normativa, inoltre, ha l’effetto di dissuadere le persone fiscalmente residenti nello Stato membro di cui trattasi dall’investire i loro capitali in società aventi sede in un altro Stato membro; essa produce anche un effetto restrittivo nei riguardi delle società stabilite in altri Stati membri in quanto costituisce, nei loro confronti, un ostacolo alla raccolta di capitali nello Stato membro di cui trattasi.

Nei due anni successivi alla pronuncia *Manninen*, la Corte di Giustizia mutò nuovamente il suo indirizzo. L’occasione si è presentata con il caso *Kerckaert*, nel quale si trattava della *vexata questio* relativa alla doppia imposizione internazionale⁸³. I coniugi *Kerckaert*, residenti in Belgio, beneficiarono della distribuzione di dividendi di una società francese. Poiché tali dividendi erano tassati sia dalla normativa francese (al 15% degli importi distribuiti), sia dalla normativa belga (al 25%), i coniugi belgi presentarono domanda pregiudiziale davanti alla Corte di Giustizia al fine di far

⁸² Corte di Giustizia, causa C-319/02, *Petri Manninen*, in www.curia.europa.eu.

⁸³ Corte di Giustizia, causa C-513/04, *Kerckaert*, in www.curia.europa.eu.

accertare l'incompatibilità della normativa belga con la libertà di circolazione dei capitali, in ragione di una ingiustificata doppia tassazione. La Corte, seguendo per alcuni aspetti il ragionamento dell'Avvocato Generale Geelhoed, non ravvisò una contrarietà con il diritto comunitario della normativa contestata, sviluppando un *iter* argomentativo che pare interessante e meritevole di breve indagine.

Innanzitutto, i giudici comunitari distinguevano il presente caso da quello trattato in *Manninen*, ove si era stabilito, in generale, che i benefici fiscali relativi alla tassazione dei dividendi distribuiti nello Stato membro di "provenienza" non possono essere applicati in modo discriminatorio rispetto a quelli esteri. In quel caso, la normativa contestata operava una distinzione tra la tassazione dei dividendi in base alla "nazionalità" degli stessi, mentre nel caso *Kerchaert* la normativa belga trattava le due fattispecie nello stesso modo. Al riguardo, la Corte respinse la tesi difensiva secondo la quale il trattamento eguale di due fattispecie diverse - integrando una irragionevole discriminazione - conducesse all'incompatibilità con il Trattato della misura nazionale, affermando, in particolare, che rispetto alla legislazione del paese di residenza, la posizione dell'azionista che beneficia della distribuzione di dividendi non è necessariamente alterata [...], sostanzialmente per il fatto che detto azionista riceve i dividendi da una società stabilita in un altro Stato membro, il quale, nel pieno delle sue prerogative nazionali, assoggetta tali dividendi ad una tassazione alla fonte. In altri termini, si può dire che, in tale pronuncia, la Corte abbia anteposto le ragioni di politica di tassazione dei singoli Stati membri alle distorsioni fiscali che possono prevedibilmente verificarsi in occasione di casi come quelli affrontati nelle sentenze ricordate.

Tale pronuncia merita considerazione non solo per la portata del principio che si può ricavare dal suo *decisum* - e cioè la sostanziale conferma dell'ammissibilità di una doppia tassazione alla luce del

diritto comunitario – ma anche per essersi distaccata dalla giurisprudenza *Cassis de dijon* sulla c.d. *double regulation*. La predetta sentenza sembra rappresentare una tappa di un percorso non lineare della Corte di Giustizia. La prima critica alla sentenza in discussione riguarda l'interrogativo sul perché la Corte ammetta un mutuo riconoscimento laddove uno Stato membro conceda un beneficio fiscale e non invece quando impone un regime di tassazione. La seconda critica invece si appunta sulla nozione di discriminazione. E' infatti discussa l'imposizione della medesima tassazione sui redditi non assoggettati a tassazione e su quelli che lo sono già stati assoggettati. La decisione dei giudici comunitari, in tale caso, non è molto comprensibile anche in considerazione del principio, sostenuto in altre circostanze, secondo il quale l'applicazione della medesima regola a fattispecie differenti, costituisce una ingiustificata discriminazione⁸⁴. Peraltro, in ambito di IVA, la doppia tassazione è sicuramente un fenomeno restrittivo della libertà di circolazione dei capitali, come in altre occasioni ha statuito la medesima Corte di Giustizia⁸⁵, e guardando al di fuori dei confini europei, anche la Corte Suprema degli USA il in merito alla *Dormant Commerce Clause*⁸⁶.

Infine, pare nondimeno interessante la sentenza della Corte nella parte in cui si afferma che il pregiudizio sofferto dai ricorrenti per effetto della doppia tassazione, in assenza di una armonizzazione in materia, non può condurre ad impedire (o meglio, limitare) la “sovranità fiscale” dei singoli Stati membri⁸⁷.

La doppia tassazione, nonostante le decisioni ricordate, in

⁸⁴ Si vedano, ad esempio, Corte di Giustizia, causa C-13/63, *Commissione c. Italia*, in www.curia.europa.eu; Corte di Giustizia, causa C-279/93, *Schumacker*, in www.curia.europa.eu.

⁸⁵ In proposito, v. Corte di Giustizia, causa C-15/81, *Gaston Schul*, www.curia.europa.eu.

⁸⁶ Al riguardo, si veda, *ex multis*, KOFLER and MASON, *Double Taxation: A European "Switch in Time"*, 2007, 14 CJEL 63, 91-94.

⁸⁷ Corte di Giustizia, causa C-128/08, *Damseaux*, in www.curia.europa.eu.

assoluto, è comunque vista con sfavore dal Trattato. L'art. 293 TFUE mira a favorire degli accordi tra Stati membri finalizzati all'eliminazione di tale fenomeno.

Nella giurisprudenza esaminata la Corte sembra essere stata molto attenta a delimitare il perimetro delle competenze statali nella regolamentazione di alcune materie nell'ottica delle regole comunitarie sulla libera circolazione (dei capitali e delle merci).

Nelle cause *Keck*, *Groenveld* e *Alpine Investments*, la Corte riconosce la competenza statale del paese di "provenienza" ai fini della disciplina del prodotto trasferito, mentre la regolamentazione sulla compravendita sono riservate alla competenza della legislazione del paese "ospitante"⁸⁸, e ciò sebbene, in una più recente giurisprudenza, la Corte pare abbia affermato una maggiore autonomia regolatoria dei singoli Stati membri.

In conclusione, la sentenza *Kerchaert* rappresenta un elemento di discontinuità con il passato in merito al tema della c.d. doppia regolazione, avendo sancito la compatibilità con il diritto comunitario della doppia tassazione.

L'*excursus* sulla giurisprudenza comunitaria in materia di libertà circolazione dei capitali mostra non solo una varietà di casistiche, bensì anche un certo conservatorismo della Corte relativamente alla sovranità degli Stati membri; medesima sovranità che, invece, sembra essere stata messa in dubbio dalla pronuncia *Volkswagen*.

11. Considerazioni preliminari sull'esistenza di "poteri speciali" in mano privata.

Finora la finalità del diritto comunitario è stata quella di considerare i poteri speciali soltanto nell'ambito di procedure di

⁸⁸ Corte di Giustizia, cause riunite C-267/91 e C-268/91, *Keck*, in www.curia.europa.eu; Corte di Giustizia, causa C-15/79, *Groenveld*, in www.curia.europa.eu; Corte di Giustizia, causa C-384/93, *Alpine Investments*, in www.curia.europa.eu.

privatizzazione formale o sostanziale, senza indagare il tema sotto un profilo “sostanziale” e cioè sull’essenza del potere speciale, nell’ottica dei singoli diritti societari nazionali.

Le considerazioni degli organi comunitari sembrano essersi limitate ai poteri speciali in mano pubblica, ma alcune delle conclusioni a cui si è pervenuti, come vedremo, sembrano poter rappresentare un utile indice interpretativo per la risposta alla nostra principale questione.

Ciò conduce inevitabilmente ad interrogarsi sulla percorribilità di una seconda via, ovvero di proseguire verso la strada, (già in parte percorsa), dell’armonizzazione.

CAPITOLO II

LE RESTRIZIONI AGLI INVESTIMENTI INTRA UE NELLA NORMATIVA INTERNA

1. Le restrizioni agli investimenti indiretti: la nomina pubblica diretta alle cariche sociali. Premessa sul “ruolo” della partecipazione pubblica nelle società con “poteri speciali” dello Stato.

Nel novero delle misure restrittive degli investimenti indiretti, rientra la nomina pubblica diretta delle cariche sociali. In tal senso si è espressa la giurisprudenza comunitaria⁸⁹ e la Comunicazione della Commissione europea del 1997⁹⁰.

Poiché la nomina diretta delle cariche sociali potrebbe essere un diritto riconosciuto a qualunque azionista, indipendentemente dalla sua natura – pubblica o privata – a fronte della incorporazione in azioni speciali (o azioni di categoria) od in strumenti finanziari

⁸⁹ Cfr., sull’art. 2249 c.c., vecchia formulazione, Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, *Federconsumatori e altri c. Comune di Milano*, cause riunite 463/04 e C-464/04, in *Giur. comm.*, 2008, II, 924 e ss. con nota di commento di CORRADI, *La proporzionalità tra partecipazione e “potere di controllo” nell’art. 2449 c.c.*, ivi; sulla nomina pubblica diretta delle cariche sociali si esprime, tra l’altro, anche Corte di Giustizia europea, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione c. Germania*, in www.curia.europa.eu.it, ove si afferma che “Una siffatta possibilità [i.e. la nomina, o meglio la designazione, riservata allo Stato federale ed al Land della Bassa Sassonia, di un rappresentante ciascuno nel consiglio di sorveglianza] rappresenta una deroga al diritto societario comune. Quest’ultimo limita infatti i diritti di rappresentanza concessi a taluni azionisti a un terzo del numero di rappresentanti degli azionisti nel consiglio di sorveglianza. Nel caso della Volkswagen, in cui, come ha affermato la Commissione senza essere contraddetta sul punto, il consiglio di sorveglianza è composto di 20 membri, 10 dei quali sono designati dagli azionisti, il numero di rappresentanti designabili dallo Stato federale e dal Land della Bassa Sassonia potrebbe essere, secondo il diritto societario comune, pari al massimo a 3”. (p. 60). La Corte conclude affermando che “si tratta quindi di un diritto specifico, derogatorio rispetto al diritto societario comune, previsto ad esclusivo beneficio degli operatori pubblici da una misura legislativa nazionale” (p. 61) e che “il diritto di designazione attribuito allo Stato federale e al Land della Bassa Sassonia dà loro la possibilità di partecipare all’attività del consiglio di sorveglianza con maggiore rilievo rispetto a quanto sarebbe loro normalmente concesso dalla loro qualità di azionisti” (p. 62).

⁹⁰ Si veda, la “Comunicazione della Commissione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari”, in *Guce* [1997], 220/15, in particolare, *sub art. 3 par. 8*.

partecipativi, il primo interrogativo riguarda l'effettiva rilevanza della natura del soggetto titolare rispetto alla detenzione del predetto potere.

Ebbene, innanzitutto, è bene precisare che la connotazione pubblicistica più o meno marcata delle società a partecipazione pubblica dipende sostanzialmente da due fattori: la misura della partecipazione del socio pubblico al capitale sociale e la disciplina istitutrice dell'ente. In tutte le società di mercato a partecipazione pubblica⁹¹, anche in settori diversi dai servizi pubblici, è essenziale precisare da un lato i poteri dell'azionista pubblico, dall'altro lato le responsabilità gestionali e gli ambiti di autonomia degli amministratori.

Le indagini compiute sulla *corporate governance* delle società pubbliche nei paesi Ocse evidenziano che, seppur in presenza di una pluralità di obiettivi potenzialmente contraddittori, la partecipazione pubblica delle imprese può portare a due risultati opposti: la passività dell'azionista pubblico o l'eccessiva interferenza nella gestione⁹². Tali rischi possono essere evitati inducendo l'azionista pubblico ad enunciare chiaramente gli obiettivi perseguiti attraverso le società partecipate ed a precisarne le priorità.

Nel nostro ordinamento le pubbliche amministrazioni, nell'esercizio del proprio ruolo di azionisti, non possono prescindere dal dettato dell'articolo 2247 c.c., secondo il quale, con il contratto di società, due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica "allo scopo di dividerne gli utili", e

⁹¹ L'Assonime, nel documento di settembre 2008 denominato "Principi di riordino del quadro giuridico delle società pubbliche", in www.assonime.it, ha proposto di classificare le società a partecipazione pubblica in base all'oggetto sociale perseguito. In particolare, sulla base della dicotomia tra attività amministrativa in forma privatistica ed attività d'impresa di enti pubblici, si sono distinte le c.d. semi-amministrazioni dalle società di mercato.

⁹² In particolare si veda il rapporto, OECD, *Corporate Governance of State-Owned Enterprises - A Survey of OECD Countries*, 2005.

massimizzarne, quindi, il valore delle partecipazioni⁹³. Un tale principio trova riscontro nell'ordinamento di altri paesi dell'Ocse, i quali espressamente individuano come obiettivo generale della pubblica amministrazione, nella veste di azionista di società, la creazione di valore o "*shareholder value*"⁹⁴.

E' bene sottolineare che, in linea generale, l'azionista pubblico può avvalersi unicamente dei poteri che sono riconosciuti all'azionista dal codice civile⁹⁵. Le modalità di svolgimento dell'attività d'impresa possono essere specificate nello statuto di una società partecipata solo nei limiti previsti dall'ordinamento per i soci privati. Nel documento Ocse denominato "*Linee guida sulla corporate governance delle società a partecipazione pubblica*"⁹⁶, approvato dal Consiglio dei ministri degli Stati membri nel 2005, sono contenute alcune indicazioni sui modi di organizzazione del rapporto tra azionista pubblico e amministratori delle società partecipate. Come accennato, i principi di buona *governance* delle società miste, soprattutto se di notevoli dimensioni e quotate, sui quali l'Ocse si concentra sono: la trasparenza sulle scelte di gestione e sulle ragioni che hanno indotto il socio pubblico al loro sostegno, la proporzionalità tra il potere del socio e la misura del rischio d'impresa ed infine la piena imputabilità

⁹³ Ciò vale anche nel caso di società unipersonali e, quindi, a partecipazione pubblica totalitaria.

⁹⁴ In Svezia, ad esempio, "*l'obiettivo generale del Governo è la creazione di valore per gli azionisti*" (State Ownership Policy 2006). In Francia, esso consiste nel "*contribuire a una migliore valorizzazione delle azioni dello Stato nelle società pubbliche*" (Loi Organique sur les Lois de Finance, 2006). Nel Regno Unito, invece si tratta di "*assicurare che le partecipazioni azionarie della pubblica amministrazione producano stabilmente risultati positivi e un rendimento del capitale nel tempo nell'ambito dei parametri di policy, regolazione e soddisfazione dei clienti posti dal Governo, che agisce come un azionista efficace e intelligente*".

⁹⁵ Tali affermazioni di principio non possono tuttavia condurre a parificare *tout court* la posizione dell'azionista pubblico a quello privato, soprattutto per quanto attiene all'interesse sociale sotteso alla partecipazione al capitale. Infatti, tale posizione di netta equiparazione tra le due figure è presente soltanto in paesi, come gli Stati Uniti, ove lo spettro di applicazione dell'intervento pubblico nell'economia è del tutto marginale o comunque limitato ad esigenze di contingenza economica eccezionali. Sul punto, si veda, *ex multis*, VISENTINI, *Economia mista ed economia di mercato: il caso italiano*, in *Dir. fall.*, 2001, I, 54 e ss.

⁹⁶ OECD, *Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, 2005, *passim*.

della responsabilità per le scelte di gestione, sostenuta dall'adeguata professionalità dei soggetti a ciò preposti, così come la tutela della minoranza "privata".

Si tratta della previsione di meccanismi che consentano alle minoranze "private" di esprimere la propria voce in occasione delle nomine degli organi di gestione, attuati nel nostro sistema con il metodo del voto di lista obbligatorio, nonché l'adozione di codici etici, ormai diffusi unitamente ai modelli organizzativi richiesti dal d.lgs. n. 231/2001 sulla responsabilità amministrativa degli enti.

1.1. Natura giuridica delle società "pubbliche".

Per comprendere la rilevanza della natura pubblica del socio nella nomina diretta ex art. 2449 c.c., non si può prescindere da alcune considerazioni circa la natura giuridica delle società "pubbliche".

In considerazione della caoticità della normativa speciale in materia di società pubbliche, particolarmente opportuno è apparso il già menzionato documento ASSONIME del settembre 2008, nel quale sono contenute alcune linee guida per il riordino della disciplina in tema di società a partecipazione pubblica⁹⁷.

Come è stato osservato da tale organismo, i naturali candidati allo *status* pubblicistico di semi-amministrazione sono le società che

⁹⁷ L'insieme di tale società, come noto, è molto eterogeneo: esso copre attività economiche di impresa in senso proprio, incluse alcune attività svolte in base a diritti speciali o esclusivi o soggette a obblighi di servizio pubblico; attività strumentali a quelle dell'amministrazione; attività di tipo semi-autoritativo, quale quella dell'Anas nel controllo delle concessioni autostradali o dell'Enav per l'assistenza al volo. Il riordino del sistema richiede anzitutto di distinguere nettamente tra quei soggetti che, pur aventi forma societaria, sono di fatto parte della pubblica amministrazione e quelli che invece svolgono attività d'impresa sul mercato. Mentre per i primi soggetti è ragionevole applicare i vincoli e i controlli di natura pubblicistica utilizzati per le pubbliche amministrazioni, per i secondi l'applicazione di regole e vincoli ulteriori rispetto a quelli imposti dal diritto comune deve essere strettamente giustificata in base ai principi comunitari di necessità e proporzionalità per la tutela di un pubblico interesse chiaramente identificato. Occorre quindi stabilire il confine tra semi-amministrazioni, ossia quei soggetti societari partecipati da enti pubblici per i quali appaia giustificato applicare la disciplina pubblicistica, e società di mercato.

soddisfano i requisiti comunitari per l'affidamento *in house*:⁹⁸ ovvero quei soggetti ai quali è consentito l'affidamento diretto in quanto si ritiene che la prestazione sia riferibile direttamente alla pubblica amministrazione.

In questo caso, risulta tuttavia inutile l'applicazione della norma sulla nomina pubblica diretta di cui all'art. 2449 c.c.; e ciò per il semplice motivo per cui, se l'ente pubblico (o lo Stato) detiene una partecipazione in grado di determinare le decisioni assembleari, non è necessario ricorrere ad alcun potere speciale.

L'Assonime individua una seconda categoria di soggetti da includere tra le semi-amministrazioni; essa è costituita dalle società a partecipazione pubblica che svolgono funzioni di natura pubblicistica⁹⁹; in queste può sorgere l'esigenza dello Stato che non detenga la maggioranza del capitale sociale, di avvalersi del potere

⁹⁸ In materia di *in-house providing*: Corte di Giustizia europea, 18 novembre 1999, causa C-107/98, *Teckal*; Corte di Giustizia europea, 11 gennaio 2005, causa C-26/03, *Stadt Halle*; Corte di Giustizia europea, 13 ottobre 2005, causa C-458/03, *Parking Brixen*; Corte di Giustizia europea, 6 aprile 2006, causa C-410/04, *Associazione Nazionale Autotrasporto Viaggiatori*; Corte di Giustizia europea, 11 maggio 2006, causa C-340/04, *Carbotermo*; Corte di Giustizia europea, 13 novembre 2008, causa C-324/07, *Coditel Brabant*, tutte consultabili sul sito web <http://curia.europa.eu>. Tra le pronunce della giurisprudenza nazionale, si vedano: Cons. Stato, sez. VI, 25 gennaio 2005, n. 168; Cons. Stato, sez. II, parere del 18 aprile 2007, v. n. 456; Cons. Stato, Ad. Plenaria, decisione n. 1/2008; Cons. Stato, sez. V, 3 febbraio 2009, n. 591, tutte consultabili su <http://www.giustizia-amministrativa.it>.

⁹⁹ Infine, il medesimo documento Assonime propone di ricondurre nel novero delle semi-amministrazioni le società a partecipazione pubblica che svolgono attività nei confronti della pubblica amministrazione a supporto di funzioni amministrative di natura pubblicistica. Questa categoria si sovrappone in parte a quella degli organismi di diritto pubblico, quelli cioè istituiti per "soddisfare specificatamente esigenze di interesse generale aventi carattere non industriale o commerciale", finanziati in modo maggioritario dallo Stato, dagli enti pubblici territoriali o da altri organismi di diritto pubblico. Da segnalare che la Corte Costituzionale (sentenza 1 agosto 2008, n. 326, in *Giorn. dir. amm.*, 2009, 11 ss., con commento di URSI, *La Corte costituzionale traccia i confini dell'art. 13 del decreto Bersani*), confermando la legittimità di questa disposizione, ha ritenuto giustificata una distinzione tra la disciplina dell' "attività amministrativa svolta in forma privatistica" tramite società, come quella di cui all'articolo 13 del d.l. n. 223/2006, e la vera e propria attività d'impresa svolta da enti pubblici tramite lo strumento societario, soggetta alle regole del mercato. Laddove una società svolga simultaneamente funzioni di natura pubblicistica e attività commerciale, sarebbe opportuno che le due tipologie di attività venissero affidate a soggetti giuridici distinti. Ciò consentirebbe di applicare in maniera più mirata la disciplina delle semi-amministrazioni e quella delle società di mercato in base alla natura del soggetto regolato.

speciale della nomina pubblica diretta di cui all'art. 2449 c.c.

1.2. La causa pubblica rinvenibile nel dato normativo: in particolare, l'art. 2449 c.c..

La discussione sulla rilevanza del soggetto titolare del potere speciale in questione si collega inevitabilmente alla causa pubblica rinvenibile nel dato normativo.

Infatti, in assenza di uno "statuto" dell'impresa pubblica, l'interprete è tenuto a rintracciare nel sistema i dati normativi che gli consentano di individuare gli elementi costitutivi della causa pubblica. Al riguardo, pare illuminante l'esempio contenuto nell'art. 2449 c.c., norma che, a prescindere dalla prerogativa speciale in essa contenuta¹⁰⁰, sancisce la possibilità per un soggetto di natura pubblica di detenere una partecipazione al capitale di una società, con la finalità di perseguimento di interessi pubblici e non lucrativi. Il legislatore non ha quindi creato un organismo associativo speciale per la realizzazione di fini pubblici, ma ha allargato l'area di utilizzazione dello schema societario alla causa pubblica.

Un ulteriore dato a conferma della sussistenza della causa pubblica è contenuto nella già menzionata Relazione al codice civile, nella quale si legge, con riferimento all'art. 2449 c.c. che lo Stato "*si assoggetta alla legge della società per azioni per assicurare alla propria gestione maggiore snellezza di forme e nuove possibilità realizzatrici*"¹⁰¹. Ci si chiede poi perché in tale documento (e nel medesimo art. 2449 c.c., unica norma espressamente dedicata alle società pubbliche nel codice civile) si faccia esclusivo riferimento alle società per azioni. La norma

¹⁰⁰ Ai sensi dell'art. 2449 c.c., nelle s.p.a. che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, lo statuto può conferire allo Stato o ad enti pubblici soci la facoltà di nominare "*un numero di amministratori e sindaci, ovvero componenti del consiglio di sorveglianza, proporzionale alla partecipazione al capitale sociale*". Come è stato notato in dottrina, tale precetto dovrebbe valere anche con riferimento alla nomina dei componenti del consiglio di gestione in caso di adozione statutaria del modello dualistico. Sul punto, IBBA, *Sistema dualistico e società a partecipazione pubblica*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 576.

¹⁰¹ Relazione al Codice Civile, n. 998. Artt. 2458 testo previg.

è infatti inserita nella parte del codice civile relativa a tale tipo societario, e non è replicata nelle disposizioni della società a responsabilità limitata. Sotto un profilo generale, ciò può indurre il giurista ad interrogarsi su due ordini di questioni. La prima riguarda la *ratio* della mancata estensione della norma allo statuto della s.r.l.; ciò potrebbe portare ad escludere la sussistenza della causa pubblica nel modello s.r.l., anche in ragione dell'assenza di analoghe disposizioni previste per la s.p.a. Tale opzione è ovviamente non sostenibile, per ovvie ragioni.

Infatti, pare evidente che la causa pubblica possa rintracciarsi anche nella s.r.l., a prescindere dalla presenza o meno di norme quali l'art. 2449 c.c. ed alla applicabilità (o meno) di tale disposizione allo statuto di tale società¹⁰².

Peraltro, le facoltà attribuibili al socio pubblico ai sensi della menzionata norma sembrano assolutamente applicabili anche al socio pubblico della s.r.l., seppur nel contesto del riconoscimento di un potere conferito dall'autonomia statutaria e non direttamente dalla legge¹⁰³. Tale ragionamento sembra avere importanti ricadute anche sul giudizio di (in)compatibilità di tale potere speciale nella s.r.l. a partecipazione pubblica, in assenza di una espressa norma di legge che lo contempli.

¹⁰² Come detto in precedenza, nelle società pubbliche è proprio la mancanza dello scopo di lucro a caratterizzare l'attività del modello organizzativo. L'ente pubblico di riferimento non può e non deve inseguire un fine di lucro, ma proprio l'irrilevanza dello scopo lucrativo caratterizza la finalità pubblica. Da segnalare l'opinione di una dottrina secondo la quale la possibilità dello Stato e degli enti pubblici di costituire s.p.a. non impedisce, alla luce di quanto sopra, la possibilità di avvalersi del modello delle s.r.l. o addirittura delle s.a.p.a. (anche se in tale ultimo caso, la presenza di categorie di soci a responsabilità illimitata mal si concilia con l'intervento di soci pubblici). Cfr. sul punto, GUARINO, *La causa pubblica nel contratto di società*, in *Le società pubbliche. Ordinamento, crisi ed insolvenza*, a cura di F. Fimmanò, Milano, 2011, 155.

¹⁰³ Altro discorso riguarda il fatto che il potere speciale possa essere considerato restrittivo ai sensi delle disposizioni del Trattato comunitario là dove trovi una fonte statutaria piuttosto che legislativa. La questione troverà una puntuale trattazione nel terzo capitolo.

2. Nomina diretta degli organi sociali e lesione dei diritti "individuali" e "invulnerabili" del socio: ovvero se l'introduzione del potere speciale di nomina *durante societate* rappresenta una lesione dei diritti degli (altri) soci. Inquadramento della questione.

Abbiamo così appurato che il potere contenuto nell'art. 2449 c.c. è innegabilmente legato alla posizione del socio pubblico nella società da esso partecipata¹⁰⁴. Peraltro, l'art. 2449 c.c. è anche ormai l'unica disposizione del codice civile in materia di *governance* delle società "pubbliche". Al di là delle questioni interpretative che la norma suscita, le quali verranno comunque affrontate in prosieguo almeno per completezza espositiva, ciò che pare importante indagare è se il potere "speciale" di nomina diretta extra-assembleare possa rappresentare misura restrittiva a prescindere o meno dal soggetto titolare della suddetta prerogativa.

Per rispondere a tale importante interrogativo, a mio avviso occorre innanzitutto chiedersi se la deroga al diritto comune importi la lesione di interessi "individuali" o "minoritari" che si assumono

¹⁰⁴ Non è quindi un caso che la norma sia stata collocata proprio nella Sezione XIII (del Capo V, Libro V) rubricato e dedicato alle "...società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici". Da segnalare, in proposito che le norme dedicate in via generale alla fattispecie della c.d. nomina pubblica "diretta" delle cariche sociali erano originariamente contenute nella Sezione XII ("Delle società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici") del Capo V ("Della Società per azioni") del Titolo V ("Delle Società") del Libro V ("Del Lavoro") del codice civile; tale Sezione comprendeva gli artt. 2458, 2459 e 2460 c.c., poi sostituiti, a fronte del primo intervento di "riforma" di cui al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (riforma del diritto societario), dagli artt. 2449 e 2450 c.c.. In estrema sintesi, i poteri di nomina diretta extra-assembleare degli organi sociali si distinguevano originariamente a seconda che l'ente pubblico fosse titolare o meno di una partecipazione azionaria nella società. Infine, all'attuale formulazione dell'art. 2449 c.c. si è pervenuti dopo un iter teso ad una complessiva rimodulazione (e ridimensionamento) dei poteri speciali dello Stato. Innanzitutto, l'art. 3, comma 1, d.l. 15 febbraio 2007, n. 10 (conv. in legge 6 aprile 2007, n. 46), che ha abrogato l'art. 2450 c.c. ed ha fatto cadere la previsione relativa ai poteri speciali di nomina diretta alle cariche sociali in favore di enti pubblici non titolari di partecipazioni azionarie nella società. Successivamente, con l'art. 13, comma 1, legge 25 febbraio 2008, n. 34 (Legge comunitaria 2007), è stato ampiamente modificato ed in alcune parti riscritto il testo dell'art. 2449 c.c., anche sulla scorta dell'esigenza di adeguamento dell'ordinamento italiano a quello comunitario. Per ulteriori approfondimenti si veda, *ex multis*, DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali*, Giappichelli, Torino, 2010, 8 e 54 e ss.

come “invulnerabili”¹⁰⁵. La soluzione a tale ultima questione consentirebbe di apprendere la portata della misura derogatoria ed, in seconda battuta, la rilevanza, ai fini della restrittività della misura, della detenzione del potere speciale in capo all’azionista pubblico.

Ai fini della ricostruzione della fattispecie in esame, si noti come la dottrina abbia evidenziato che il potere speciale di nomina diretta si colloca nell’ambito del compimento non già di uno o più atti giuridici isolati, bensì di un insieme di atti giuridici fra loro funzionalmente correlati al punto da formare oggetto, nell’ordinaria struttura organizzativa della società per azioni, di una stabile e determinata funzione organica, a sua volta tipizzata vuoi sotto il profilo soggettivo (per essere affidata all’organo assembleare, *ex artt.* 2364 comma 1, n. 2, 2364-bis n. 1 c.c., 2383, comma 1 c.c., 2400, comma 1 c.c., 2409 *duodecies* comma 2 c.c.), vuoi sotto il profilo oggettivo, per essere disciplinata in modo tale da dar luogo ad un intimo ed inscindibile nesso funzionale tra nomina e revoca, in grado di condizionare l’esercizio di una funzione di *governance*¹⁰⁶ (*arg. ex art.* 2364, comma 1, n. 2 e 2364 bis, n. 1 c.c.). Da segnalare inoltre come nessuna norma civilistica abbia mai contrapposto, in ordine all’atto di nomina, l’ente pubblico alla società, seppur nell’ambito delle disposizioni che introducono nell’assetto organizzativo societario una deroga al principio della competenza assembleare. Se, quindi, nella configurazione legislativa, la nomina (così come la revoca) *ex art.* 2449 c.c. è concepita come alternativa alla nomina (ed alla revoca)

¹⁰⁵ La questione è stata affrontata esclusivamente dalla dottrina svizzera, la quale si è appunto interrogata circa la possibilità di ravvisare, nella fattispecie in esame, una lesione dei c.d. “*wohlerworbene Rechte*”. Sul punto, SCHLUEP, *Die wohlerworbene Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht*, Zürich u. St. Gallen, 1955.

¹⁰⁶ Sul fatto che la nomina di amministratori, sindaci (e consiglieri di sorveglianza) sia attività diretta alla preposizione di determinati soggetti all’esercizio di funzioni che assolvono natura organica, si veda CALANDRA BUONAURA, *Poteri di gestione e poteri di rappresentanza degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. IV, *Amministratori – Direttore Generale*, Torino, 1991, 107.

assembleare e non alla nomina (o alla revoca) da parte della società, ciò non fa altro che confermare l'idea che la nomina (e la revoca) delle cariche sociali sia intesa come atto che, sul piano dell'imputazione giuridica, è sempre e direttamente riconducibile alla società medesima¹⁰⁷.

Peraltro, lo stesso art. 2449, comma 2, secondo periodo, equiparando gli amministratori, i sindaci e i consiglieri di sorveglianza di nomina pubblica diretta a quelli di nomina assembleare, fornisce un'ennesima conferma del fatto che la deroga che le norme in esame hanno inteso apportare alla disciplina ordinaria delle società per azioni è circoscritta al solo esercizio della funzione organica relativa alla nomina ed alla revoca delle cariche sociali, senza alcun riflesso o condizionamento formale in punto di esercizio di quelle (diverse) funzioni, pur esse organiche, attribuite nel medesimo contesto organizzativo a questi ultimi soggetti¹⁰⁸.

Fatte tali doverose premesse, la norma *ex art. 2449 c.c.* sembra presentare alcuni problemi in termini di tutela dei diritti dei soci *non pubblici* dissenzienti rispetto all'introduzione in via statutaria del potere di nomina pubblica diretta.

La questione, a dire il vero, si è posta antecedentemente alla riforma societaria la quale, riformulando le previgenti disposizioni in tema di nomina pubblica (art. 2458-2459-2535, comma 3, c.c.), ha sostituito nel "nuovo" art. 2449 c.c. alla locuzione "*atto costitutivo*" (presente nelle norme previgenti) l'espressione "*statuto*",

¹⁰⁷ D'altra parte la nomina di amministratori, sindaci e consiglieri di sorveglianza ad opera dell'assemblea degli azionisti costituisce un caso eccezionale di svolgimento di un'attività rappresentativa di tipo organico, che essa compie in virtù di un potere di rappresentanza attribuitole dall'ordinamento sociale, senza dover passare attraverso un'esternalizzazione ad opera degli amministratori. Sul punto, BELVISO, *L'istitutore*, I, Napoli, 1966, 225; CANDIAN, *Nullità ed annullabilità di delibere assembleari*, Milano, 1942, 182 e ss. In senso contrario, CHIOMENTI, *La revoca delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1975, 177 e ss., secondo cui, in questo caso, la delibera sarebbe atto interno di natura meramente corporativa.

¹⁰⁸ Per più ampi riferimenti, si veda DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 187.

consentendo così di ritenere ammissibile una modifica *durante societate*. Infatti, in base alla formulazione originaria si ammetteva l’inserimento della facoltà di nomina pubblica diretta *esclusivamente* nella fase costitutiva della società e non anche attraverso successive modifiche statutarie¹⁰⁹.

Tuttavia, a tali conclusioni si perveniva soltanto attraverso un’interpretazione “*restrittiva*” del dato normativo che, invero, non trovava un adeguato riscontro nel sistema¹¹⁰. La questione non poteva e non può tuttora risolversi in considerazioni di ordine meramente esegetico e testuale.

A prescindere dal dato normativo (e cioè dall’attuale formulazione dell’odierno testo di legge), occorre chiedersi se l’assetto d’interessi determinato in sede costitutiva in cui la deroga non compare debba considerarsi o meno definitivo. Al riguardo è stato sostenuto come il problema dell’ammissibilità dell’introduzione a maggioranza di una disciplina statutaria derogatoria rispetto ad una norma legale la quale ammettesse clausole dell’atto costitutivo o dello statuto divergenti da una propria previsione dispositiva, andasse risolto caso

¹⁰⁹ Di conseguenza, come è stato evidenziato in dottrina, si sarebbe potuto ammettere l’introduzione del potere speciale con l’unanimità dei consensi. In tal caso, non si sarebbe potuto parlare di lesione dei diritti del socio “minoritario” in quanto la sua adesione sarebbe stata in ogni caso determinante per l’approvazione della relativa deliberazione, sicché allo stesso avrebbe fatto capo una sorta di “diritto invulnerabile” rispetto all’intangibilità del sistema ordinario di nomina assembleare alle cariche sociali. Al riguardo, PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 206.

¹¹⁰ Si pensi, a titolo esemplificativo, all’originaria formulazione dell’art. 2348, comma 2, c.c., in cui si ammetteva espressamente che categorie speciali di azioni fornite di diritti diversi potessero essere create sia in sede di costituzione sia *durante societate* mediante modificazione statutaria. Inoltre, come sottolinea correttamente una recente dottrina (DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 216, in nota 11), “... resta il fatto che in tutte le altre ipotesi, ove pure il riferimento testuale operato dalla legge era circoscritto all’atto costitutivo *tout court*, non era stata mai attribuita una peculiare (o comunque determinante) valenza esegetica all’espressione utilizzata, nella convinzione che nulla avrebbe consentito di escludere che, più semplicemente, il legislatore minus dixit quam voluit”. L’Autore rileva infine come sarebbe stata una forzatura, in assenza di specifici ed univoci indici ermeneutici, assumere che nelle sole ipotesi di cui agli artt. 2458-2459 e 2535, comma 3, c.c., il legislatore avesse senz’altro utilizzato in un significato differente ed eccezionalmente restrittivo un’espressione cui veniva in linea di principio attribuito un significato convenzionalmente estensivo.

per caso e che uno degli indici per la soluzione del problema dovesse essere rintracciato nella valutazione del carattere eccezionale della norma di cui è ammessa la deroga.

Al riguardo, pare opportuno isolare due diversi profili: quello relativo ai “*limiti al principio maggioritario*”, derivanti dal riconoscimento di specifiche situazioni giuridiche soggettive dell’azionista, nella specie dei diritti individuali o dei diritti invulnerabili del socio o delle minoranze, ovvero, nella prospettiva della dottrina svizzera, dei c.d. “*wohlerworbene Rechte*”¹¹¹; ed un altro profilo, solo in parte coincidente con il precedente, relativo all’interpretazione sistematica e funzionale delle norme legali o statutarie in materia organizzativa.

Relativamente alla prima questione, ci si è interrogati se l’introduzione della clausola statutaria di nomina diretta *durante societate* potesse comportare una lesione dei diritti individuali degli *altri* soci.

Ci si chiede pertanto se tale situazione, ovvero la pretesa del socio pubblico di introdurre *durante societate* un potere speciale derogatorio del principio maggioritario, sia in qualche modo equiparabile ad un caso di abuso della maggioranza o piuttosto della minoranza assembleare.

Come noto, il rischio di un abuso della maggioranza si evidenzia e si produce ogni qual volta il metodo maggioritario consente di beneficiare di vantaggi estranei a quelli costituenti il piano di interessi negoziali oggetto del contratto sociale, a danno di un interesse della minoranza che, al contrario, proprio nel contratto sociale trova svolgimento. In questo caso, alla decisione pur validamente adottata con il metodo maggioritario non può ritenersi validamente vincolata la minoranza dissenziente o assente.

¹¹¹ SCHLUEP, *Die wohlerworbene Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht*, Zürich u. St. Gallen, 1955.

Caso diverso è invece l'abuso della minoranza; situazione che si pone invece nelle società in cui sia costituito nella minoranza uno speciale "potere", quello appunto che le consente di paralizzare le iniziative della maggioranza. Di regola si tratta di società a "base ristretta" (*personalistiche Kapitalgesellschaften*), ma l'esperienza tedesca (cfr. caso *Girmes*) insegna che la situazione in questione potrebbe aversi anche nelle società c.d. "aperte"; il che può portare - anche per via della "raccolta di deleghe" - alla formazione di minoranze di blocco, e dunque, ipoteticamente, a casi di abuso della minoranza¹¹².

Del resto, l'art. 2369, comma 3, c.c. ha previsto una maggioranza qualificata per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria della società per azioni, in seconda convocazione, le quali sono approvate "con il voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea".

Sul punto è stato osservato come nelle società chiuse sia meno avvertito il rischio di un abuso della maggioranza¹¹³, in quanto in tali società la compagine sociale maggioritaria non è nelle condizioni di adoperare la regola della maggioranza per imporre la propria volontà in sede assembleare. Il potere e la conseguente responsabilità della maggioranza vengono meno proprio perché in queste società è costituita una posizione di potere della minoranza.

Nonostante si tratti di un potere diverso da quello costituito dalla maggioranza, potrebbero sembrare inadeguate *ictu oculi* le regole proposte per contrastare l'abuso della maggioranza. Come è stato osservato¹¹⁴, anche esigenze di simmetria di trattamento conducono a

¹¹² Sul punto, MARCHETTI, *D.lgs n. 58 del 1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee*, in *Società*, 1998, 558; PORTALE, *Minoranze di blocco e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al "gouvernement des judges"*, in *Europa e diritto privato*, 1999, 1, 153 e ss.

¹¹³ NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2004.

¹¹⁴ Parlano al riguardo di esigenza di "simmetria" all'interno del modello spa, CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Abbadessa - Rojo (a cura di)*, *Il Diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, 27 e ss.. Si veda anche PORTALE, *Minoranze di blocco e abuso del voto nell'esperienza europea*:

considerare che i termini del rapporto tra potere e responsabilità in relazione al funzionamento della regola maggioritaria sono i medesimi, sia con riferimento al potere della minoranza sia con riguardo a quello della maggioranza.

Ebbene, tali considerazioni non sembrano tuttavia pienamente soddisfacenti al fine di dare una chiara risposta al nostro quesito.

Infatti, non sembra rilevare, nel nostro caso, la questione relativa alla *funzionalizzazione* del diritto al voto al perseguimento di un interesse superiore o comunque estraneo agli interessi egoistici del titolare del potere stesso¹¹⁵, in quanto il tema dei poteri speciali non pare potersi ridurre, al contrario dei casi di abuso della maggioranza (o minoranza) assembleare, ai canoni della buona fede e della correttezza tra i soci.

Dunque, soltanto nella prospettiva di una diversa dialettica sostanziale degli interessi in gioco in seno all'organo assembleare, ove fosse il socio pubblico di maggioranza a deliberare l'attribuzione alla mano pubblica di poteri a danno degli *altri* soci, la questione dovrebbe essere affrontata secondo gli schemi, anche normativi, dell'abuso del diritto e, ove applicabile, del conflitto di interessi.

Ove invece una deliberazione dannosa fosse adottata col voto determinante dei soci privati, l'attribuzione alla mano pubblica dei poteri speciali di nomina andrebbe a detrimento delle prerogative proprie di quella stessa maggioranza che, essendo titolare del quoziente del capitale sociale necessario per deliberare la relativa modifica statutaria, disporrebbe per ciò stesso di un potere di voto

dalla tutela risarcitoria al "gouvernement des judges", in *Europa e diritto privato*, 1999, 1, 171, e STELLA RICHTER JR., "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, Milano, 1996, 235, il quale afferma che "i due problemi, dell'"abuso di maggioranza" (presente in assemblea) e dell'"abuso di minoranza", possono essere avviati a soluzione attraverso l'uso di uno stesso strumento (a prescindere dalla clausola generale che si preferisca adottare), perché, in effetti, essi hanno la medesima origine: un uso improprio di un potere che consente al socio (o ai soci) di incidere ingiustificatamente sugli interessi degli altri soci (come collettività o come singoli)".

¹¹⁵ JAEGER, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. comm.*, 1996, II, 337; si veda anche RESCIGNO, *L'abuso del diritto*, Bologna, 1998, 280.

necessario e sufficiente, secondo l'assetto di *governance* ordinario, ad esprimere la totalità dei seggi in seno all'organo di amministrazione e controllo.

2.1. (Segue): la nomina diretta extra-assembleare quale “variabile organizzativa” dell'assetto di *governance* delle società. Critica alla tesi volta a ipotizzare una lesione dei “*wohlerworbene Rechte*”.

Rispetto alla questione introdotta nel paragrafo precedente, la conclusione cui si è ritenuto pressoché unanimemente di dover pervenire è stata proprio nel senso di escludere che la nomina pubblica diretta (*rectius*: l'introduzione *durante societate* di un potere speciale derogatorio rispetto al diritto comune quale è la nomina diretta) integri *ex se* una lesione delle prerogative dell'(altro) socio o che colpisca diritti individuali intangibili e/o invulnerabili degli (altri) azionisti¹¹⁶. E' parso sufficiente, al riguardo, far rilevare come l'attribuzione dei poteri speciali alla mano pubblica rappresenti infatti una mera “*variabile organizzativa*”, che, nell'ambito dei tipi della società per azioni e della società cooperativa, risulta espressamente contemplata dalla legge quale opzione alternativa rispetto a quella dell'ordinaria ed esclusiva competenza assembleare¹¹⁷.

Peraltro, anche la tesi minoritaria secondo la quale l'introduzione della clausola in esame potrebbe avvenire esclusivamente con l'unanimità dei consensi, trova in realtà la propria giustificazione

¹¹⁶ Ovviamente, con riguardo alla menzionata “intangibilità” sono fatte salve quelle clausole che direttamente o indirettamente riservano la nomina di un determinato numero di amministratori e/o sindaci alle minoranze, in virtù di una previsione legislativa (come nel caso delle società privatizzate o delle società con azioni quotate) o anche semplicemente statutaria. Sul punto, LEMME, *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 357 e ss.

¹¹⁷ In particolare, si vedano i contributi, seppur risalenti, della dottrina svizzera. Cfr., BÜRGI - NORDMANN ZIMMERMANN, *Zürcher Kommentar*, Bd. 4, *Obligationenrecht*, 5. Teil: *Die Aktiengesellschaft und die Kommanditgesellschaft*, b/3, Artt. 739-771, 50 e ss.; SCHÜRMAN, *Das Recht der gemischtwirtschaftlichen und öffentlichen Unternehmungen mit privatrechtlicher Organisation*, in *ZSR* 72 (1953), 185.

nella convinzione che la pura e semplice attribuzione ad un ente pubblico dei diritti speciali di nomina alle cariche sociali determini un'automatica "pubblicizzazione" dello scopo sociale, con conseguente soppressione della finalità lucrativa che pur costituisce, invece, il substrato causale del contratto sociale¹¹⁸. Del resto, è di tutta evidenza come l'introduzione *durante societate* di una clausola statutaria attributiva di poteri speciali di nomina pubblica diretta alle cariche sociali non urti contro norme inderogabili di legge e, parimenti, non si traduce nemmeno in una deviazione dei connotati caratteristici della "fattispecie" sotto il profilo causale o tipologico/organizzativo¹¹⁹. La nomina diretta, come avvertito, sembra piuttosto condurre ad una variazione dell'assetto organizzativo in ordine all'allocazione delle funzioni organiche di nomina (e di revoca) degli organi sociali¹²⁰.

La medesima dottrina che ha messo in evidenza l'aspetto meramente organizzativo della fattispecie in esame, ha poi concluso quindi per la non configurabilità di diritti "*minoritari statutari invulnerabili*", finanche con riferimento a quelle clausole che pure sanciscono tale invulnerabilità e tanto più ad una presunta

¹¹⁸ In questi termini, DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 219 ove peraltro si espone la tesi propugnata dalla dottrina svizzera (e coerente con quanto detto in precedenza sui rapporti tra art. 2449 c.c. e causa pubblica), secondo cui "... più convincente sarebbe semmai la posizione articolata di chi ritiene che l'unanimità dei consensi si imponga non già per l'attribuzione ex se dei poteri di cui all'art. 762 OR, ma esclusivamente laddove a tale attribuzione si accompagni ... una effettiva soppressione - che nell'ordinamento svizzero si reputa, a determinate condizioni, consentita - dello scopo di lucro".

¹¹⁹ L'introduzione, all'unanimità, della clausola statutaria di nomina pubblica diretta è ipotesi ermeneutica a cui non potrebbe fondatamente pervenirsi nemmeno facendo leva su una presunta natura "parasociale" della relativa pattuizione. Infatti, nonostante non siano mancate in dottrina voci a favore di tale configurazione (SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985, 81), si ritiene che l'attribuzione dei poteri speciali di nomina allo Stato ed agli enti pubblici non abbia una natura extrasociale. Sul punto si veda ancora DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 226, nt. 42 e la bibliografia ivi citata.

¹²⁰ MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VI, tomo I, *Modificazioni statutarie - Recesso - Riduzione del capitale*, Torino, 1993, 103-104.

invulnerabilità implicita che volesse ritenersi riconnessa all'affermazione statutaria di un determinato "diritto" individuale e minoritario.

Alla luce di quanto precede, è stato sostenuto che il socio non potrebbe quindi ritenersi titolare di un'aspettativa a che le modalità organizzative di svolgimento dell'azione sociale comprendano, quale momento essenziale ed inderogabile, quello della nomina delle cariche sociali da parte dell'assemblea, posto che è il sistema normativo medesimo a contemplare la possibilità di derogare a tale principio, come accade per l'art. 2449 c.c.¹²¹.

Venendo ora alla *seconda* questione, menzionata nel precedente paragrafo, ovverosia al profilo relativo all'interpretazione funzionale e sistematica di enunciati normativi testualmente ambigui in materia di organizzazione della gestione e di distribuzione delle competenze interorganiche, si tratterebbe di verificare se la disposizione in esame non meriti di essere sottoposta ad un'interpretazione restrittiva in virtù di un percorso ermeneutico alternativo.

In altri termini, l'idea sarebbe quella di approdare ad un'interpretazione delimitativa e restrittiva dell'autonomia statutaria in relazione a tutte quelle norme (quali, ad esempio, le disposizioni in materia di derogabilità in aumento dei *quorum* assembleari) che si pongono in controtendenza rispetto ai principi di conservazione dell'ente e della "facilità" deliberativa¹²². In tal senso, si potrebbe negare la possibilità di introdurre la clausola di nomina pubblica *durante societate*, in quanto essa sarebbe in contrasto con i menzionati "principi".

La tesi, tuttavia, non pare convincente.

Innanzitutto, come è stato osservato, sono le stesse basi concettuali

¹²¹ Sul punto, si veda ancora DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 219 e *passim*.

¹²² PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 206.

su cui dovrebbe poggiare l'impianto argomentativo a risultare tutt'altro che univoche. I rilievi critici sollevati alla tesi in esame sono numerosi e si spingono fino alla radicale negazione che l'interesse alla facilità deliberativa e alla produttività dell'impresa, nonché lo stesso interesse alla conservazione dell'ente, pur indubbiamente presenti alla disciplina societaria, possano tradursi in veri e propri limiti all'autonomia privata¹²³. Del resto, anche a voler aderire alla tesi del Pellizzi, la variante organizzativa rappresentata dal potere speciale in mano pubblica, non comporterebbe una lesione del principio maggioritario, laddove la facoltà di nomina diretta fosse introdotta in sede di modifica statutaria, *“atteso che la dislocazione della funzione di nomina alle cariche sociali non darebbe affatto luogo ad una opzione organizzativa irrimediabilmente antitetica alle esigenze di «conservazione» dell'ente”*.

3. Il parametro della “proporzionalità” tra seggi e partecipazione azionaria e l'assoggettabilità alla disciplina di diritto societario comune.

Per comprendere meglio la portata della nomina diretta degli organi sociali rispetto all'assetto organizzativo delineato dal diritto comune, è opportuno soffermarsi sul già accennato limite quantitativo del numero di seggi che è consentito riservare ai sensi dell'art. 2449 c.c. allo Stato e/o ad enti pubblici. Al riguardo, la norma, con riferimento alle società “chiuse”, pretende che venga osservato un parametro di “proporzionalità” tra il numero degli amministratori, sindaci o componenti del consiglio di sorveglianza e la quota di partecipazione al capitale sociale dell'ente pubblico nominante. A prescindere dalle numerose questioni interpretative

¹²³ BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999, 243 e ss.; MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VI, tomo I, *Modificazioni statutarie – Recesso – Riduzione del capitale*, Torino, 1993, 88.

che suscita l'applicazione del predetto criterio, ciò che vale la pena approfondire è il grado di compatibilità della disposizione con le posizioni della Commissione europea e gli orientamenti della Corte di Giustizia.

Si tratta ora di capire cosa si intenda per "proporzionalità" e quale sia la finalità della norma.

Secondo una prima opinione¹²⁴, tale parametro "quantitativo", così come affermato dalla giurisprudenza comunitaria, non potrebbe essere compresso e sacrificato in una logica puramente aritmetica di rapporto tra percentuale della partecipazione al capitale e percentuale dei seggi riservati al potere speciale di nomina diretta, ma imporrebbe piuttosto una considerazione estesa alla presenza o meno di ragioni di "giustificazione" del conferimento del peculiare privilegio e di "congruità" tra il privilegio medesimo e gli interessi pubblici cui lo stesso è preordinato, dovendosi ritenere sproporzionato ogni volta lo stesso appaia eccessivo o sproporzionato rispetto ai fini o interessi pubblici perseguiti.

Un'altra opinione ha messo in evidenza, sulla scorta della giurisprudenza comunitaria *Federconsumatori*¹²⁵, che, per valutare se

¹²⁴ DEMURO, *La nomina delle cariche sociali nelle società a partecipazione pubblica dopo le censure della giurisprudenza comunitaria*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, Ferri jr. e M. Stella Richter (a cura di), Milano, 2010, 167 e ss.; ID, *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex art. 2449 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 581 e ss.

¹²⁵ Per quanto riguarda il caso dell'AEM (di cui alla sentenza della Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, C-463/04) non è stata ritenuta pertinente la circostanza che il diritto di nominare direttamente amministratori in applicazione della predetta disposizione sia stato riservato al Comune di Milano solamente in proporzione alla sua partecipazione nel capitale di tale società e nel limite di un quarto dei membri del consiglio d'amministrazione di quest'ultima. La misura nazionale ha espresso la sua potenzialità restrittiva nel fatto che il diritto di nomina diretta di cui trattasi si aggiungesse al diritto del Comune di Milano, in forza dell'art. 4 della legge n. 474/1994, di partecipare normalmente all'elezione mediante voto di lista degli amministratori non direttamente nominati da quest'ultimo, di modo che esso potesse così disporre della maggioranza assoluta in detto consiglio, e ciò anche nel caso, come considerato peraltro anche nelle ordinanze di rinvio, in cui esso detenesse solo una maggioranza relativa del capitale, vale a dire una partecipazione pari al 33,4% in quest'ultimo. Pertanto, nonostante la circostanza che il diritto di nomina diretta attribuito al Comune di Milano fosse proporzionale all'entità della sua partecipazione nel capitale

il privilegio concesso all'ente pubblico sia o meno proporzionato (e quindi giustificato) si dovrebbe aver riguardo ai diritti che all'ente pubblico spettano in virtù di norme e strumenti (anche di fonte statutaria) di diritto comune¹²⁶ o di altre prerogative previste dalla legislazione speciale¹²⁷. Un caso esemplare è rappresentato, come detto, dalla causa *Federconsumatori*, ove poteri speciali astrattamente "proporzionati" (ovverosia, nella fattispecie, il rapporto tra numero di consiglieri nominati e percentuale del capitale rappresentata dal Comune di Milano), sono stati ritenuti "eccessivi" e "non giustificati" solo se considerati in combinazione con un'altra previsione legislativa "speciale" (la l. n. 474/1994, ora abrogata con l'entrata in vigore della l. 56/2012), la quale ammetteva il socio pubblico ad eleggere ulteriori componenti dell'organo gestorio, accedendo al meccanismo del voto di lista, o prescindendo da tale legislazione speciale, anche attraverso la combinazione dei diritti attribuibili, a fronte dell'autonomia statutaria, dal possesso di strumenti finanziari partecipativi *ex art. 2351, u.c., c.c.*

Sulla scorta di tali osservazioni, basti ricordare come in dottrina sia stata proposta un'ipotesi interpretativa che, tuttavia, non pare particolarmente convincente. Essa postula che l'art. 2449 andrebbe inteso ed applicato nel senso che la proporzionalità debba

dell'AEM e benché tale diritto era esercitabile nel limite di un quarto dei membri del consiglio di amministrazione di questa società, l'art. 2449 c.c., in combinato con l'art. 4 della legge n. 474/1994, consentiva al Comune in parola di garantirsi la possibilità di partecipare all'attività di tale consiglio con maggiore rilievo rispetto a quanto sarebbe ad esso normalmente concesso dalla sua qualità di azionista (p. 26-27-28 sent.). E' bene precisare infine che il d.l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito in l. 11 maggio 2012 n. 56 ha abrogato, tra l'altro i poteri speciali di cui alla c.d. "legge sulle privatizzazioni" (l. n. 474/1994). Per effetto di tale intervento normativo, come sottolineeremo anche in seguito, sembra essere quindi neutralizzato l'effetto restrittivo dell'art. 2449 c.c. contestato allo Stato italiano da parte della Commissione europea e sanzionato, come visto, dalla Corte di Giustizia del Lussemburgo, almeno limitatamente al caso in esame.

¹²⁶ GHEZZI - VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. delle società*, 2008, 697; PECORARO, *Privatizzazione dei diritti speciali di controllo dello Stato e dell'ente pubblico nelle s.p.a.: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Riv. società*, 2009, 1033.

¹²⁷ CORRADI, *La proporzionalità tra partecipazione e "potere di controllo" nell'art. 2449 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 924 e ss.

computarsi avendo riguardo alla somma del numero dei membri di nomina diretta e di quello degli esponenti eletti dalla mano pubblica in ambito assembleare¹²⁸.

Una lettura più attenta del dettato normativo dovrebbe invece suggerire che la proporzionalità predicata dalla norma riguardi specificamente ed esclusivamente i poteri speciali di nomina diretta attribuiti all'ente pubblico per via statutaria *ex art. 2449 c.c.*, senza alcuna considerazione per gli ordinari diritti amministrativi che all'ente dovessero spettare in forza di categorie azionarie o strumenti finanziari partecipativi di diritto societario comune¹²⁹.

Secondo una più complessa e articolata opzione interpretativa¹³⁰, la proporzionalità di cui all'art. 2449 c.c. deve essere intesa tenendo conto delle seguenti preliminari osservazioni. In primo luogo, tale parametro è imposto legislativamente con esclusivo riferimento ai poteri speciali di nomina, sicché non sarebbe possibile forzare la norma fino a ritenere che la stessa vieti la sproporzione che potrebbe discendere dalla somma tra tali poteri speciali e quelli connessi a strumenti di diritto comune. In secondo luogo, ai sensi della medesima opinione dottrinale, la medesima Corte di Giustizia, nella sentenza *Federconsumatori*, non ha statuito che la compatibilità col diritto comunitario sarebbe assicurata solo in presenza di un aritmetico principio di proporzionalità, ma ha piuttosto stigmatizzato il caso in cui, attraverso l'applicazione dell'art. 2449 c.c., si attribuisca alla mano pubblica un potere di controllo

¹²⁸ PUGLIELLI - RUOTOLO, *Nomina e revoca degli amministratori nelle società a partecipazione pubblica (il nuovo testo dell'art. 2449 c.c.)*, in *Studi e materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2009, 227. Contra, DEMURO, *Società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009, 875.

¹²⁹ CAVAZZA, *Prerogative speciali e società partecipate dai pubblici poteri: il nuovo art. 2449*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009, 397.

¹³⁰ GHEZZI - VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. delle società*, 2008, 697, spec. 700 e ss.

sproporzionato rispetto all'entità della partecipazione.

La conclusione è quindi nel senso che sarebbe contestabile la circostanza in cui il socio pubblico, utilizzando l'art. 2449 c.c. in combinazione con altri strumenti di diritto comune, fosse in grado - *ex ante* ed a prescindere da una situazione di controllo di diritto societario - di nominare la maggioranza degli amministratori¹³¹. Da qui, si dedurrebbe che lo Stato (o l'ente pubblico) potrebbe partecipare alla nomina dei restanti amministratori in assemblea soltanto in due casi: (i) laddove la clausola statutaria *ex art. 2449 c.c.* attribuisse loro la nomina diretta di un numero di amministratori pari od inferiore a quanto sarebbe concesso dal limite della proporzione (nel qual caso potrebbero partecipare alla delibera di nomina nei limiti in cui attraverso la votazione non violassero il principio del "*controllo sproporzionato*" predicato dalla Corte di Giustizia) e (ii) laddove i medesimi enti detenessero comunque una partecipazione tale da attribuire loro il controllo della società¹³².

Infine, secondo una diversa opinione, in parte discorde rispetto a quelle precedenti, il "nuovo" testo dell'art. 2449 c.c. non pare in linea con i principi comunitari così come interpretati dalla Corte di Giustizia, in quanto esso rende proporzionale rispetto alla partecipazione *non il diritto di voto* bensì *il diritto di nomina*, consentendo al socio pubblico minoritario la nomina di amministratori che altrimenti sarebbe appannaggio dell'assemblea e, quindi, dei soci di maggioranza¹³³.

¹³¹ In tal caso, ci si troverebbe dinnanzi ad una situazione in cui la funzione di nomina alle cariche sociali, essendo rimessa per intero alla discrezionalità di un socio, equivarrebbe a rendere "*eventuale la stessa esistenza dell'organo amministrativo, in contrasto con il principio della sua obbligatoria previsione nell'atto costitutivo*". Tale effetto è tanto evidente nell'ipotesi in cui la combinazione tra potere speciale e accesso ai meccanismi ordinari di elezione delle cariche sociali, assegna al socio pubblico l'integrità dei seggi disponibili. Al riguardo, DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, spec. 225.

¹³² In senso conforme, PECORARO, *Privatizzazione dei diritti speciali di controllo dello Stato e dell'ente pubblico nelle s.p.a.: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Riv. società*, 2009, 973.

¹³³ IBBA, *Le società a partecipazione pubblica: tipologia e discipline*, in *Le società "pubbliche"*, a cura di C. Ibba, M.C. Malaguti, A. Mazzoni, Torino, 2011, 7, ove, per

4. Cenni su questioni applicative inerenti alla riduzione della soglia di partecipazione dell'ente pubblico sotto la soglia di proporzionalità.

La norma in questione solleva poi alcune questioni di ordine interpretativo relativamente al rispetto del parametro di proporzionalità, in caso di modifiche dell'azionariato. Si pone infatti il problema di capire come adeguare la rappresentanza negli organi di gestione (o di controllo) dei componenti di nomina pubblica in tutti i casi in cui, a fronte di operazioni di compravendita azionaria (o per una mancata sottoscrizione di azioni in sede di aumento di capitale), muti sensibilmente la misura della partecipazione di ciascun socio. Analogo problema si verifica nell'ipotesi di disinvestimento da parte del socio pubblico, che conduce la società ad una completa privatizzazione.

Ebbene, la questione merita di essere affrontata per comprendere le difficoltà applicative che la norma presenta e come tali difficoltà potrebbero essere eluse soltanto attraverso un accordo tra soci che prevedesse l'introduzione in statuto o in patto parasociale¹³⁴ di una

spiegare quanto asserito ipotizza il seguente caso: una società annovera, oltre al socio pubblico, due soci privati, rispettivamente titolari del 60% e del 20% del capitale sociale, e che il consiglio di amministrazione sia composto da cinque membri. Ebbene, in assenza di clausole statutarie in ordine alla nomina i cinque amministratori sarebbero tutti espressione del socio di maggioranza; in presenza del voto di lista o di altri meccanismi statutari di voto proporzionale potrebbero avere un proprio rappresentante nel consiglio anche i due soci di minoranza; mentre in presenza di una clausola attuativa dell'art. 2449 quattro amministratori sarebbero eletti dal socio privato di maggioranza e uno dal socio pubblico, restando invece "a bocca asciutta" l'altro socio privato, pur essendo titolare di una partecipazione uguale a quella del socio pubblico. L'Autore, in tal caso, si domanda, provocatoriamente, se (ed in che misura) possa ritenersi dissuasivo l'investimento nel capitale di quella società, rispondendosi che la soluzione sarebbe quella di introdurre statutariamente meccanismi proporzionali che ristabiliscano condizioni di parità fra soci di minoranza. Ma allora, prosegue l'Autore, sarebbe come rendere *de facto* inutile la previsione di cui all'art. 2449. Infine, viene proposto di optare per un voto di lista che assicuri a tutti i soci che si trovano in una determinata situazione, privati o pubblici che siano, il quale consenta loro la possibilità di nominare un proprio rappresentante nell'organo amministrativo.

¹³⁴ In generale, sul tema, si veda, LANTINO, CASUCCI, LIMIDO, *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, III ed., Milano, 2010.

clausola che riservasse uno o più membri degli organi sociali al socio pubblico, con adeguati correttivi in caso di *change of control* o di semplice modifica dell'azionariato.

Limitandoci all'esegesi della norma, da un punto di vista sistematico pare innanzitutto consigliabile aderire a quella opinione secondo la quale, una volta instauratosi il rapporto tra la società e l'amministratore o il sindaco o il consigliere di sorveglianza nominato, non si può sostenere un'automatica decadenza dello stesso per il solo fatto che l'ente pubblico che aveva provveduto alla nomina abbia perso la qualità di socio o abbia visto ridurre la percentuale della propria partecipazione al capitale¹³⁵.

In altre parole, non è il soggetto nominato ad aver perso i requisiti di eleggibilità (con conseguente sua decadenza dalla carica), ma l'ente che lo aveva nominato ad aver perso il potere di (procedere in futuro alla) nomina¹³⁶. In tal caso, alla luce di tali considerazioni, pare evidente che si tratterà comunque di predisporre dei meccanismi correttivi che consentano, nel caso di modifica della struttura azionaria, di rimodulare la rappresentanza dei soci nei rispettivi organi di gestione e controllo nell'ottica del rispetto del principio di proporzionalità, o nel caso di perdita della qualità di socio da parte dell'ente pubblico, eventualmente di revocare i componenti nominati attraverso deliberazione assembleare, essendo venuto meno l'organo

¹³⁵ DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 17 e ss.

¹³⁶ Secondo il Donativi, (DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 18), infatti, "il rapporto di amministrazione (o rispettivamente, ed a maggior ragione, quello che lega il sindaco o il consigliere di sorveglianza alla società), si è validamente perfezionato nel momento in cui l'ente ha adottato l'atto di nomina (e il soggetto prescelto abbia manifestato la propria accettazione): il fatto che l'ente abbia ora perso il potere di procedere nuovamente all'adozione di un nuovo e analogo atto di nomina non si traduce in una sorta di vizio sopravvenuto capace di inficiare, con efficacia retroattiva, la nomina a suo tempo adottata". Un posizione diversa è quella di PECORARO, *Privatizzazione dei diritti speciali di controllo dello Stato e dell'ente pubblico nelle s.p.a.: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Riv. società*, 2009, 1027, secondo cui, a fronte della modifica normativa dell'art. 2449 che ha portato all'introduzione del parametro di proporzionalità, si verificherebbe un'ipotesi di decadenza legale in capo ai componenti nominati in eccedenza rispetto al numero consentito dal nuovo regime normativo.

competente alla revoca ai sensi dell'art. 2449, comma 2, 1° periodo, c.c.

La revoca deliberata dall'assemblea è soluzione difficilmente praticabile nel caso in cui la partecipazione del socio pubblico si sia semplicemente ridotta. Infatti, seppur ridimensionato, il socio pubblico continua a conservare il potere speciale di revoca assegnatogli dalla legge. La dottrina, sul punto, ha precisato che l'esercizio di tale potere si deve riferire come esteso a tutti i componenti che siano stati legittimamente nominati o (come tutto sommato sembra preferibile), anche per ragioni di coerenza con la soluzione accolta per il caso di perdita integrale della partecipazione, debba essere strettamente legato al potere di nomina¹³⁷.

5. La nomina diretta degli organi sociali come diritto incorporato in azioni di categoria di diritto comune (o in strumenti finanziari partecipativi): ovvero, la creazione di una nuova "golden share" in mano pubblica e l'irrelevanza delle regole di diritto societario comune.

Anche con riferimento alle società "aperte" (ossia a quelle società che ricorrono al mercato del capitale di rischio), il legislatore, attraverso la disposizione contenuta nell'art. 2449, comma 4, c.c., ha legittimato il riconoscimento a favore dello Stato e degli enti pubblici di "diritti amministrativi", seppur nel contesto dell'incorporazione di questi all'interno di categorie di azioni o strumenti finanziari partecipativi¹³⁸.

¹³⁷ *Ex multis*, GHEZZI – VENTURUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. delle società*, 2008, 703.

¹³⁸ Di seguito, il testo dell'art. 2449, comma 4 c.c.: *"Alle società che fanno ricorso al capitale di rischio si applicano le disposizioni del sesto comma dell'articolo 2346. Il consiglio di amministrazione può altresì proporre all'assemblea, che delibera con le maggioranze previste per l'assemblea ordinaria, che i diritti amministrativi previsti dallo statuto a favore dello Stato o degli enti pubblici siano rappresentati da una particolare categoria di azioni. A tal fine è in ogni caso necessario il consenso dello Stato o dell'ente pubblico a favore del quale i diritti amministrativi sono previsti".* Le riflessioni che seguiranno, in ragione

Sotto un profilo sistematico, è stato osservato che la categoria azionaria in questione si porrebbe, in realtà, in termini assolutamente peculiari e differenti rispetto alle altre categorie di azioni¹³⁹. Innanzitutto, a differenza che nelle società “chiuse”, qui la norma parla genericamente di “diritti amministrativi” e non invece della nomina diretta degli organi sociali riservata al socio pubblico. In secondo luogo, altro elemento differenziale è rappresentato dal fatto che l’incorporazione dei suddetti diritti amministrativi discenderà da una decisione dell’assemblea, che delibera con le maggioranze previste dall’assemblea ordinaria, su proposta del consiglio di amministrazione e con il necessario consenso dello Stato o dell’ente pubblico a favore del quale i diritti amministrativi sono previsti.

A prescindere dalle difficoltà esegetiche che derivano dall’analisi del testo della disposizione¹⁴⁰, ciò che pare rilevante sottolineare è il tendenziale “ridimensionamento” del socio pubblico di società “aperta”, per valorizzare il quale sono dal legislatore suggeriti gli strumenti ordinari (e non speciali) attraverso i quali potrà, nel rispetto della disciplina di diritto comune, avere un maggiore o differente peso all’interno della compagine societaria.

Il mancato espresso riferimento alla nomina diretta, ma a generici “diritti amministrativi”, pone dinnanzi ad un ulteriore dubbio interpretativo. Ed infatti, secondo una parte della dottrina tale potere di nomina diretta non sarebbe nemmeno incorporabile in un’azione

della comunanza di problemi che la norma suscita, si riferiscono indifferentemente all’ipotesi di incorporazione dei diritti di nomina, rispettivamente, in strumenti finanziari partecipativi piuttosto che in una categoria di azioni.

¹³⁹ Al riguardo, in particolare, DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 229 (spec.), nt. 50.

¹⁴⁰ Ne dà conto lucidamente, DEMURO, *La nomina delle cariche sociali nella società a partecipazione pubblica dopo le censure della giurisprudenza comunitaria*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr. e M. Stella Richter jr., Milano, 2010, spec. 191 e *passim*, ove l’Autore identifica appunto alcuni problemi interpretativi. Innanzitutto, afferma l’Autore, si tratta di capire se i diritti amministrativi di cui parla la norma, per essere sottoposti all’assemblea, sono stati previsti statutariamente e solo momentaneamente sospesi fino all’approvazione da parte dell’assemblea. Qualora invece, vengono attribuiti in un momento successivo alla costituzione la categoria di azioni scaturisce dalla deliberazione assembleare.

di categoria in base alle norme di diritto comune, ma soltanto in virtù della norma *ad hoc* contenuta nella disposizione in questione (art. 2449 u.c., c.c.)¹⁴¹.

E' alquanto evidente che la norma, almeno per come è formulata, presenti allora notevoli criticità. Sotto un primo profilo, si potrebbe ritenere che il legislatore abbia tipizzato una nuova figura di "categoria di azioni", riservata soltanto alla mano pubblica, e applicabile esclusivamente alle società "aperte", che, anche in ragione dell'eccezionalità della misura, ne impedirebbe un'applicazione analogica ed estensiva alle società "chiuse"¹⁴². Tale ipotetica "categoria azionaria", in assenza di un chiaro riferimento della norma ai limiti della "proporzionalità" per la nomina nelle società "chiuse" ed al numero complessivo dei seggi assegnabili¹⁴³,

¹⁴¹ Da segnalare la posizione di GHEZZI - VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. delle società*, 2008, 701, secondo i quali anche nelle società "aperte", nonostante la menzionata diversità di disciplina rispetto a quanto disposto per le società chiuse ai sensi dell'art. 2449 c. 1, c.c. si potrebbe riconoscere al socio pubblico un diritto di nominare un numero di componenti degli organi sociali proporzionale alla partecipazione detenuta. Di avviso contrario, in particolare, DEMURO, *La nomina delle cariche sociali nella società a partecipazione pubblica dopo le censure della giurisprudenza comunitaria*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr. e M. Stella Richter jr., Milano, 2010, 192; e PECORARO, *Privatizzazione dei diritti speciali di controllo dello Stato e dell'ente pubblico nelle s.p.a.: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Riv. società*, 2009, 1019.

¹⁴² GHEZZI - VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. delle società*, 2008, 701.

¹⁴³ Relativamente alla querelle sul numero dei seggi assegnabili al titolare di tali strumenti (azioni di categoria e strumenti finanziari partecipativi), si veda, per un'ampia disamina delle posizioni espresse, in merito ai poteri inclusi in strumenti finanziari, CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, 118 e ss, il quale conclude ritenendo che potrebbe attribuirsi ai possessori di strumenti finanziari partecipativi la nomina di uno solo tra i componenti dei diversi organi amministrativi e di controllo e non già cumulativamente di un componente per ciascun organo. Tale opinione pare prevalente e supportata peraltro da un dato letterale inequivoco (sul punto, DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 25). Tuttavia, si veda anche l'articolata posizione di LAMANDINI, *Autonomia statutaria e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 536, secondo il quale si potrebbe arguire che a ciascuna categoria di strumenti finanziari partecipativi (in caso di emissione di più categorie) spetterebbe il diritto di nomina di un solo componente per ciascun organo, mentre la somma dei componenti nominati dalle diverse categorie non potrebbe costituire

sembra, in realtà, deporre a favore di una tesi che configuri tale fattispecie alla stregua di una *golden share*, peraltro poco “virtuosa”¹⁴⁴. Ciò in quanto la categoria azionaria in questione finirebbe per incorporare un privilegio singolare attribuito ad un soggetto pubblico determinato, solo nominalmente incorporato in un titolo, senza che questo possa peraltro circolare con il medesimo¹⁴⁵.

La contraddizione sistematica sarebbe quindi del tutto evidente in quanto, mentre da un lato il legislatore pare essersi ispirato dall’esigenza di “cartolarizzare” il privilegio speciale attraverso lo strumento di diritto comune (come testimoniato dal richiamo all’art. 2346 c.c.), dall’altro lato dà vita invece ad una nuova figura che pare ontologicamente diversa dalla categoria azionaria.

Il senso dell’intervento legislativo in tema di società aperte è quello di voler escludere che diritti e prerogative speciali potessero essere attribuiti alla mano pubblica al di fuori degli strumenti previsti dal diritto comune e al di là dei limiti di questi, con la conseguenza che la possibilità o meno di incorporarvi un diritto particolare di nomina diretta non si ponga in termini diversi per

la maggioranza in seno all’organo.

¹⁴⁴ DEMURO, *L’incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex art. 2449 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 593.

¹⁴⁵ In dottrina, LEZAPPA, *Nomina alle cariche sociali e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 800. Sul punto, si veda anche un significativo caso giurisprudenziale Trib. Cassino, 12 aprile 1991, *Reclas Recupero Ecologico Lazio Sud S.p.A.*, in *Riv. notar.*, 1991, 1432, (risalente, tra l’altro, ad epoca anteriore alla riforma del diritto societario), all’esito del quale il Tribunale negò l’omologazione dello statuto di una società mista nel quale era previsto che le azioni fossero divise in due categorie (A e B), attribuite ai soci pubblici ed ai soci privati, caratterizzate dal diritto di nominare, rispettivamente, i due terzi e il restante terzo dei componenti dell’organo amministrativo. Ebbene, il diniego del Tribunale adito fu motivato sul rilievo che sarebbe stato possibile configurare, in favore dei soci pubblici, un diritto nominativo (e come tale intrasferibile) di nomina di un certo numero di amministratori, ai sensi dell’allora art. 2458 (ora art. 2449), ma non anche ancorare un simile diritto ad una categoria di azioni e come tale consentirne la circolazione assieme al titolo. In epoca post - riforma del diritto societario sembra rilevante segnalare, per la tesi negativa, NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. I, Torino, 611. Sull’invalidità di una clausola statutaria tesa a regolare la nomina delle cariche sociali mediante assemblee separate per categorie di azioni, si veda anche Trib. Venezia, (decr.), 4 marzo 1989, *F.lli Salviato s.p.a.*, in *Società*, 1989, 960.

qualunque altro sottoscrittore. Ma, come visto, questo non deve nemmeno avallare una tesi volta ad ammettere con “leggerezza” il ricorso a tale strumento senza le necessarie cautele, e ciò anche in considerazione delle pronunce della giurisprudenza comunitaria in tema di “poteri speciali”.

In particolare, ci si riferisce, tra l’altro, alla questione relativa al numero (ed all’eventuale limite massimo) dei seggi che è possibile in tal modo riservare al sottoscrittore (pubblico o privato). Infatti, in considerazione della tesi esposta, ovvero la tesi volta a qualificare in termini di diritto comune il potere di nomina incorporato nell’azione privilegiata, si potrebbe addirittura ammettere un diritto di nomina in misura *eccedente* rispetto al tetto della proporzionalità¹⁴⁶. In tal caso, oltre a crearsi una disparità ingiustificata rispetto alla previsione dettata per le sole società “chiuse”, per le quali, come detto, la nomina diretta è ammessa seppur nei limiti della “proporzionalità” tra potere e partecipazione, si perverrebbe ad un riconoscimento aprioristico di un potere “sproporzionato” per le “società aperte”, violando apertamente i precetti comunitari, da ultimo esplicitati nella nota sentenza *Federconsumatori* della Corte di Giustizia¹⁴⁷.

Senza anticipare alcune delle conclusioni a cui si approderà *infra*, ritengo che il discorso non cambi laddove si consideri tale categoria azionaria munita del diritto speciale di nomina come uno strumento di diritto comune, di per sé insensibile alle censure della Corte del Lussemburgo.

¹⁴⁶ Come detto, tale opinione sembra implicitamente avversata da GHEZZI - VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. delle società*, 2008, 701, in ragione della tesi della estensione del principio di proporzionalità ai diritti di nomina diretta incorporati in categoria azionarie riservati al socio pubblico di società “aperte”.

¹⁴⁷ Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, *Federconsumatori e altri c. Comune di Milano*, cause riunite 463/04 e C-464/04, in *Giur. comm.*, 2008, II, 924 e ss. con nota di commento di CORRADI, *La proporzionalità tra partecipazione e “potere di controllo” nell’art. 2449 c.c.*, *ivi*.

In tal caso, l'escamotage ideato dal legislatore sarebbe quello di rendere "giustificabile" la misura restrittiva, rappresentata dal conferimento *ex lege* di un potere speciale al socio pubblico, attraverso l'utilizzo di uno strumento a disposizione di qualunque investitore privato.

Tuttavia, a mio parere, tale argomento non pare sufficiente a salvare la previsione dal giudizio di compatibilità comunitaria, come peraltro osservato in maniera molto chiara nella citata sentenza *Federconsumatori* della Corte di Giustizia, anche sulla scorta delle conclusioni dell'avvocato Poiars Maduro¹⁴⁸.

5.1. Ancora sull'irrelevanza della tesi volta a giustificare i poteri speciali in virtù del medesimo effetto conferito dalle regole di diritto societario interno: l'esempio dei "diritti particolari" della s.r.l. in mano pubblica.

Come abbiamo visto, l'argomento utilizzato dal legislatore nazionale per giustificare una misura nazionale conferente un potere speciale si rinviene nel fatto che altri soggetti, non destinatari diretti della misura, possono beneficiare degli effetti della stessa attraverso il ricorso all'autonomia statutaria ed alle regole di diritto comune. Tali osservazioni non sono state accettate dagli organi comunitari, i quali, come mostra la giurisprudenza in materia, non pare essersi persuasa circa le tesi degli ordinamenti nazionali volte a "salvare" le rispettive normative domestiche.

¹⁴⁸ Si veda la posizione espressa dall'Avvocato Generale Poiars Maduro nelle conclusioni alla causa *Federconsumatori*: "una normativa nazionale, in forza della quale solo lo Stato e gli enti pubblici possono fruire di poteri speciali, equivale, per definizione, ad una restrizione della circolazione dei capitali ai sensi dell'art. 56 CE" [oggi, 63 TFUE] e "[q]uesto è il caso non solo delle disposizioni legislative che conferiscono poteri speciali direttamente allo Stato, ma anche della normativa nazionale che, specificamente a favore dello Stato, consente che tali poteri siano inseriti nello statuto societario. L'applicazione di tale normativa nazionale rappresenta uno scostamento dalla «normale applicazione della normativa sulle società» in quanto essa riserva allo Stato una posizione di privilegio rispetto agli altri azionisti. In tali circostanze, l'argomento che gli azionisti privati potrebbero, in teoria, ottenere privilegi analoghi in virtù della disciplina generale in materia di diritto societario, è irrilevante" (p. 30).

Ebbene, dietro a tale presa di posizione comunitaria, credo si nascondano alcune importanti deduzioni.

La prima, molto semplice, è che, ai fini del giudizio di compatibilità del potere speciale conferito al pubblico, non conta affatto (se non con le precisazioni che faremo in seguito) la circostanza che il medesimo effetto possa essere conseguito attraverso strumenti offerti dall'autonomia statutaria a disposizione di qualunque altro sottoscrittore privato (o pubblico) che intenda investire nella società con poteri speciali.

Diversamente, infatti, i legislatori nazionali potrebbero agevolmente "aggirare" i paletti della Corte di Giustizia, in particolare con riferimento al profilo del "controllo proporzionato", adducendo come giustificazione il fatto che il modello societario utilizzato non pone vincoli di "proporzionalità" nel suo statuto organizzativo. Esempio evidente è, come abbiamo visto, l'incorporazione del potere speciale in categorie azionarie o strumenti finanziari partecipativi.

Inoltre, si consideri che la finalità pubblica pare astrattamente configurabile a prescindere dal tipo concretamente utilizzato, e non sembra quindi appannaggio del solo modello s.p.a., nonostante, come visto, le uniche norme civilistiche espressamente dedicate ai poteri speciali dello Stato (ed agli enti pubblici) si riferiscano proprio a tale modello (art. 2449), oltre che a quello delle società cooperative (art. 2535). Si pensi, ad esempio, alle s.r.l. ed alla flessibilità del modello organizzativo di tale società¹⁴⁹ rispetto a quello delle s.p.a., che consente ai singoli soci, individuabili anche nominalmente a

¹⁴⁹ Si allude, ad esempio, alla centralità della figura del socio nel modello della s.r.l., che va intesa come "... riconoscimento del valore del capitale umano come parte del valore complessivo del capitale dell'impresa" GIANNELLI - MONTICELLI, *Capitale umano e finanziamento dell'impresa. Considerazioni tra economia e diritto sulla riforma delle s.r.l.*, in *Società italiana di diritto ed economia - Side, Working papers*, 2 annual conference, 2006, 12. Si veda inoltre, IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2005, 1 e ss.; il quale osserva che la flessibilità del tipo s.r.l. si presta a consentire l'espressione delle "... esigenze del caso concreto, incluse quelle delle società pubbliche, quindi anche delle linee di politica aziendale del soggetto pubblico".

differenza che nelle s.p.a. ove vige l' "anonimato", di attribuire ai singoli soci (privato e pubblico) "particolari diritti" riguardanti l'amministrazione della società (art. 2468, comma 3, c.c.), riservando loro il potere di nomina extra-assembleare di alcuni membri dell'organo amministrativo e di controllo e del direttore generale.

Ciò, è bene precisarlo, sarebbe ammissibile ben oltre i parametri di "proporzionalità" tra potere e partecipazione, postulati nell'attuale formulazione dell'art. 2449 c.c., applicabile esclusivamente alle società "pubbliche" costituite sotto forma di s.p.a.

L'utilizzo del maggiormente flessibile modello delle s.r.l. consentirebbe così un'agevole elusione dei "paletti" comunitari in materia di "golden share".

In conclusione, come anticipato, non credo tuttavia che si possa consentire, prescindendo dalla preferibilità di tale modello sotto il profilo della *governance*¹⁵⁰, di dare ingresso nelle s.r.l. a poteri speciali in deroga al criterio del "controllo proporzionato" fissato per le s.p.a. a partecipazione pubblica¹⁵¹, per evidenti ragioni di coerenza sistemica del sistema.

6. Poteri speciali e restrizioni agli investimenti "diretti" che

¹⁵⁰ Da segnalare la condivisibile opinione di COSSU, *L'amministrazione delle s.r.l. a partecipazione pubblica*, in *Giur. comm.*, 2008, 627 e ss., secondo cui il modello s.r.l. per le società a partecipazione pubblica sarebbe forma societaria preferibile rispetto a quello della s.p.a. ma a condizione che il socio pubblico venga però escluso da ogni potere gestorio, al fine di evitare, tra l'altro, da un lato ingerenze indebite sugli altri amministratori e dall'altro lato (sotto un profilo opposto al precedente) preservare il socio pubblico da responsabilità dirette per fatti di gestione.

¹⁵¹ Nello stesso senso, ed a prescindere dal modello societario utilizzato, si veda Trib. Milano, ord., 13 ottobre 2004, n. 175, in *Foro it.*, 2005, III, c. 34. In particolare viene sanzionata la circostanza che l'ente locale socio pubblico, al termine del processo di adeguamento dello statuto, piuttosto che far capo alle condizioni di esercizio dei poteri speciali nel rispetto dei limiti tracciati dalla giurisprudenza comunitaria ed in particolare dal principio di proporzionalità, si sia avvalso "in qualità di socio, di una norma generale del diritto societario" aveva permesso, secondo la valutazione del giudice nazionale remittente, di aggirare "di fatto ... la ben più restrittiva norma di legge sul potere speciale di nomina degli amministratori ... che avrebbe potuto applicare in veste d'autorità, ma di cui non ho ritenuto di avvalersi in quanto presumibilmente non più funzionale all'obiettivo di assicurarsi il controllo del consiglio di amministrazione".

prescindono dalla proporzionalità tra rischio e potere.

Finora si è trattato di quei poteri speciali che rappresentano una restrizione “indiretta” agli investimenti (quali la nomina diretta degli organi sociali) e di come tali prerogative possano essere ritenute “compatibili” con il diritto societario comune e con il diritto comunitario.

A completamento di tale disamina, pare opportuno interrogarsi sulla disciplina (oltre che sulle modalità di esercizio) di quelle misure nazionali le quali riservando alcuni particolari poteri allo Stato nelle società operanti in settori definiti come “strategici” per gli interessi nazionali, hanno l’effetto tali restringere “direttamente” gli investimenti, e ciò anche a prescindere da un “proporzionato” rapporto tra potere e misura della partecipazione.

Si pensi, a questo proposito, al fenomeno dei Fondi Sovrani (“Sovereign Wealth Fund”, o “SWF”) che, almeno negli ultimi anni, sembra aver acquistato particolare peso specifico nell’economia dei Paesi dell’economia occidentale.

Gli SWF sono fondi di investimento creati dagli Stati, che traggono le loro risorse principalmente dai proventi dell’esportazione del petrolio; essi sono pertanto riconducibili, almeno nella maggioranza dei casi, ai paesi produttori di tale materia prima e sono normalmente gestiti per lo più da organi indipendenti ai governi che li detengono (ministeri o banche centrali) e più raramente sono affidati a gestori del risparmio¹⁵².

¹⁵² Si veda il recente *discussion paper* della Consob (agosto 2012) intitolato “*I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*”, di S. Alvaro e P. Ciccaglioni, in www.consob.it. Per una definizione di Fondo Sovrano si veda, in particolare, CHIARLONE, *Accumulazione di riserve e costituzione di fondi sovrani (SWFs)*, in *Laboratorio di analisi monetaria dell’Università Cattolica del Sacro Cuore*, Osservatorio monetario, n. 3/2008, 15, secondo cui un Fondo Sovrano è “*un fondo di investimento creato da uno Stato per diversificare e accrescere il rendimento delle sue riserve ufficiali o dei proventi (diretti e/o fiscali) derivanti dalla vendita delle materie prime disponibili sul territorio nazionale e, al contempo, isolare il bilancio pubblico dalle fluttuazioni economiche e/o perseguire obiettivi di equità intergenerazionale*”. Sulla disciplina ed il “trattamento” anche comunitario dei Fondi Sovrani, si vedano, GUGLER – CHAISE, *Sovereign Wealth Funds in the European Union. General trust*

Come è stato notato in letteratura, le opportunità presentate dai SWFs, rappresentata ad esempio dall'aver attutito la caduta libera dei mercati finanziari¹⁵³, sembrano essere state però controbilanciate dai rischi di un loro impiego a fini politici¹⁵⁴.

Limitatamente al mercato dei capitali, è bene ricordare come già sono presenti alcune misure introdotte a livello comunitario e successivamente recepite negli Stati membri - quale la tredicesima direttiva in materia di OPA - le quali, in realtà, potrebbero essere utilizzate come strumento di "difesa" rispetto a investimenti di paesi terzi di carattere meramente "speculativo"¹⁵⁵.

despite concerns, NCCR Trade Regulation Working Paper, n. 2009/4, gennaio 2009, reperibile in <http://www.ssrn.com/abstract=1372014>; GUACCERO, PAN, CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA Europa*, in *Riv. delle società*, 2008, 1359 e ss.; SANTONASTASO, *Investimenti di "fondi sovrani" e tutela degli "interessi nazionali". Spunti dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di "interesse generale" e di limiti alla libertà di movimento dei capitali e di stabilimento: a volte "non è tutto oro quel che luccica"*, in *Diritto della banca e del merc. fin.*, 1, 2010, 27 e ss.

¹⁵³ Come riconosce ad esempio ZINGALES, *I fondi sovrani sono il vero rimedio*, ne *Il Sole 24 Ore*, 2 marzo 2008, 1.

¹⁵⁴ Sul punto, VANONI, *Le società miste quotate in mercati regolamentati (dalla "golden share" ai Fondi Sovrani)*, in *Le società "pubbliche"*, a cura di C. Ibba, M.C. Malaguti, A. Mazzoni, Torino, 233 (spec.), con più ampi riferimenti a nota 73. Il timore riguarda l'indiretta interferenza a diversi livelli con alcuni aspetti dell'economia nazionale e della politica degli Stati ospitanti gli investimenti da parte degli Stati titolari dei medesimi SWFs che si può concretizzare con l'ottenimento di informazioni riservate dal punto di vista tecnico. Si pensi alla possibilità per Paesi terzi di venire in possesso di segreti industriali (o altre informazioni sensibili) attraverso la mera assunzione di posizioni rilevanti nell'azionariato di società estere operanti in settori strategici. In proposito, si noti comunque come finora i SWF abbiano acquistato, almeno relativamente alle società quotate, quote contenute di partecipazione. Lo segnala ancora VANONI, *Le società miste quotate in mercati regolamentati (dalla "golden share" ai Fondi Sovrani)*, in *Le società "pubbliche"*, a cura di C. Ibba, M.C. Malaguti, A. Mazzoni, Torino, 233. Sul punto si veda anche GILSON, MILHAUPT, *Sovereign Wealth Fund and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Mercantilism*, in *60 Stan. L. Rev.*, 2008, 1351.

¹⁵⁵ In questa prospettiva, basti pensare, a titolo esemplificativo, alla regola di neutralizzazione, ed alla, seppur novellata, *passivity rule* (cfr. art. 104 Tuf). Rispetto alla *passivity rule* si noti comunque che con d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, art. 1, comma 3, lett. a), b), c), è stato attuato un parziale arretramento rispetto alla precedente formulazione dell'art. 104 Tuf che rendeva facoltativa la *passivity rule* in caso di Opa. Secondo la norma attuale tale regola è prevista legislativamente, fatto salvo il diritto per ogni società di escluderla per via statutaria (art. 104, comma 1-ter, Tuf). Sul tema, VENTORUZZO, *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, in www.lavoce.info, 6 ottobre 2009; MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 461 e ss. Si pensi inoltre alla recente eliminazione del *quorum* deliberativo qualificato del 30% del capitale per

Ad ogni modo, la Commissione europea, dinnanzi ad alcune normative degli Stati membri ispirate a logiche protezionistiche, ha avvertito l'esigenza di intervenire per fornire dei criteri utilizzabili dagli Stati membri impegnati a ridisegnare le proprie discipline nazionali tese a limitare gli investimenti dei SWF. Si segnala in questo senso la Comunicazione della Commissione del febbraio 2008¹⁵⁶, con la quale l'organo comunitario, da un lato, ha richiamato gli Stati al rispetto dei principi di libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento del TFUE e dall'altro ha chiarito come tali principi, nel quadro giuridico dell'Unione, non siano considerabili "libertà assolute". Come detto, infatti, se l'art. 63 TFUE (già art. 56 TCE) pone il principio generale per cui "sono vietate tutte le restrizioni ai movimenti dei capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi", tale divieto viene temperato dalle disposizioni contenute nel successivo art. 65 TFUE (già art. 58 TCE), secondo cui, tra l'altro, è consentito ai medesimi Stati di adottare misure in deroga a tale divieto se le restrizioni risultano giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza. Anche in questo caso, pertanto, il riferimento compiuto dalla Commissione è a quei medesimi principi e criteri utilizzati per la giustificazione delle "golden shares" nazionali. In particolare, per giustificare una deroga al rispetto del divieto di porre restrizioni alla libertà di capitali, è necessario che la minaccia al pregiudizio all'interesse nazionale sia grave e attuale, che lo strumento previsto rispetti i canoni della proporzionalità e che i criteri applicativi siano precisi, chiari e non

l'approvazione di misure difensive da parte dell'assemblea della società target, tutte misure che, in generale, contribuiscono ad ostacolare più agevolmente le scalate tramite Opa. Nello stesso senso, analogo spirito "antiscalata" sembra rintracciabile anche nella modifica all'art. 2357, comma 3, c.c., che prevede un incremento del tetto del valore delle azioni proprie acquistabili per le società che fanno appello al mercato del capitale di rischio.

¹⁵⁶ Comunicazione della Commissione europea al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale, al Comitato delle Regioni "Per un approccio comune europeo ai Fondi Sovrani" n. 115/2008 del 27 febbraio 2008, in www.europa.eu.

arbitrari¹⁵⁷.

In questo quadro, anche in considerazione della posizione dell'Unione europea (e dell'OCSE) sul tema degli investimenti stranieri nel mercato interno¹⁵⁸, sembra che la questione dell'ammissibilità dei poteri speciali si sia spostata sul versante "giustificatorio", e cioè sulle condizioni affinché i governi nazionali possano introdurre misure restrittive, senza incorrere nelle censure comunitarie.

6.1. Le normative nazionali a tutela delle imprese strategiche: le discipline previste in Francia e Germania.

Prima di esaminare la disciplina italiana, è bene spendere qualche parola sull'esperienza di altri Stati membri. La Francia è stato il primo paese europeo ad introdurre una normativa a difesa delle imprese strategiche nazionali dagli investimenti stranieri¹⁵⁹. Essa si snoda attraverso due diverse linee guida: da un lato, si è previsto di monitorare ed eventualmente vietare le acquisizioni di alcune imprese strategiche; dall'altro, la normativa domestica ha dettato una serie di obblighi generali in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti e degli obiettivi di investimento¹⁶⁰.

¹⁵⁷ Per un approfondimento sul tema, si veda MEZZACAPO, *The so-called "Sovereign Wealth Fund": Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, Commissione europea, Economic Paper n. 378, aprile 2009.

¹⁵⁸ Oltre alla Comunicazione della Commissione europea cit., si segnalano le "Linee Guida sulle politiche dei Paesi riceventi nei confronti dei Fondi Sovrani" ("*Guidance on Recipient Country Policies Towards SWFs*") presentato dal COMITATO INVESTIMENTI DELL'OCSE nel corso della tavola rotonda ministeriale sui Principi di Santiago del 2008. La scelta dell'OCSE nella redazione di tali principi che compongono le Linee guida è significativa; infatti, non vengono introdotti principi nuovi specifici per i Fondi Sovrani, ma al contrario si chiede agli Stati destinatari degli investimenti di applicare anche nei confronti di questi ultimi l'insieme di principi internazionali che regolano i rapporti tra un dato paese ed un qualsiasi paese straniero.

¹⁵⁹ Sul tema degli effetti degli investimenti dei Fondi Sovrani sui mercati dei capitali in Francia, si veda, RAYMOND, *The Effect of Sovereign Wealth Funds' Involvement on Stock Markets*, Banque de France, Occasional paper, novembre 2008.

¹⁶⁰ Quest'ultima previsione sembra particolarmente significativa ed innovativa. Infatti, pur non parlando espressamente di Fondi Sovrani tende a garantire la disclosure proprio di quegli elementi più critici rinvenuti negli investimenti dei fondi, ovvero la trasparenza delle loro partecipazioni e soprattutto degli obiettivi

Nell'ottica del raggiungimento del primo obiettivo, nel 2005, con il decreto n. 1739/05 (attuativo dell'art. L 151-3 del Codice Monetario e Finanziario), l'ordinamento francese ha previsto l'autorizzazione da parte del Ministero dell'economia agli investimenti e alle acquisizioni in attività ritenute "strategiche"¹⁶¹ da parte di "una persona fisica residente in uno Stato non facente parte della Comunità europea, da un'impresa la cui sede sociale è situata in uno dei suddetti Stati o da una persona fisica di nazionalità francese che vi risiede", le quali consentano di (i) acquisire il controllo di un'impresa la cui sede legale è situata in Francia; (ii) acquisire direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, un ramo di attività di un'impresa la cui sede sociale è situata in Francia; (iii) oltrepassare la soglia di detenzione diretta o indiretta del 33,3% del capitale o dei diritti di voto di un'impresa la cui sede sociale è situata in Francia.

Sempre nel 2005, la normativa francese è intervenuta sul secondo versante, richiedendo agli investitori provenienti dai paesi stranieri di garantire la trasparenza non solo delle partecipazioni rilevanti detenute ma anche dei propri obiettivi di investimento. L'art. L. 233-7 del *Code de Commerce*, introdotto durante il recepimento delle disposizioni contenute nella direttiva *Transparency* (n. 2004/109/CE) ha così introdotto un obbligo di *disclosure* aggiuntivo a carico dell'investitore che raggiunge una determinata soglia di partecipazione in una società francese. In particolare, a seguito del superamento delle soglie del 10% e del 20% del capitale o dei diritti di voto, il soggetto tenuto all'obbligo della comunicazione della partecipazione rilevante (*ex art. 9 direttiva*) deve, anche, rendere

perseguiti, per scongiurare il rischio di investimenti politico-strategici.

¹⁶¹ In linea generale, l'ordinamento francese fornisce una definizione di "impresa strategica" legata ad un elemento oggettivo, ossia al settore in cui la società opera. Tale settore però - così come l'ambito di applicazione della normativa - viene identificato in modo diverso a seconda che l'investitore provenga da uno degli Stati membri oppure sia extra-comunitario; in questo secondo caso, si amplia l'elenco dei settori ritenuti "strategici" (ad esempio, attività classificate come segreto militare, produzione e commercio di armi ed esplosivi, forniture al Ministero della Difesa).

pubblici gli obiettivi che si propone di raggiungere nei 12 mesi successivi; esso è tenuto altresì a dichiarare se agisce in concerto con altri, se intende acquisire il controllo della società e se intende nominare uno o più membri all'interno degli organi di amministrazione o di controllo¹⁶².

Oltre alla disciplina francese, particolarmente significativa è anche la normativa tedesca sulle "imprese strategiche"¹⁶³, introdotta a seguito della tentata acquisizione del luglio 2008 della Hapag-Lloyd da parte della NOL (Neptune Orient Lines) controllata dal fondo Temasek di Singapore.

Ebbene, nell'aprile del 2009, attraverso la modifica dell'*Aussenwirtschaftsgesetz* (AWG) e dell'*Aussenwirtschaftsverordnung* (AWV), il Governo tedesco ha introdotto la possibilità di monitorare ed eventualmente vietare gli investimenti effettuati in Germania da soggetti non residenti all'interno dell'Unione europea o dei Paesi aderenti all'Associazione Europea del libero scambio (European Free Trade Association - EFTA). Tale divieto si applica ad operazioni che consistono nell'acquisizione di un'impresa tedesca o nell'acquisto di una partecipazione superiore al 25% dei diritti di voto¹⁶⁴, se ed in quanto tali operazioni possano "compromettere l'ordine pubblico o la sicurezza della Repubblica federale della Germania"¹⁶⁵.

La procedura prevista dalla normativa tedesca è simile ma non coincidente con quella prevista nel sistema francese; innanzitutto, a differenza di quest'ultimo, il modello tedesco non prevede una vera e

¹⁶² Nell'ipotesi di omissione o in caso di inottemperanza a tali dichiarazioni di intenti, l'art. L. 233-14 del *Code de Commerce* prevede che, su iniziativa del presidente della società, di un azionista o dell'Autorité des Marchés Financiers (AMF), possa essere applicata la medesima sanzione prevista per l'omissione della comunicazione della partecipazione rilevante, ovvero la sospensione, totale o parziale, dei diritti di voto inerenti alla partecipazione posseduta.

¹⁶³ Ci si riferisce all'*Aussenwirtschaftsgesetz* (AWG), da ultimo modificato in data 24 aprile 2009 ed al *Aussenwirtschaftsverordnung* (AWV).

¹⁶⁴ Si veda, Sect. 52, *Regulation Implementing the Foreign Trade and Payments Act* (*Foreign Trade and Payment Regulation* - AWV).

¹⁶⁵ Si veda, Sect. 7, par. 2, item 6, AWG.

propria autorizzazione all'operazione di acquisizione. Le parti non hanno un onere di notifica al Ministero, ma possono rivolgersi allo stesso al fine di ottenere una pronuncia preventiva, tesa all'accertamento dell'inesistenza di interessi pubblici che ostino all'acquisizione. E' comunque previsto che il Ministero dell'economia e della tecnologia, nell'ambito della sua attività di controllo, possa compiere degli accertamenti ed eventualmente vietare l'acquisizione o se già perfezionata, disporre la risoluzione di diritto dell'accordo, purché, tuttavia, tale pronuncia giunga entro due mesi dall'avvio dell'istruttoria. Decorso tale termine, l'acquisizione diviene così definitiva.

La Sect. 52 dell'AWV prevede altresì che l'acquisizione da parte di un soggetto non residente (o da parte di una società in cui un soggetto non residente detiene più del 25% dei diritti di voto) di una società domestica può essere vietata dal Ministero (entro un mese dall'operazione) se riguarda alcuni settori appunto "strategici" quali: la produzione o sviluppo di armi da guerra, la produzione e lo sviluppo di motori di particolare progettazione o specifici meccanismi di carri armati da guerra, e sistemi di crittografia per la trasmissione di informazioni governative riservate riconosciute dal *Federal Office for Information Security Technology*. Infine, ai sensi della Sect. 21, par. 4 del WpHG (*Securities Trading Act*) qualunque investitore - e quindi non solo i SWF - che si trovi a superare la soglia del 10% del capitale con diritto di voto deve informare - entro venti giorni di mercato - l'emittente, circa gli obiettivi sottostanti l'acquisto e l'origine dei fondi utilizzati per l'acquisizione, comunicando altresì sempre entro altri venti giorni eventuali modificazioni degli obiettivi dichiarati.

In conclusione, particolarmente significative sono quelle norme che prevedono la sterilizzazione del diritto di voto per quegli acquirenti inadempienti ad obblighi di comunicazione imposti dalla

legge; l'ambito di applicazione della *disclosure* investe gli obiettivi perseguiti con l'acquisto delle partecipazioni, e quindi si deve esplicitare se l'investimento è di portafoglio o se piuttosto mira al raggiungimento di scopi "strategici", se si intende esercitare un'influenza dominante sulla società acquisendo, attraverso la nomina dell'organo di amministrazione e se, infine, si intende perseguire un cambiamento della struttura di capitale della società, in particolare per quanto riguarda il rapporto tra i fondi propri ed i fondi "esterni", oltre alla politica dei dividendi¹⁶⁶

6.2. La disciplina italiana: ovvero la legge 11 maggio 2012, n. 56.

Con il d.l. 15 marzo 2012, n. 21 (convertito con modificazioni nella legge 11 maggio 2012, n. 56)¹⁶⁷, l'Italia ha introdotto, con ritardo rispetto ad altre esperienze europee, una normativa specifica a tutela delle imprese "strategiche". In precedenza, come noto, l'ordinamento italiano (al pari di altri paesi), per difendersi dagli investimenti "stranieri" in determinati settori, aveva emanato una normativa (i.e. la Legge n. 474/1994, nota anche come "Legge sulle Privatizzazioni"), con la quale il legislatore attribuiva allo Stato una serie di poteri speciali nei confronti delle società privatizzate, finalizzati alla tutela degli interessi nazionali¹⁶⁸. Tali poteri speciali,

¹⁶⁶ Si veda, Sect. 27-28, Part. 4, del WpHG.

¹⁶⁷ La normativa introduce una disciplina "in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni".

¹⁶⁸ L'art. 2 della Legge sulle Privatizzazioni (L. 474/1994) prevedeva che le imprese nei confronti delle quali il Ministero dell'economia e delle finanze fosse competente ad esercitare i poteri speciali dovessero essere individuate con D.p.c.m., tra quelle "controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi". Alle stesse era stato imposto di deliberare, per mezzo dell'assemblea straordinaria e prima di ogni atto che ne determinasse la perdita del controllo, l'introduzione dei propri statuti di una clausola che espressamente attribuisse al Ministero dell'economia e delle finanze la titolarità di uno o più poteri speciali tra quelli di cui alla medesima legge. Sul punto e per più ampi riferimenti, si veda, DEMURO, *Società privatizzate*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 1177 e ss.; BONELLI, *La "golden share" all'italiana: regole comunitarie e regole interne in materia di poteri speciali*, in *Istituzioni, Mercato e Democrazia, Liber Amicorum per gli ottanta anni di Alberto Predieri*, a cura di

previsti dalla Legge sulle Privatizzazioni, in considerazione della loro genericità, imprecisione e non correlazione con il criterio dell'ordine pubblico – la cui sussistenza di quest'ultimo elemento rappresentava peraltro uno dei presupposti per la conservazioni di tali poteri – sono stati più volte oggetto delle censure comunitarie¹⁶⁹.

Sulla base di tali premesse, il legislatore è quindi intervenuto in materia con la legge 11 maggio 2012, n. 56, la quale ha interamente abrogato il D.lgs. 474/1994, prevedendo un nuovo elenco di poteri speciali riservati allo Stato italiano nei confronti delle imprese strategiche¹⁷⁰ *tout court* – e quindi non soltanto alle società privatizzate come invece predicava la previgente normativa – le quali operano nei settori della difesa e sicurezza ed esercitabili allorché sussista la minaccia di un grave pregiudizio agli interessi essenziali della difesa e sicurezza nazionali.

Ebbene, diversi sono i poteri speciali attualmente riconosciuti allo

Amorosino - Morbidelli - Morisi, Torino, Giappichelli, 2002, 55 e ss.; SCARCHILLO, *Privatizations in Europe*, in *Diritto del commercio int.*, 25.1, 2011. Da segnalare infine l'opinione di COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 77 e ss., secondo cui tale legge "... non si limita ad introdurre norme procedurali per la privatizzazione delle partecipazioni azionarie pubbliche, ma incide profondamente sulla disciplina delle società oggetto di dimissione, introducendo norme diverse da quelle di diritto comune, con riferimento sia all'organizzazione societaria sia al contenuto e alla circolazione della partecipazione sociale. È ben vero che l'ambito di applicazione delle norme in questione è limitato e che, quindi, queste ultime costituiscono un corpus conclusum, dal quale sarebbe azzardato trarre conclusioni destinate a valere per la generalità o comunque per categorie più ampie di società per azioni. Ma non v'è dubbio che le soluzioni legislativamente adottate per le società «privatizzande», o «privatizzate», possano offrire spunti di qualche interesse anche per riflessioni più generali in materia di diritto delle società per azioni".

¹⁶⁹ Si segnala, in particolare, Corte di Giustizia europea, 26 marzo 2009, causa C-326/07, *Commissione c. Italia*, in Racc. I-113/7, nella quale la Corte aveva ritenuto non conforme alle disposizioni comunitarie la definizione dei criteri di esercizio attuati dall'art. 1, comma 2, del D.P.C.M. 10 giugno 2004. Da segnalare anche la procedura di infrazione della Commissione europea ai danni dell'Italia, cui è seguito il deferimento dell'Italia alla Corte di Giustizia in data 24 novembre 2011.

¹⁷⁰ La natura "strategica" delle imprese, ai sensi di tale normativa, si rinviene (i) nei comparti della difesa e della sicurezza nazionali (art. 1, legge 56/12) e (ii) nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni (art. 2, legge 56/12). Più precisamente, la strategicità è riconosciuta, nel primo caso (sub. lett. a), quando le imprese svolgono attività di rilevanza strategica e, nel secondo caso (sub. lett. b), quando detengono "attivi strategici" e cioè le "reti e impianti, ivi compresi quelli necessari ad assicurare l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali [e] beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale" (art. 2, comma, 1, legge cit.).

Stato e si differenziano a seconda del settore “strategico”. I poteri relativi all’ambito della difesa e sicurezza sono allora i seguenti: (i) il potere di imporre specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici e al controllo delle esportazioni nei confronti di chiunque acquisti una partecipazione in imprese strategiche; (ii) il potere di veto rispetto all’adozione di delibere da parte dell’assemblea dei soci o del consiglio di amministrazione di una impresa strategica ed infine (iii) il potere di opposizione all’acquisto, in imprese strategiche e da parte di un soggetto diverso dallo Stato o da enti pubblici italiani o da questi controllati, di una partecipazione tale da compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale.

Per quanto riguarda invece le imprese operanti nei settori dell’energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni i poteri speciali previsti sono sostanzialmente due: (a) il potere di veto in relazione a qualsiasi delibera (atto od operazione) di società strategica che detiene uno o più attivi strategici e che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione (art. 2, comma 2 e 3, l. 56/12) e (b) il potere di vietare (in “*casi eccezionali di rischio*”) l’acquisto di partecipazioni in società che detengono attivi strategici da parte di un soggetto “esterno all’Unione Europea” o di sottoporre l’efficacia dello stesso acquisto alla condizione che l’acquirente assuma impegni diretti a garantire la tutela degli interessi essenziali dello Stato (art. 2, comma 5, l. 56/12).

6.3. Sui “nuovi” poteri speciali dello Stato: prime conclusioni a margine delle misure restrittive degli Stati membri limitatamente alle imprese “strategiche”.

Dall’analisi, seppur sommaria, delle normative di Francia,

Germania e Italia, emerge una comune considerazione di fondo; numerosi Stati sono infatti intervenuti con leggi nazionali al fine di consentire il monitoraggio costante dei progetti di investimento, senza far riferimento necessariamente, come nel caso italiano, all'attività di investimento dei soli SWF. Le normative ricordate non fanno altro che affermare la tendenziale conservazione dei poteri speciali in mano pubblica, nonostante, essi siano stati censurati a livello comunitario in quanto esempio paradigmatico di misure restrittive delle libertà fondamentali tutelate dal Trattato.

La risposta degli Stati membri sembra essere stata quella di precisare meglio - come nel caso "italiano", ad esempio - le modalità e le condizioni per l'esercizio di tali poteri senza tuttavia intervenire radicalmente sull'essenza del "potere speciale". In altri termini, ci si è limitati a prevedere l'attribuzione di poteri speciali - nel senso "comune" del termine, a cui sovente si è fatto riferimento - e cioè a quei poteri che lo Stato si riserva ai fini della conservazione (o mantenimento) del controllo di una determinata impresa, laddove essa operi in un settore - appunto - strategico per gli interessi nazionali, meritevole di un intervento diretto dello Stato medesimo.

A ben vedere, però, non credo che tali casi siano sovrapponibili, o comparabili, con quelli in cui è lo Stato (o l'ente pubblico) a beneficiare di una diritto speciale nel governo di una società da esso partecipata, nell'ambito di una logica "meramente" imprenditoriale. Mentre, dalle legislazioni esaminate, sembra invece che la logica ispiratrice sia quella di uno Stato c.d. regolatore, che cioè interviene con poteri speciali soltanto nella misura - piuttosto angusta - consentita dai vincoli comunitari. La questione, davvero complessa, investe una serie di scelte di natura politica che ovviamente trascendono dalla presente trattazione e che sono state considerate anche nell'ottica della limitazione del ricorso allo Stato -azionista.

Qui basti sottolineare, a conclusione di tale rassegna, che è quindi

l'eventuale trasferimento del controllo di un'impresa strategica che può, a determinate condizioni, risultare una minaccia per la sicurezza nazionale e che solo in tale prospettiva va valutata la compatibilità con la disciplina comunitaria delle normative nazionali a tutela dei settori strategici.

Ma se queste sono le conclusioni, allora ci si deve interrogare sull'esigenza di discutere circa una libertà fondamentale, quale è quella di circolazione dei capitali, che, quantomeno con riferimento alla materia societaria, avrebbe un ambito di applicazione davvero limitato oltre che marginale in confronto, ad esempio, alla libertà di stabilimento.

CAPITOLO III

REGOLE DI DIRITTO SOCIETARIO COMUNE E LIBERTA' DI CIRCOLAZIONE DEI CAPITALI

1. Premessa: *golden shares*, strutture azionarie e deviazione dal modello “one share one vote”.

La sentenza Volkswagen si differenzia in maniera significativa dalla consolidata giurisprudenza della Corte di Giustizia europea in tema di “*golden share*” e pone alcuni interrogativi rispetto alla compatibilità con il diritto comunitario delle strutture azionarie delle società capitalistiche che prevedono meccanismi di dissociazione tra proprietà e controllo¹⁷¹; e ciò in quanto i giudici comunitari giungono tra l'altro a sanzionare una normativa che, seppur in un contesto di specialità rispetto al diritto societario comune, fissa un limite massimo ai diritti di voto di ogni azionista (i.e. 20% del totale del capitale complessivo con diritto di voto), a prescindere dalla sua natura pubblica o privata¹⁷².

Gli ordinamenti nazionali, tra i quali l'Italia, consentono la creazione, normalmente attraverso una previsione statutaria, di

¹⁷¹ Sul punto, in particolare, GRÜNDMANN - MÖSLEIN, *Golden shares – State control in privatised companies: comparative law and policy aspects*, in *Euredia*, 2001-2002/4, 623 e ss.

¹⁷² In altri termini, la Corte, configurando la legislazione Volkswagen alla stregua di una “misura nazionale” e quindi non assimilabile ad un atto di autonomia statutaria, ne postula la sua incompatibilità con la libertà di circolazione dei capitali ex art. 63 TFUE. In proposito, vedremo meglio nel prossimo capitolo quando si possa parlare, nell'ottica comunitaria, di “misura nazionale” anche a fronte della tesi del Governo tedesco secondo cui invece la Legge Volkswagen sarebbe semplicemente un atto di autonomia privata adottato in applicazione del diritto societario generale, e quindi, di per sé, incensurabile dalla giustizia Ue. Ad ogni modo, per alcuni significativi riferimenti, si veda, PIZZA, *Le società per azioni di diritto singolare tra partecipazioni pubbliche e nuovi modelli organizzativi*, Milano, 2007, 330 e ss.; ID., *Società per azioni di diritto singolare, diritto comune della società per azioni e libera circolazione dei capitali: il caso Volkswagen*, in *Riv. ital. Dir. pubbl. comunitario*, 2008, 1177 e ss.; ID., *I diritti speciali dello Stato tra libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario*, in *Europa e dir. priv.*, 2011, 02, 525.

categorie di azioni dotate di diritti speciali o di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346 c.c., nei quali vengono parimenti incorporati diritti amministrativi e patrimoniali, secondo una modulazione e contenuti variabili nel rispetto, comunque, di limiti inderogabili imposti dalla legge¹⁷³. Si pensi, a titolo esemplificativo, a quegli strumenti, quali le *golden shares*, le quali creano una sproporzione tra potere e controllo azionario (deviazioni dal modello “*One Share One Vote*”)¹⁷⁴ oppure, come vedremo, alla previsione che attribuisce un dividendo maggiorato ad azionisti che detengono i titoli da un determinato lasso temporale (cfr. art. 127-quater TUF, di cui diremo meglio *infra*); oppure, ancora, anche a quelle disposizioni che consentano di impedire l’ingresso in società di terzi investitori, magari attraverso il possesso di azioni speciali emesse in applicazione delle regole di diritto comune.

Una volta esaminato *se e come* la struttura azionaria delle società capitalistiche, ed in particolare le modalità con le quali viene distribuito il diritto di voto, possa incidere sul “movimento di capitali”¹⁷⁵, ci si chiede se ciò possa effettivamente essere oggetto di

¹⁷³ Ad esempio, nel nostro ordinamento, a differenza di quello di altri Paesi membri, non è ammessa l’emissione di azioni a voto plurimo (art. 2351, c. 4, c.c.); così come, in generale, è vietata l’emissione di azioni di categoria in violazione del patto leonino (art. 2265 c.c.). Al riguardo, in passato si è discusso circa la possibilità che le azioni postergate nelle perdite potessero rappresentare un’eccezione al divieto del patto leonino. Ebbene, la dottrina, come già chiarito nel vigore della disciplina pre-riforma, aveva già escluso tale possibilità affermando che la postergazione non implica affatto un’esclusione dei titolari delle azioni postergate da qualsiasi partecipazione alle perdite, ma comporta semplicemente che tali soggetti rimangano esposti alle perdite con un grado di rischio minore. E’ infatti assolutamente possibile che le perdite assorbano la parte del capitale rappresentato dalle azioni diverse da quelle postergate e si ripercuotano sulle azioni “ordinarie”. Seppur nella disciplina pre-riforma societaria, si veda, *ex multis*, BIONE, *Azioni, gruppi*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo Portale, Torino, 1994, vol. 2, t.1.

¹⁷⁴ Gli strumenti che conferiscono al suo titolare un potere sproporzionato rispetto alla quota di partecipazione al capitale possono essere diversi. A titolo esemplificativo, si menzionano: il diritto di veto su decisioni della società riguardanti (i) l’emissione di nuove azioni, (ii) la limitazione o soppressione del diritto d’opzione dei possessori di azioni ordinarie, (iii) la fusione, (iv) la scissione, (v) le modifiche dello statuto ed (vi) il trasferimento della sede sociale all’estero.

¹⁷⁵ In tal senso, si esprime molto chiaramente, PATTI, *I diritti speciali dello Stato tra*

censura comunitaria per violazione del Trattato. In proposito, secondo la tesi di Gründmann e Möslein¹⁷⁶, la giurisprudenza sulle *golden shares* influenzerebbe anche il diritto societario generale; per di più, ciò sarebbe confermato dal fatto che alcuni tipi di obbligazioni relativi a soggetti di diritto privato derivano dalle libertà fondamentali¹⁷⁷.

L'argomentazione a supporto della tesi che si intende indagare è la seguente.

Come abbiamo visto, la Corte di Giustizia non sottopone a giudizio le norme nazionali dal punto di vista delle libertà fondamentali, se ciò è frutto dell'autonomia e della libera scelta delle parti; tuttavia, tale argomento non ha valore se il legislatore garantisce prerogative alle persone giuridiche senza che venga richiesto il consenso di una (o più) delle parti interessate.

Così inquadrato il problema, ne deriva che tutte le tecniche societarie create dalla compagine *esistente* e volte a dissuadere l'ingresso nel capitale di soggetti *esterni* al capitale potrebbero essere sottoposte a censura da parte della Corte di giustizia.

Per esaminare in dettaglio la tesi occorre allora interrogarsi sull'ambito di applicazione delle libertà fondamentali nella materia del diritto societario, tenendo conto sia dell'approccio potenzialmente "innovativo" della pronuncia *Volkswagen*, sia invece di quel tendenziale conservatorismo espresso in particolare dalla giurisprudenza *Commissione c. Regno Unito*, che ha portato la Corte a rifiutare un'interpretazione estesa delle libertà fondamentali tale da

libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario, in Europa e dir. priv., 2011, 528.

¹⁷⁶ GRUNDMANN - MÖSLEIN, *Golden Shares – State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, in *Euredia* 2001 – 2002/4, 655.

¹⁷⁷ Al riguardo, si veda SHAEFER, *Die Marktfreiheiten des EG-vertrages als Ermessengrenze – Probleme der horizontalen unmittelbaren Wirkung des Gemeinschaftsrechts, gezeigt am Beispiel des Art. 30 EWGV*, (1997); in giurisprudenza, in particolare, Corte di Giustizia europea, C-415/93, *Bosman*, in Racc. I-4921.

investire i meccanismi di diritto societario comune¹⁷⁸.

2. Diritti di “categoria” e limiti statutari.

La previsione delle limitazioni al diritto di voto negli ordinamenti di molti Paesi membri ed extra-europei¹⁷⁹ induce preliminarmente a riflettere brevemente sulla disciplina di tali strumenti anche in relazione alla loro potenzialità dissuasiva degli investimenti.

L’odierno sistema normativo supera quindi quella correlazione necessaria tra potere e rischio di impresa che tradizionalmente caratterizzava gli equilibri societari.

Nell’ottica del massimo riconoscimento dell’autonomia statutaria e nei limiti imposti dalla legge¹⁸⁰, l’ordinamento, come detto, consente di determinare liberamente il contenuto di diritti “speciali” all’interno di categorie azionarie (art. 2348, comma 2, c.c.), senza che ciò possa prefigurare categorie di azionisti¹⁸¹. Con riferimento al diritto di voto, il terzo comma dell’art. 2351 prevede il ricorso a tecniche volte a modularlo, come quelle già da tempo note del limite massimo di voti esercitabili dal singolo socio od il “voto a scalare”,

¹⁷⁸ Corte di Giustizia europea, 13 maggio 2003, causa C-98/01, Commissione c. Regno Unito, in Racc. I-4641. Sul punto, in dottrina, FERRARINI, «Un’azione – un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, I, 24 e ss.

¹⁷⁹ Seppur ormai risalente, si veda il contributo di CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, 158, e i riferimenti bibliografici ivi citati a nota 2 relativi alle diverse esperienze dei Paesi europei ed extraeuropei rispetto agli strumenti integranti una deviazione dal modello “One Share One Vote”.

¹⁸⁰ L’attuale comma 2 dell’art. 2351 c.c. prevede la creazione per via statutaria di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari strumenti, con diritto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, facendo “salvo quanto previsto dalle leggi speciali” (arg. ex art. 2351, comma 2, c.c.). Con tale disposizione viene perseguito l’obiettivo di ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere a fonti di finanziamento e viene dato ampio spazio alla creatività degli operatori nell’elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato. Salva la possibilità di elaborare nuove forme di categorie di azioni rispetto a quelle già conosciute nella pratica, il legislatore ha ritenuto quindi far riferimento espressamente ad alcune ipotesi che, per loro utilità o per problemi interpretativi cui hanno dato luogo, meritano una diretta considerazione.

¹⁸¹ In generale sul tema si veda, ABRIANI, *Sub. art. 2348 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*. Commentario, (diretto da) G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, vol. I, Bologna, 2004, 261 e ss.;

che individua scaglioni mediante i quali progressivamente si riduce il peso dei voti esercitabili dal socio.

In questo modo, si deroga appunto al principio della proporzionalità del voto rispetto all'azione per dare così la facoltà di livellare verso il basso il peso dei poteri dei soci. Tale "modularità" e "flessibilità" offerta dalle azioni con voto scalare non è però predicabile con riferimento alle azioni emesse dalle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio; e ciò per l'esigenza di consentire maggiori aperture alla contendibilità del controllo nelle società quotate o con titoli diffusi¹⁸² (arg. ex art. 2351, comma 3, c.c.).

3. Introduzione sul principio di proporzionalità tra potere e controllo ("One Share One Vote").

La giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di *golden shares* suscita interrogativi sul principio della c.d. proporzionalità tra potere e rischio, e cioè sul rapporto (proporzionale) tra azioni detenute da un socio ed il potere effettivamente esercitabile in sede assembleare; spesso si ricorre, a tal riguardo, alla nota espressione "un'azione, un voto" ("One Share One Vote").

Nonostante a prima vista possa apparire naturale e scontato che soci i quali hanno investito nell'impresa un eguale capitale siano altresì dotati di eguali diritti e, in particolare, siano titolari dei medesimi diritti di voto, nella realtà tale principio è spesso derogato.

Sono invero frequenti le ipotesi di c.d. *disproportional ownership*,

¹⁸² In argomento, seppur in epoca pre-riforma, ANGELICI, *Della società per azioni, Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1994; ID., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. II, Torino, 1994, 101 e ss.; in epoca post-riforma, NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.P. Portale, Torino, 2006, 59; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082; PORTALE, *Dal capitale assicurato alle tracking stocks*, in *Riv. soc.*, 2002, 146; OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.P. Portale, Torino, 2006, 713.

ovvero i casi in cui una società pone in essere meccanismi che permettono ad alcuni soci di controllare una percentuale di voti non equivalente, bensì anche nettamente superiore, rispetto alla percentuale dei diritti di natura patrimoniale-finanziaria di cui sono titolari nell'ambito e nei confronti dell'impresa.

Assai frequente è, infatti, l'ipotesi di separazione tra *cash flow rights* e *voting rights*, in virtù della quale un singolo azionista (o un nucleo ristretto di azionisti), pur detenendo una percentuale minoritaria dei *cash flow rights*, è tuttavia in grado di esercitare nelle assemblee degli azionisti la maggioranza dei diritti di voto (o comunque una percentuale sufficientemente ampia da risultare maggioritaria, rispetto al complesso degli altri azionisti votanti in assemblea), assicurandosi in tal modo anche i diritti di partecipare ed anche eleggere i membri degli organi di gestione¹⁸³ (c.d. rispettivamente, "*board rights*" e "*management rights*").

Del resto vi è anche chi, in epoca remota, è andato oltre affermando che *"è affatto indifferente per il controllo quale ne sia il fondamento legale. Normalmente esso sarà la partecipazione alla società controllata con la maggioranza del capitale. Ma non mancano numerosi artifici per garantire il controllo a chi rappresenta una minoranza, anche esigua, del capitale stesso: dalle azioni a voto plurimo ai sindacati di maggioranza, dai "voting trusts" alle società a catena"*¹⁸⁴.

4. Le deviazioni dal modello "One Share One Vote" quale strumento di conservazione del controllo azionario nelle società di capitali.

¹⁸³ Taluni hanno messo in evidenza come costituisce l'essenza del modello moderno di società per azioni il potere di indirizzare le scelte d'impresa e quindi la destinazione dell'intero capitale investito, seppur detenendone una frazione minoritaria, e ciò grazie alle parcellizzazione del possesso azionario ed alla diserzione da parte dei piccoli azionisti delle assemblee. Sul punto, MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetria del mercato*, in *Rivista delle società*, 2008, 318-348 ed in particolare, 326. In generale, sul tema, si segnala l'importante contributo di BERLE, *Power without property*, New York, 1959.

¹⁸⁴ FINZI, *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, 467.

Le deviazioni dal modello “*One Share One Vote*” hanno radici profonde nella cultura degli ordinamenti continentali¹⁸⁵.

Come noto, esse possono assumere svariate forme ed essere esercitate mediante meccanismi più o meno espliciti. Innanzitutto, pur in presenza di azioni recanti i medesimi diritti di voto, è possibile che lo statuto di una società contenga disposizioni che in concreto minano lo spirito che permea la regola “*One Share - One Vote*”: si possono invero prevedere limiti al numero di azioni di cui può essere titolare un singolo soggetto, ovvero limiti al numero di voti che un singolo soggetto può esprimere. Le imprese, inoltre, possono ricorrere all’emissione di azioni privilegiate (un esempio su tutti, le “*golden shares*”)¹⁸⁶, a piramidi societarie¹⁸⁷, a sistemi di proprietà

¹⁸⁵ Negli Stati Uniti d’America si è assistito, nel periodo immediatamente successivo alla loro nascita, alla prassi di limitare i diritti di voto degli azionisti individuali; tendenza che pare essere stata parzialmente corretta in seguito, ed in particolare dai primi anni del 1900 ove le imprese cominciarono ad orientarsi verso la concentrazione del potere nelle mani di pochi, attribuendo ai soci di minoranza azioni sprovviste dei diritti di voto, salvo poi vietare, invece, nel 1926, la quotazione di società che emettevano azioni prive del diritto di voto (c.d. *non-voting stocks*). Da allora sia negli Stati Uniti sia in Europa, la pratica di emettere azioni con diritti di voto limitato o sprovviste di diritti di voto è stata gradualmente abbandonata; ciò, fino alla seconda metà del secolo scorso quando i meccanismi di dissociazione tra diritti di voto e diritti di controllo sono nuovamente rifioriti, quale reazione alle numerose offerte pubbliche d’acquisto. In conseguenza, nel 1986, il New York Stock Exchange (NYSE) ha innovato la propria disciplina regolamentare, classificando il requisito del rispetto della regola “*One Share - One Vote*” da parte di una società come non più necessaria ai fini della quotazione della stessa, adeguandosi in tal modo alle disposizioni dell’American Stock Exchange e del NASDAQ, che ammettevano alla quotazione anche società con classi di azioni differenziate. Contemporaneamente anche in Europa molti Stati hanno modificato il proprio diritto societario al fine di ammettere e favorire deviazioni al principio in oggetto. Anche questa impostazione, tuttavia, è stata recentemente accantonata ed ha lasciato il passo ad una regolamentazione via via più rigida e ad una diminuzione delle ipotesi di *disproportional ownership*. Sul punto, BURKART - LEE, *One Share - One Vote: the Theory*, in *Review of Finance*, 2008, 1-49, ed, in particolare, 1-4.

¹⁸⁶ Si tratta di azioni che attribuiscono a coloro che le detengono poteri straordinari di decisione in relazione a determinate problematiche attinenti la vita e la gestione della società (ad esempio il diritto di nomina di uno o più membri del Consiglio di Amministrazione della società, ovvero la facoltà di porre il proprio veto ad un’eventuale operazione di fusione societaria). Come detto, le azioni privilegiate sono spesso strettamente collegate all’identità del soggetto o dell’istituzione a favore dei quali sono emesse, quali ad esempio enti pubblici (i.e.: “*golden shares*”).

¹⁸⁷ Con la nozione di “piramide societaria” o “gruppo piramidale” si intende riferirsi allo strumento mediante il quale l’azionista di comando di una società

azionaria incrociata¹⁸⁸, oppure a meccanismi che perseguono anch'essi la finalità di dissociare la proprietà dal controllo, senza essere normalmente annoverati tra gli strumenti di *disproportional ownership*; è questo, ad esempio, il caso delle *takeover defenses* e del *fiduciary voting*¹⁸⁹.

Con riferimento ai gruppi piramidali, ad esempio, è lecito chiedersi se il mantenimento del controllo di così vasti insiemi di attività nelle mani di un unico gruppo di comando, che avviene, come accennato, tramite il ricorso ad un elevato numero di strumenti legali tesi a separare la proprietà di un'impresa dal suo controllo, possa avere un'influenza positiva o negativa sul nostro sistema economico.

Indubbiamente, è innegabile che una posizione di controllo stabile della famiglia proprietaria può rappresentare un aspetto positivo di un sistema di *corporate governance*, perché tende a evitare che le imprese siano gestite per il conseguimento di obiettivi di breve respiro.

riesce ad aumentare il suo potere di controllo e/o ad espandere le dimensioni del gruppo di imprese, a parità di mezzi investiti. Concretamente il gruppo piramidale è composto da una serie di imprese, quotate e non, poste a cascata, sulla base di un meccanismo in virtù del quale l'individuo al vertice possiede una quota maggioritaria di una società A, che a sua volta possiede una quota maggioritaria della società B, che a sua volta possiede una quota maggioritaria della società C (e così via, per un numero di livelli potenzialmente anche molto elevato). In tal modo, l'individuo al vertice della piramide detiene la maggioranza assoluta dei diritti di voto in tutte le imprese che si collocano lungo la catena di controllo, pur con un impegno finanziario che diminuisce man mano che la catena si allunga. Conseguenza diretta dell'applicazione di questo meccanismo, pertanto, è che le rimanenti azioni di ciascuna impresa si trasformano sostanzialmente in azioni sprovviste di alcun diritto di voto.

¹⁸⁸ Si realizza un sistema di partecipazioni reciproche, ovvero incrociate, qualora un insieme di società, facenti capo ad un unico soggetto controllante, mantiene dei legami azionari reciproci. Vi è un caso di partecipazione incrociata ad esempio quando un individuo controlla la società A, che a sua volta controlla il 10% della società B ed il 100% della società C, la quale ultima a sua volta controlla il 15% di B. La società A, pertanto, possiede il 25% dei voti della società B, in parte direttamente, in parte attraverso la società C. I diritti di voto, quindi, sono distribuiti all'interno del gruppo di imprese e non sono nelle mani di una singola persona fisica o giuridica.

¹⁸⁹ In tal senso, ADAMS, FERREIRA, *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, in *Review of Finance*, 2008, 51-91.

Inoltre, la presenza di azionisti forti all'interno del consiglio di amministrazione scongiura la possibilità che alcuni *managers* possano perseguire obiettivi personali che siano in contrasto con quello della massimizzazione dell'efficienza e dell'efficacia aziendale.

Tuttavia, ciò rappresenta anche dei notevoli svantaggi, in quanto rende di fatto impossibile la "scalata" da parte di potenziali imprenditori che si ritengono in grado di valorizzare meglio le risorse e le competenze possedute dalle società appartenenti al gruppo, incidendo inevitabilmente sulla circolazione dei capitali.

Uno studio, non più recentissimo, condotto da Zingales¹⁹⁰ sui dati della borsa di Milano ha mostrato che i benefici privati del controllo sono particolarmente elevati, soprattutto nel nostro paese, a causa dell'inefficienza dell'ordinamento giuridico nel prevenire l'esproprio dei diritti degli azionisti di minoranza da parte degli azionisti di controllo¹⁹¹.

La prova dell'esistenza dei benefici privati del controllo nel caso dei gruppi piramidali quotati è rappresentata dal cosiddetto fenomeno dell'*holding discount*, il quale consiste nell'applicazione di uno sconto, solitamente compreso tra il 10 ed il 20 per cento, da parte del mercato al valore delle azioni della capogruppo. In tal caso, quindi, la principale causa del divario tra valore di mercato della *holding* ed il suo *net asset value* è rappresentata dall'avversione degli investitori nei confronti di una struttura societaria complessa e poco trasparente.

Ricerche recenti condotte in Europa - ma non solo - evidenziano come i meccanismi utilizzati per separare la proprietà dal controllo,

¹⁹⁰ ZINGALES, *Corporate Governance*, The New Palgrave dictionary of Economics and Law, 1997.

¹⁹¹ In proposito, si ricordi come negli Stati Uniti, già a partire dagli anni 30 del novecento, è stata introdotta una normativa specifica (*i.e.*: doppia tassazione dei dividendi tra società) finalizzata proprio a prevenire l'istituzione dei gruppi piramidali. Sul punto, MORK, *Why Some Double Taxation Might Make Sense: The Special Case of Inter-corporate Dividends*, University of Alberta Centre of Financial Research Working Paper, No. 03-01, 20 marzo 2003, in <http://ssrn.com/abstract=369220>.

i.e. i cosiddetti CEMs (*Control-Enhancing Mechanisms*) sono estremamente variegati. In particolare, uno studio commissionato dalla Commissione Europea all’Institutional Investor Services (ISS) ed allo Studio Legale Shearman & Sterling LLP ¹⁹², avente ad oggetto il capitale e l’azionariato di ben 464 imprese situate in 16 Stati membri, ha individuato ben 13 differenti deviazioni al principio “*One Share - One Vote*”¹⁹³. È emerso da tale ricerca che tutte le giurisdizioni analizzate considerano legittime le strutture di gruppo, i patti parasociali e le partecipazioni incrociate; i primi due istituti sono anche quelli più utilizzati dalla prassi – rispettivamente nel 75% e nel 69% degli ordinamenti considerati – seguiti dalla previsione di tetti all’esercizio del diritto di voto (56%).

Secondo quanto evidenziato, il 44% delle imprese analizzate utilizza almeno un CEM e i meccanismi più frequentemente applicati sono il gruppo piramidale (27% delle società campione) e le classi di azioni aventi diritti di voto differenziati (24%).

Tuttavia, anche a livello europeo, non vi è omogeneità circa i

¹⁹² Commissione, ISS Europe, ECGI, SHEARMAN & STERLING LLP, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 18 May 2007.

¹⁹³ I 13 meccanismi individuati nell’ambito dello studio in oggetto sono: (i) le azioni con diritto di voto multiplo; (ii) le azioni non privilegiate prive del diritto di voto; (iii) le azioni privilegiate prive del diritto di voto; (iv) le strutture c.d. piramidali o di gruppo; (v) le azioni “di priorità” (con ciò intendendosi, ad esempio, le azioni che attribuiscono al loro titolare particolari diritti, come quello di designare – ma, generalmente, non di nominare – uno o più membri del Consiglio di Amministrazione o di esercitare un diritto di veto all’emissione di nuove azioni); (vi) i certificati di deposito azionari (finalizzati a far sì che i soci di minoranza non ostacolino il funzionamento dell’organo assembleare a causa del loro assenteismo); (vii) la previsione di tetti all’esercizio del diritto di voto; (viii) la previsione di limiti al possesso azionario; (ix) la previsione di quorum rafforzati; (x) la previsione delle c.d. golden shares; (xi) società a responsabilità limitata con due categorie di soci, ma un’unica “classe” di quote; (xii) le partecipazioni incrociate; (xiii) i patti parasociali. Non rientrano invece nel perimetro di studio altri meccanismi e istituti che, pur sintomatici dell’intento di chi li adotta di separare la proprietà dal controllo: si fa riferimento al prestito di azioni (c.d. *security lending*) o al ricorso ai contratti derivati, come, ad esempio, agli *equity swaps* che consentono all’azionista di rendere oggetto di scambio i propri diritti patrimoniali (e, in particolare, il diritto all’utile), mantenendo i diritti di voto e, in questo modo, scindendo l’anima finanziaria della propria partecipazione da quella amministrativa. Sul punto si veda, VITALI, *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell’esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Riv. Soc.*, 2007, 904 e ss., spec. 905.

CEMs utilizzati: mentre il *pyramiding* è comune in Belgio (34%) e Svezia (48%), è invece totalmente (o quasi) assente nel Regno Unito (3%) e in Danimarca (0%). Inoltre, mentre in Svezia, in Francia e in Olanda si ricorre spesso all'emissione di azioni con diritti di voto differenziati (rispettivamente il 59%, 58% e 41% delle società oggetto dell'indagine usufruiscono di tale CEM), tale pratica è virtualmente assente in Belgio e in Italia¹⁹⁴.

Il dibattito relativo a qualsivoglia meccanismo che costituisca deviazione rispetto al principio "*One Share - One Vote*" è fiorito e si è sviluppato in particolare in ambito europeo, in ragione del fatto che, a seguito dell'adozione della c.d. Direttiva OPA ¹⁹⁵, nonché del proliferare e del rafforzarsi di istanze di maggiore tutela dei diritti dei possessori di titoli azionari in seno alla Comunità¹⁹⁶, si sono levate più voci a sostegno dell'opportunità di rendere obbligatoria, in ambito comunitario, l'applicazione del principio "*One Share - One Vote*".

Il denominatore comune di tali istituti è rappresentato dalla circostanza che essi, sotto diversi aspetti, comportano una deroga al principio di proporzionalità: mentre alcuni istituti considerati sono strumentali all'incremento, rispetto alla titolarità del capitale effettivamente detenuta, del potere rappresentativo in assemblea (come, ad esempio, le azioni con diritto di voto multiplo); altri sono finalizzati a bloccare il controllo (come, ad esempio, la previsione di soglie di possesso azionario ovvero dei diritti di voto esercitabili); e

¹⁹⁴ Da segnalare come a simili conclusioni siano pervenuti anche BENNEDSEN, NIELSEN, *The principle of proportional ownership, investor protection and firm value in Western Europe*, in ECGI Finance Working Paper No. 134/2006.

¹⁹⁵ Direttiva n. 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto in ambito comunitario.

¹⁹⁶ Per quanto concerne il dibattito relativo all'opportunità che il principio "*One Share - One Vote*" diventi una regola inderogabile a livello europeo, si veda in particolare FERRARINI, *One Share - One Vote: a European Rule?*, in *European Company and Financial Law Review* (ECFR), 2006, *Special issue in honour of Klaus J. Hopt*, ECGI Law Working Paper No.58/2006. Per la versione italiana, ID., «Un'azione - un voto»: *un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, I, 24 e ss.

altri ancora, infine, rappresentano particolari strutture o tipi societari (come, ad esempio, le *partnerships limited by shares*), oppure si identificano in meccanismi che consentono un coordinamento tra gli azionisti (come nel caso dei patti parasociali).

Emerge chiaramente da quanto illustrato che l'adozione dei meccanismi atti a separare la proprietà e il controllo è destinata ad influire sugli interessi di molteplici soggetti, a vario titolo coinvolti nella gestione della società: da un lato, fino a che punto gli azionisti possono partecipare attivamente all'adozione delle decisioni relative alla gestione della società e, dall'altro lato, fino a che punto sia possibile contestare le modalità con cui il controllo viene esercitato, ovvero le scelte dei *managers*. La struttura azionaria, pertanto, influenza il funzionamento delle società, in termini di creazione di valore ed, ai nostri fini, anche il comportamento degli investitori.

5. L'influenza sul "mercato" delle acquisizioni societarie del principio "One Share One Vote". Le tesi della dottrina. Alcune osservazioni sul tema.

Il tema relativo all'incidenza delle strutture di *governance* rispetto al "mercato" delle acquisizioni societarie è stato dibattuto a lungo in dottrina, soprattutto statunitense prima che europea. Tale discussione è iniziata circa trent'anni fa in relazione alle regole di ammissione alla Borsa di New York, le quali includevano il principio "One Share - One Vote".

Fondamentale, al riguardo, è il saggio degli economisti Grossman e Hart¹⁹⁷. La tesi fondamentale espressa da tali Autori è che la tendenza ad una maggiore circolazione delle azioni dipende da alcuni elementi, quali, a titolo esemplificativo, le misure difensive a

¹⁹⁷ GROSSMAN - HART, *One Share - One Vote and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 175. Si veda anche il successivo contributo di HART, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, 1995, 186; per ulteriori rilevanti contributi, si veda, HARRIS - RAVIV, *Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules*, in *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 203.

disposizione del *board of director*, la struttura di voto della società, e cioè come, in concreto, i voti sono attribuiti alle azioni. All'esito della loro indagine, essi dimostrano come il modello "*One Share – One Vote*" sia preferibile rispetto a quello dualistico, che al contrario prevede una ripartizione del diritto di voto in maniera non proporzionale¹⁹⁸.

In generale, comunque, dal saggio di Grossman e Hart sembra potersi desumere una considerazione generale. L'utilizzo di tali strumenti (*i.e.*: i CEMs) consentono all'azionista di maggioranza di limitare il proprio investimento nell'*equity* delle società, di mantenerne il controllo e di estrarre per intero i benefici del controllo (benefici definiti "privati" in quanto non condivisi con gli altri

¹⁹⁸ Tali considerazioni sono avallate in un successivo contributo di Hart, il quale distingue tra il c.d. "*valore pubblico*", ossia il valore attuale del flusso di dividendi futuri ed il "*valore privato*" della società, ossia i benefici privati goduti dai *managers*. L'Autore ipotizza la seguente situazione; una società con due categorie di azioni a ciascuna delle quali spetta il 50% dei dividendi: le azioni di categoria A sono prive del diritto di voto mentre le azioni di categoria B attribuiscono il diritto di voto. Si ipotizza ancora che il valore pubblico della società sotto i *managers* in carica sia di 200, avendo ciascuna categoria di azioni valore 100, e che ci sia un team manageriale meno efficiente che intenda acquistare il controllo della società. Sotto i *managers* rivali, il valore pubblico della società scenderebbe a 180, rispetto ai 200 iniziali. Tuttavia, essi acquisterebbero benefici privati pari a 15, mentre quelli dei *managers* in carica sono assunti come trascurabili. Pertanto se i rivali ottenessero il controllo, il valore della società si ridurrebbe di 20. I rivali potrebbero allora proporre un'offerta d'acquisto di tutte le azioni di categoria B, con riconoscimento, ad esempio, di un premio di 1. In assenza di una controfferta ed assumendo che le azioni siano diffuse, gli azionisti si troverebbero di fronte al dilemma del prigioniero: conservare le azioni – le quali valgono 100 ma varranno 90 in caso di successo dei rivali – o cedere le stesse per il valore di 101. Dal momento che il coordinamento tra piccoli azionisti è pressoché inesistente, tutti cederanno le loro azioni ed i rivali avranno successo. Ciascun acquirente comprerà al prezzo 101 azioni che in realtà 90 sotto la sua gestione, ma ciò, nell'esempio ipotizzato, verrà controbilanciato dai benefici privati pari a 15. Ebbene, gli azionisti complessivamente subiscono una perdita, poiché le azioni di categoria B vengono acquistate per 101, mentre gli azionisti di classe A restano in società con azioni che valgono 90 (per un valore totale di 191). Hart conclude sostenendo che con una struttura "*One Share - One Vote*" il rivale non avrebbe acquisito il controllo, perché egli avrebbe dovuto offrire più di 200 per far sì che tutti gli azionisti cedessero le loro azioni, ma ciò avrebbe implicato una perdita di capitale di 20 (200-180) rispetto ad un beneficio privato di 15. Solo se il beneficio privato sarebbe stato più di 20, allora il rivale avrebbe avanzato l'offerta e vinto; tuttavia, gli azionisti, secondo l'Autore, non subirebbero la perdita poiché uscirebbero tutti con un sovrapprezzo (per un totale di 202 contro il valore totale di 191 nel precedente caso di struttura dualistica). Medesime conclusioni nel caso in cui il rivale sia più efficiente. Sul punto si veda, HART, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, 1995, 190-191.

azionisti), di carattere patrimoniale e non.

Questi “benefici privati” sono riconducibili, da un lato, alla possibilità che l’azionista di controllo ponga in essere forme di arricchimento opportunistico – se non di vera espropriazione delle risorse aziendali – a discapito degli azionisti di minoranza e dei creditori; dall’altro, a particolari ritorni di natura non strettamente patrimoniale, quanto piuttosto legati agli aspetti psicologici, politici e di immagine insiti nel controllo. Tali benefici sono in funzione dell’identità e delle caratteristiche del soggetto che esercita il controllo, del settore di appartenenza e, in particolar modo, del livello di protezione accordato agli investitori esterni dal sistema legale vigente nel Paese.

Emerge chiaramente da quanto illustrato che l’adozione dei meccanismi atti a separare la proprietà e il controllo è destinata ad influire sugli interessi di molteplici soggetti, a vario titolo coinvolti nella gestione della società.

Inoltre, è nei paesi dove i “benefici privati” sono in genere rilevanti a causa della debole protezione dell’investitore che possiamo aspettarci frequenti distacchi dalla struttura “*One Share - One Vote*”. Altri studi¹⁹⁹ si sono concentrati sull’aspetto regolatorio

¹⁹⁹ Anche con riguardo al panorama europeo, numerosi sono stati gli studi incentrati sul tema dell’adozione del principio di proporzionalità tra potere e rischio e sull’impatto che tale principio ha sulla struttura azionaria e sulla contendibilità del controllo. Sul punto, in particolare, POMELLI, *Rischio di impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510. In particolare, si pensi alle osservazioni contenute nel Rapporto Winter (*Report of the High Level Group of the Company Law Experts on Issues Related to the Takeovers Bids*, 10 gennaio 2002) nel quale si affermò che, al fine di assicurare un efficiente funzionamento del mercato del controllo societario, sarebbe stato assolutamente preferibile attribuire i diritti di controllo delle società (quotate) in misura proporzionale a coloro che avessero investito capitale di rischio, proponendo de facto, l’adozione a livello europeo del principio “*One Share - One Vote*”, quantomeno con riferimento alle società quotate o con azionariato diffuso. L’interesse verso l’allocazione dei diritti di controllo (non soltanto limitatamente alle società quotate) ha portato la Commissione europea a commissionare un ulteriore studio, effettuato in chiave comparatistica, teso a verificare se un rafforzamento del principio “*One Share One Vote*” consentisse il promovimento di un’effettiva democrazia azionaria. tale studio, tuttavia, non pare aver suggerito una chiara strategia per l’adozione di tale modello a livello comunitario. Si veda, in

dell'adozione del principio in questione. Gilson²⁰⁰ sostiene che una efficace azione regolatoria dovrebbe eliminare le operazioni a struttura dualistica che si traducono in una coercizione degli azionisti diffusi, senza impedire le operazioni efficienti che possono essere richieste da mercati di prodotti competitivi. L'Autore afferma che una chiave per operazioni efficienti dovrebbe essere la capacità di un'impresa di raccogliere capitali per gli investimenti di valore attuale netto positivo, senza diluire le partecipazioni degli azionisti dominanti o accrescere il loro rischio non sistematico in modo proporzionato. Al contrario, sarebbe inefficiente quell'operazione che consentisse all'azionista dominante di costringere gli altri azionisti a rafforzare ulteriormente il suo controllo²⁰¹.

Ad ogni modo, Gilson non esclude comunque l'ammissibilità di un'emissione pubblica di una nuova categoria di azioni a voto limitato o senza diritto di voto²⁰², ma conclude che dovrebbe adottarsi una regola per proibire la conversione del capitale azionario esistente in una struttura dualistica nelle società quotate in un mercato regolamentato; regola, poi, adottata dal NYSE e dal Nasdaq²⁰³.

All'esito di tale esame, possono trarsi alcune considerazioni.

In primo luogo, gli studi riportati dimostrano che le deviazioni dalla regola "One Share - One Vote" dovrebbero essere ammesse e che, con riguardo alle società quotate, tali deviazioni non paiono

proposito, Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, *Modernizzare il governo societario nell'unione europea - Un piano per progredire* - com/2003/0284 def.; con riferimento allo studio commissionato dalla Commissione, cfr. ISS Europe, ECGI, SHEARMAN & STERLING LLP, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 18 May 2007.

²⁰⁰ GILSON, *Evaluating Dual Class Common Stock. The Relevance of Substitutes*, 1987, in *Virginia Law Review* 73, 1987, 808.

²⁰¹ GILSON, *Evaluating Dual Class Common Stock. The Relevance of Substitutes*, 1987, in *Virginia Law Review* 73, 1987, 841.

²⁰² Ciò in quanto esso consentirebbe di raccogliere capitali freschi senza diluire il controllo del gruppo dominante. Cfr. GILSON, *Evaluating Dual Class Common Stock. The Relevance of Substitutes*, 1987, in *Virginia Law Review* 73, 1987, 841.

²⁰³ FERRARINI, «Un'azione - un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, I, 39-40 ss.

essere “problematiche”; è il caso delle offerte pubbliche di acquisto con struttura azionaria dualistica²⁰⁴.

Semmai, la limitazione dei diritti di voto si riflette in uno sconto sul prezzo della categoria rilevante, sicché sono i proprietari iniziali della società, e non gli acquirenti delle azioni, a sopportare il costo.

Tuttavia una *dual – class ownership* è suscettibile di incidere sulla mobilità dei capitali.

Sebbene la società (quotata) in questo caso potrebbe essere isolata dal mercato del controllo societario, ciò non costituisce un cambiamento di condizione, in quanto è stato chiaro sin dall’offerta al pubblico delle azioni della società²⁰⁵.

²⁰⁴ In proposito, si sottolinea come, con riferimento alle società quotate, ai sensi della direttiva OPA (dir. 2004/25/CE, recepita in Italia ad opera del d.l. 229/2007), la *breakthrough rule* non si applica alle società con *golden shares*. L’art. 11 (3) della Direttiva OPA prevede infatti che tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente, nonché le restrizioni al trasferimento dei titoli previste in accordi contrattuali tra questa e i possessori di titoli o in accordi contrattuali tra soci, non si applichino nei confronti dell’offerente nel periodo in cui l’offerta deve essere accettata e, a determinate condizioni, anche quando l’offerta abbia avuto successo. Sul tema si vedano i contributi di HIRTE, *The Takeover Directive – A Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?*, in *European Company and Financial Law Review*, 1, 2004, 18 e di FERRARINI, «Un’azione – un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 1, 44). La *breakthrough rule* è stata intesa come disposizione che “più di ogni altra [è] in grado di innalzare il livello di contendibilità delle imprese nei mercati finanziari europei” (in tal senso, ANGELILLIS – MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della commissione europea*, in *Riv. Soc.*, 2007, 1106, spec. 1159). Tuttavia, secondo un’altra opinione (MAGLIANO, *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana dei poteri speciali*, in *Dir. comm. intern.*, 2010, 1, 62 ed i riferimenti in nota 10), tale regola non pare sufficiente di per sé ad assicurare il superamento di tutti gli ostacoli che possono frapporsi al libero esercizio del potere derivante dall’acquisto di una significativa quota di capitale sociale. Al di là della proclamata finalità, infatti, si è sottolineato il rischio che ciò possa incrementare l’effetto di ristrutturazione della catena di controllo delle società, tale da rendere meno trasparenti gli assetti proprietari, con il ricorso, ad esempio, di strutture piramidali o *holding* in funzione di patto parasociale.

²⁰⁵ Anche in questo caso si richiamano le previsioni contenute nella Direttiva OPA in tema di obblighi di informazione al mercato. Ai sensi dell’art. 10, (1) a) della direttiva, infatti, le società quotate devono fornire appunto dettagliate informazioni quanto alla struttura del capitale, con indicazione delle varie categorie di azioni e, per ogni categoria di azioni, dei diritti e degli obblighi connessi e la percentuale del capitale che essa rappresenta. Inoltre, devono essere pubblicate informazioni riguardo “ai possessori di ogni titolo che conferisce diritti speciali di controllo” (“*golden shares*”) ed a “qualsiasi restrizione al diritto di voto, ad esempio limitazione nei diritti di

Discorso diverso laddove la società modifichi la sua struttura azionaria, prevedendo l'introduzione di classi di azioni con diritti diversi; tale modifica statutaria potrebbe infatti essere tesa ad ostacolare l'acquisto del controllo o a trincerare i *managers* della società.

In particolare, quindi, l'emissione di azioni prive del diritto di voto (o a voto limitato) in sede di aumento di capitale non sembra problematica, mentre la trasformazione di azioni ordinarie in azioni prive del diritto di voto è quantomeno sospetta, in quanto può risultare da una coercizione degli azionisti diffusi da parte del gruppo azionario dominante²⁰⁶.

Per quanto riguarda le società chiuse, in ogni caso, il variegato panorama di soluzioni normative riscontrabili negli ordinamenti stranieri sembra testimoniare che in materia di diritti di voto è probabilmente vano ricercare un modello di riferimento²⁰⁷.

Se si osservano i diritti societari di alcuni degli ordinamenti con più alto standard qualitativo, si perviene ad alcune conclusioni interessanti. Gli Stati Uniti ed il Regno Unito, ad esempio, sono ispirati alla massima libertà in termini di allocazione dei diritti di voto in virtù dell'assunto che tali scelte siano di esclusiva spettanza degli azionisti nella loro veste di *residual claimants*.

Altri ordinamenti europei, quali quello svedese e di altri paesi scandinavi²⁰⁸, che tradizionalmente riconoscono la facoltà di moltiplicazione dei diritti di voto incorporati nell'azione e che tentarono di difendere le ragioni di un tale regime anche con riguardo alle società quotate, hanno confermato tale orientamento

voto ad una determinata percentuale o ad un certo numero di voti, dei termini per l'esercizio del diritto di voto o sistemi in cui, con la cooperazione della società, i diritti finanziari connessi ai titoli sono separati dal possesso di titoli" (art. 10, (1), d), f)).

²⁰⁶ GILSON, *Evaluating Dual Class Common Stock. The Relevance of Substitutes*, 1987, in *Virginia Law Review* 73, 1987, 809.

²⁰⁷ BLACK, *Is Corporate Law Trivial?: A Political And Economic Analysis*, 84 *Northwestern University Law Review*, (1990), 542, 554.

²⁰⁸ GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 *Harvard Law Rev.*, 1641, 1653, (2006).

anche in sede di riforma del loro diritto societario²⁰⁹.

Pertanto, anche solo limitando l'attenzione agli ordinamenti europei, è dato constatare quanto si sia lontani dal riscontrare una uniformità, o anche solo una tendenza all'armonizzazione della disciplina dei diritti di voto in categoria azionarie e in strumenti finanziari partecipativi.

Come detto, la mancata presa di posizione dell'Unione europea sull'adozione a livello comunitario del principio "*One Share - One Vote*" apre quindi la strada a scenari lontani dall'armonizzazione delle strutture azionarie nei Paesi del mercato interno europeo, legittimando così l'emanazione di legislazioni domestiche che, ispirate da interessi generali, possano liberamente ammettere, imporre o vietare eventuali forme di deviazione da meccanismi di controllo proporzionato. In questa sede non si intende indagare i motivi che suggerirebbero l'adozione di un modello piuttosto che un altro, in quanto ciò implicherebbe un'analisi che trascende gli obiettivi della presente trattazione.

Ciò che si vuole però segnalare è che tale "non-scelta" comunitaria rispetto al modello preferibile lascia aperti alcuni interrogativi sull'efficacia dell'interpretazione delle libertà fondamentali comunitarie sui diritti societari interni.

Del resto non è un caso che una dottrina abbia evidenziato come i limiti al diritto di voto ed i voti plurimi dovrebbero essere messi in discussione dal punto di vista della libertà di circolazione dei capitali, seguendo un percorso simile a quello della Corte di Giustizia, anche fuori dai casi di *golden shares* e dei diritti speciali di

²⁰⁹ SKOG, *The New Swedish Companies Act*, in AG, 2006, 239. Si vedano anche le considerazioni sull'ordinamento olandese, il quale si è orientato verso un maggiore grado di libertà con l'introduzione della categoria delle azioni a voto plurimo. Sul punto, VAN DER HORS E VERMEULEN, *The Netherland*, in ISS Europe, ECGI, SHEARMAN & STERLING LLP, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 18 May 2007.

uno Stato membro²¹⁰.

Per comprendere meglio tale opinione, sembra pertanto interessante mettere ora in relazione la disciplina del potere speciale di nomina pubblica diretta degli organi sociali, riformulata sulla scorta dei dettami della già illustrata giurisprudenza della Corte di Giustizia, con quegli strumenti offerti dal diritto societario interno (i quali rientrano nel novero dei meccanismi di deviazione del principio di proporzionalità), che pare introducano un regime di specialità in seno alle strutture azionarie.

6. Poteri speciali “in mano privata”?: ovvero l’attribuzione di diritti particolari ai “soci fedeli” nelle società quotate di cui all’art. 127-*quater* TUF.

Nella legislazione delle società quotate è presente una disposizione caratterizzata da una certa innovatività per il nostro ordinamento, la quale riveste caratteristiche molto peculiari che ne giustificano la trattazione anche in un dibattito più ampio sulla compatibilità di diritto comunitario dei poteri speciali nelle società di capitali.

Si tratta dell’art. 127-*quater* TUF, norma introdotta dall’art. 3 del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 di recepimento in Italia della direttiva comunitaria 2007/36/CE sui diritti degli azionisti nelle società quotate, la quale consente a quest’ultime di premiare con un dividendo maggiorato “ciascuna azione detenuta dal medesimo azionista per un periodo continuativo indicato nello statuto, e comunque non inferiore ad un anno”²¹¹. Pur essendo stata inserita nel decreto di recepimento

²¹⁰ GRÜNDMANN - MÖSLEIN, *Golden shares – State control in privatised companies: comparative law and policy aspects*, in *Euredia*, 2001-2002/4, 623 e ss.

²¹¹ In argomento, RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo nell’evoluzione del sistema delle società azionarie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali (studi in onore di G.E. Colombo)*, Torino, 2011, 278 e ss.; STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 1, 89 e ss.; DE LUCA, *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, relazione presentata al convegno nazionale dell’associazione “Orizzonti

del testo comunitario, tale previsione è assolutamente estranea alla direttiva, che infatti non contempla affatto una tale prerogativa.

L'art. 127-*quater* TUF si pone senza dubbio nel novero delle misure derogatorie rispetto al c.d. diritto societario comune; infatti essa non fa altro che attribuire a "soci fedeli" (i.e. i titolari di ciascuna azione detenuta per un periodo continuativo superiore ad un anno) un diritto di preferenza nella distribuzione dell'utile consistente in una maggiorazione non superiore al 10% del dividendo ordinario, in deroga appunto alle disposizioni contenute nell'art. 2350, comma 1, c.c..

Sebbene la previsione volta al riconoscimento di simili prerogative ad azionisti di "lungo corso" non sia un *unicum* del nostro sistema, in quanto già sperimentata in altri paesi continentali, quali Stati Uniti e Francia²¹², sembra opportuno riflettere attentamente su tale norma, che si pone comunque come innovativa ed estranea al principio capitalistico che governa le società anonime.

Essa, secondo la tesi dominante, sembrerebbe rispondere alla finalità di incentivare l'attivismo degli azionisti di lungo termine nella convinzione che questi abbiano intrinsecamente manifestato (in ragione del loro possesso azionario prolungato) un maggiore interesse - rispetto agli altri soci - per una gestione dell'impresa che sia sana e prudente nella prospettiva di lungo periodo²¹³.

del diritto commerciale", 11-12 febbraio 2011, consultabile sul sito web www.orizzontideldiritto.it; NOCELLA, *Sub. art. 127-quater Tuf*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 3, 713 e ss.

²¹² Sul punto, si veda, diffusamente, SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Rivista del diritto societario*, 2, 2012, 231-232.

²¹³ Al riguardo, SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Rivista del diritto societario*, 2, 2012, 231-232, ove si afferma che, in merito alle finalità della norma, "un potenziamento dei diritti dei soci fedeli (che li renda interlocutori privilegiati del management) potrebbe favorire l'adozione da parte degli amministratori di politiche gestionali maggiormente improntate alla crescita aziendale piuttosto che a logiche transeunte". Si veda anche CUGNASCO, *sub. art. 127 quater*, in *Commentario T.U.F.*, Tomo II - Artt. 101 bis - 216, a cura di F. Vella, Giappichelli, Torino, 2012, 1402, secondo il quale, nelle intenzioni del legislatore, la "funzione immediata dell'istituto è quella di consentire alle

6.1. Diritti particolari dei “soci fedeli” e voto capitaro nelle società per azioni.

Un primo interrogativo suscitato dall'introduzione dei diritti particolari ai “soci fedeli” riguarda, più in generale, la questione dell'ammissibilità del voto capitaro nelle società per azioni. Più precisamente, si tratta di comprendere se tale prerogativa attribuita per legge ai soci sia conforme ad un modello societario pur sempre di stampo capitalistico ed impersonale²¹⁴.

La dottrina assolutamente maggioritaria si è espressa a favore della piena ammissibilità del voto capitaro nelle s.p.a.²¹⁵, poggiandosi su due ordini di considerazioni di fondo.

Innanzitutto, sotto un profilo sistematico, la compressione o addirittura soppressione del diritto di voto oggi consentite ai sensi dell'art. 2351, commi 2 e 3, c.c., fanno sì che il principio della corrispondenza tra potere e rischio sia ormai diventato un criterio a

società quotate di fidelizzare quella parte di azionariato costituito dai piccoli azionisti e dai risparmiatori, incentivandone lo stabile investimento attraverso la previsione statutaria di un dividendo maggiorato”. L'Autore prosegue affermando che “sebbene sia in effetti questa la finalità della disposizione, così come si legge nella relazione allo schema di decreto attuativo, una visione più realistica della struttura proprietaria delle società quotate italiane e delle inevitabili asimmetrie informative che connotano il rapporto fra le minoranze azionarie disaggregate e i c.d. insider (soci di controllo ed amministratori), indurrebbe a vedere nell'istituto della maggiorazione del dividendo più un tentativo di rinvigorire la raccolta di capitale di rischio degli emittenti che uno strumento di stimolo alla democrazia societaria”.

²¹⁴ In particolare si vedano le osservazioni di BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 663 ss., 677. L'Autore, seppur nell'ambito di considerazioni riguardanti altri argomenti, affronta il tema dell'ammissibilità del voto capitaro nella s.p.a., per esprimere un dubbio circa la sua compatibilità con il modello societario vigente, aggiungendo che una lettura dell'art. 2351, comma 3, c.c. che arrivasse al punto di rendere irrilevante l'entità della partecipazione ed il numero delle azioni possedute non potrebbe non destare giustificate perplessità. Del medesimo Autore, si veda anche ID, *Voto capitaro nella s.p.a.?*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 625 e ss.

²¹⁵ SANTORO, *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, 2/1, Torino, 2003, sub art. 2351, 151; BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 467 ss., ivi, 486; CUSA, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2007, 168 ss.; LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 161 ss.

carattere residuale o suppletivo²¹⁶, tanto che taluni ne abbiano addirittura preconizzato lo sgretolamento²¹⁷.

Da un punto di vista interpretativo-esegetico, invece, la tesi in discussione sembrerebbe trovare avallo nel contesto della norma poc'anzi ricordata laddove, nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, è espressamente riconosciuta ai regolamenti statutari la possibilità di prevedere che *“in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti”* (art. 2351, comma 3)²¹⁸.

Al fine di dare risposta al quesito sull'ammissibilità dell'introduzione del voto capitaro nella s.p.a., è necessario accertare preliminarmente se ed in quale misura il principio di proporzionalità tra potere e rischio – di cui abbiamo già trattato con riferimento ai limiti della sua derogabilità – costituisca (o meno) ancora la caratteristica primaria ed inderogabile del modello della società anonima.

Già abbiamo detto, nel secondo capitolo, che il principio di proporzionalità tra potere e rischio nel nostro paese non ha mai costituito un principio inderogabile, sebbene esso sia stato utilizzato, come visto, dal legislatore per “salvare” norme altrimenti oggetto di censura per incompatibilità vuoi con il modello societario interno vuoi per la violazione di disposizioni di diritto comunitario. Si pensi, come abbiamo visto, alle vicende modificative che hanno interessato

²¹⁶ Si è infatti ritenuto che la regola della corrispondenza rischio-potere, che fonda il principio di eguaglianza proporzionale tra gli azionisti, abbia da tempo perso il suo carattere imperativo, degradando a mera regola dispositiva applicabile in assenza di diversa previsione statutaria. Sul punto, D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, 168.

²¹⁷ POMELLI, *Rischio di impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510.

²¹⁸ Si veda, sul punto, BIONE, *Voto capitaro nella s.p.a.?*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 630, secondo il quale *“[d]eve allora dirsi che la possibilità offerta dagli statuti di contenere entro un tetto massimo l'esercizio del diritto di voto è un dato che certo non condanna il voto capitaro, ma neppure è sufficiente per legittimarlo”*.

l'art. 2449 c.c.

Ciò per sostenere che la correlazione, peraltro non biunivoca²¹⁹, tra potere e rischio (i.e.: “*One Share One Vote*”), può essere compresa soltanto dall'autonomia statutaria, seppur entro limiti e modalità predeterminate, quali la creazione di categorie speciali di azioni.

Il punto è centrale, in quanto non fa altro che confermare quanto detto in proposito dell'incompatibilità del potere speciale dello Stato e degli enti pubblici di nomina diretta delle cariche sociali ex art. 2449 c.c., la quale deriva dalla autoritatività della misura.

Tale situazione pare caratterizzare anche la fattispecie contenuta nell'art. 127-*quater*, posto che la prerogativa assegnata ai soci fedeli non è frutto di una autonoma scelta pattizia, bensì trova un espresso riconoscimento legislativo.

6.2. Art. 127 - *quater* TUF e diritto comunitario: ovvero la sua possibile qualificazione alla stregua di un “potere speciale”.

L'art. 127 - *quater* TUF è stato introdotto dal legislatore per rispondere all'esigenza di stimolare un maggior coinvolgimento degli azionisti in alcune decisioni chiave per la conduzione societaria²²⁰, quali, a solo titolo esemplificativo, le operazioni con parti correlate, l'elezione degli amministratori e la determinazione delle politiche retributive delle figure apicali.

Se il principio di uguaglianza fra azionisti passa attraverso la consacrazione della parità di trattamento delle azioni²²¹, l'istituto

²¹⁹ Infatti, vi può essere un potere senza rischio nell'ipotesi in cui il voto compete soltanto a chi è socio, mentre può esservi rischio senza potere alcuno nei casi di azioni prive del diritto di voto.

²²⁰ Tali esigenze, ispirate, come detto, dalla direttiva 2007/36/CE, sono comuni anche alle normative di altri ordinamenti, quali quello statunitense. Si veda al riguardo, il Dodd Frank Act del 21 luglio 2010, il quale ha introdotto alcune disposizioni volte a rafforzare e incentivare l'attivismo degli azionisti in assemblea e nelle fasi propedeutiche a questa.

²²¹ La questione è stata affrontata nella nota sentenza Audiolux della Corte di Giustizia (Corte di Giustizia europea, 15 ottobre 2009, causa C-101/08, *Audiolux S.A. e altri c. Group Bruxelles Lambert SA GBL e altri, Bertelsmann AG e altri*, in www.curia.europa.eu). I giudici comunitari, pur riconoscendo nella parità di

della maggiorazione del dividendo sembrerebbe segnare in qualche misura una frattura più ampia in tale principio, dal momento che la possibilità di derogare alla proporzionalità nel diritto all'utile senza che tale deroga sia incorporata in categorie azionarie potrebbe ingenerare il sospetto che si vogliano introdurre, in via surrettizia, diritti speciali a singoli azionisti²²².

A rigore, infatti, la prerogativa contenuta nell'art. 127 - *quater* sembra disattendere il principio secondo cui il diritto speciale deve comunque essere fissato in relazione al numero di azioni possedute e non in base a criteri per cui certe azioni possedute da alcuni soci, assicurano diritti diversi da quelli riconosciuti allo stesso numero di azioni posseduti da altri²²³. Sebbene la dottrina maggioritaria abbia rifiutato tale tesi, rilevando come l'art. 127- *quater* si limiti piuttosto ad introdurre nella disciplina delle società per azioni alcuni elementi personalistici²²⁴, non può mancarsi di osservare come tale norma presenti caratteristiche simili alle *golden shares* od in generale alle misure nazionali incorporanti "poteri speciali" dello Stato. Infatti, in

trattamento degli azionisti un valore riconosciuto da molte disposizioni comunitarie in materia di società e mercati finanziari, hanno affermato come tale principio non potesse comunque essere considerato un principio di diritto comunitario. In particolare, la Corte ha sostenuto come esso non possa essere invocato per obbligare l'azionista che acquista o rafforza la partecipazione di controllo in una società ad acquistare, alle stesse condizioni, le azioni dei soci di minoranza. Per un commento approfondito alla sentenza si vedano ASSONIME, *Esiste un principio di parità di trattamento degli azionisti nel diritto comunitario?*, 10/2009; MUCCIARELLI, *Equal Treatment of Shareholders and European Union Law*, in *ECFR*, 2010, 163.

²²² La dottrina è infatti unanime nel ribadire il principio cardine del diritto societario interno secondo il quale, nella società anonima, non può essere assegnato un diritto speciale al socio individualmente ma soltanto all'azione detenuta, attraverso il meccanismo delle categorie di azioni. Sul punto, *ex multis*, NOTARI, *sub. 2348*, in Notari, (a cura di), *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 177; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 178; ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, II ed., Padova, 2006, 68 e ss.

²²³ PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, 3**, Torino, 1993, 37.

²²⁴ D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza nelle società per azioni*, Milano, 2007, 104; PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, 3**, Torino, 1993, 36 e ss..

entrambi i casi, non vi sono dubbi sul fatto che il legislatore attribuisce, attraverso una misura nazionale, diritti speciali a soggetti preventivamente individuati, senza la possibilità per gli altri azionisti di esercitare una qualche forma di dissenso.

Sotto questo profilo, pertanto, l'art. 127-*quater* potrebbe astrattamente considerarsi come una misura discriminatoria al cospetto del giudice comunitario, in quanto essa creerebbe un'ingiustificata differenziazione tra azionisti all'interno della compagine sociale; e ciò al pari della situazione che si verificava nelle società post-privatizzazione nelle quali i soci pubblici conservavano poteri speciali derogatori del diritto societario comune.

Infatti, mentre in un caso, il legislatore differenzia gli azionisti a seconda della loro natura pubblica o privata, nell'altro caso, la differenziazione attiene alla durata dell'investimento. In entrambi i casi, la tipizzazione della specialità opera comunque al di fuori delle categorie azionarie.

Al riguardo, merita attenzione la pronuncia della Corte di Giustizia resa nel giudizio *Commissione c. Paesi Bassi*²²⁵. La Corte, in tale sentenza, ha qualificato come restrizione ai movimenti di capitali – assumendo la sussistenza della “misura nazionale” – non già disposizioni legislative, ma clausole statutarie di società privatizzate attributive di diritti speciali a favore dello Stato, e ciò nonostante di per sé il diritto societario comune consenta la previsione di tali diritti negli statuti di ogni società a favore di qualsiasi azionista²²⁶.

²²⁵ Corte di Giustizia europea, 28 settembre 2006, *Commissione c. Regno dei Paesi Bassi*, cause riunite C-282/04 e C-283/04, in Racc. I-09141.

²²⁶ Corte di Giustizia europea, 28 settembre 2006, *Commissione c. Regno dei Paesi Bassi*, cit., punto 22 ove si afferma che “[...] l'introduzione delle golden shares in questione negli statuti della KPN e della TPG deriva da decisioni assunte dallo Stato olandese al momento della privatizzazione di queste due società, al fine di assicurarsi il mantenimento di un certo numero di speciali diritti statutarî. In tale situazione, contrariamente a quanto sostiene il governo olandese, dette azioni devono essere considerate misure statali rientranti nel campo di applicazione dell'art. 56, n. 1, CE”; ed ancora che (punto 24) “grazie a tali golden shares, infatti, una serie di decisioni gestionali molto importanti degli organi della KPN e della TPG, relative sia alle attività di queste due società che alla loro stessa struttura (in particolare nei casi di fusione, scissione o

In sintesi, la posizione della Corte di Giustizia sembra essere la seguente. Muovendo dalla considerazione per cui l'applicabilità dell'art. 63 TFUE non deriva esclusivamente dall'effetto dissuasivo degli investimenti, il "potere speciale" sarà sanzionato come restrittivo se ricorrono ulteriori elementi. Innanzitutto, osserva la Corte nel caso *Commissione c. Paesi Bassi*, le *golden shares* erano state introdotte nello statuto delle società tramite una decisione unilaterale dello Stato, in quanto assunta nell'intervallo temporale tra la privatizzazione formale e quella sostanziale. Inoltre nello statuto delle società era stata introdotta una clausola che prevedeva l'impossibilità di riscattare le *golden shares* senza il consenso statale. Anche in tal caso, come è stato poi affermato anche nella pronuncia *Volkswagen*, la Corte evidenzia l'aspetto relativo alla riproduzione *statutaria* di disposizioni *imperative e singolari* ²²⁷.

Da ciò pare anche legittimo trarre la conclusione per cui gli Stati membri titolari di diritti speciali sono soggetti alle disposizioni sulla libertà di circolazione dei capitali²²⁸ a prescindere non solo dalla

scioglimento), richiedono una approvazione preventiva da parte dello Stato olandese. In tal modo, come ha giustamente rilevato la Commissione, tali golden shares, da un lato, conferiscono allo Stato olandese un'influenza sulla gestione della KPN e della TPG che non è giustificata dall'importanza del suo investimento e che è notevolmente più importante di quella che la sua partecipazione ordinaria in tali società gli consentirebbe normalmente di ottenere. Dall'altro, tali azioni limitano l'influenza degli altri azionisti in rapporto all'importanza della loro partecipazione nella KPN e nella TPG".

²²⁷ In tal caso, quindi, le clausole dello statuto potrebbero considerarsi corrispondenti a disposizioni legislative singolari in quanto imposte da una decisione dello Stato solo per una singola società. Secondo FRENJ, *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 2/2007, 145 e ss., la Corte al fine di affermare la natura autoritativa statale delle *golden shares*, ha messo in evidenza l'aspetto soggettivo e con esso la funzionalizzazione dello strumento al perseguimento di finalità pubbliche.

²²⁸ Ciò pare desumibile anche dalle conclusioni dell'Avvocato generale Maduro in Corte di Giustizia europea, 28 settembre 2006, *Commissione c. Regno dei Paesi Bassi*, cause riunite C-282/04 e C-283/04, in Racc. I-09141, punto 23, oltre che nella causa Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, *Federconsumatori e altri c. Comune di Milano*, cause riunite 463/04 e C-464/04, in *Giur. comm.*, 2008, II, 924 e ss., punto 19. Con riguardo a quest'ultima (punto 19), l'Avvocato Maduro, in particolare, si esprime affermando che "[A] mio avviso, il fatto che i poteri di nomina del Comune di Milano si fondino su una disposizione di diritto privato non osta all'applicazione dell'art. 56 CE. In merito occorre osservare che, al fine di stabilire se la libera circolazione dei

forma dell'atto con cui questi sono concessi, ma anche dal soggetto da cui di fatto dipende la decisione di concederli.

Se questo è vero, la logica conseguenza sarebbe di ritenere - e qui veniamo ad un importante assunto - che tale decisione violi il diritto comunitario persino laddove essa fosse stata assunta con il concorso di soggetti diversi dallo Stato²²⁹.

Alla luce di quanto finora esposto, è bene allora analizzare le due posizioni in merito all'assoggettabilità a censura comunitaria delle regole di diritto societario comune che prevedono diritti speciali agli azionisti.

7. La tesi che nega la natura "restrittiva" delle regole di diritto societario comune.

Secondo una prima opinione, poiché il parametro del giudizio di compatibilità comunitaria è rappresentato dal diritto societario comune²³⁰, quest'ultimo non può essere certamente oggetto di

capitali sia limitata quando lo Stato fruisce di speciali poteri in una società, è indifferente come tali poteri siano concessi o quale forma giuridica essi assumano. Il fatto che uno Stato membro agisca nell'ambito del suo diritto nazionale delle società non significa che i suoi poteri speciali non possano costituire una restrizione ai sensi dell'art. 56 CE. In caso contrario, gli Stati membri potrebbero facilmente sottrarsi all'applicazione dell'art. 56 CE, sfruttando la loro posizione di azionisti per ottenere nell'ambito dei rispettivi regimi civilistici quanto avrebbero altrimenti potuto ottenere attraverso l'uso di poteri normativi".

²²⁹ Sul punto, si possono ipotizzare due casi: nel primo, il diritto speciale è attribuito al socio pubblico attraverso una deliberazione di modifica statutaria adottata unilateralmente da quest'ultimo nell'intervallo temporale tra la privatizzazione formale e quella sostanziale. Nel secondo caso, invece, la deliberazione è approvata con il voto degli azionisti privati e del socio pubblico in una fase in cui quest'ultimo non detiene i voti per una modifica unilaterale. Secondo i dettami della più volte richiamata sentenza *Commissione c. Paesi Bassi*, solo la clausola statutaria relativa al primo caso potrebbe essere ritenuta una "misura nazionale" e, conseguentemente, restrittiva della libertà di circolazione. Tale clausola, infatti, sarebbe modificabile dalla volontà meramente privatistica dell'organo assembleare. Di fatto, tuttavia, nessuna modifica senza il consenso dello Stato è ipotizzabile finché quest'ultimo detenga una quota di capitale sufficiente a porre il veto sulle deliberazioni dell'assemblea straordinaria.

²³⁰ In commento alla nota pronuncia resa dalla Corte di Giustizia europea nel caso *Volkswagen*, si veda, PIZZA, *Società per azioni di diritto singolare, diritto comune della società per azioni e libera circolazione dei capitali: il caso Volkswagen*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2008, 1184; nello stesso senso, SPATTINI, "Vere" e "false" "golden shares" nella giurisprudenza comunitaria: la "deriva sostanzialista" della Corte di giustizia, ovvero il "formalismo" del principio della "natura della cosa": il caso *Volkswagen*, e altro ..., in *Riv.*

censura da parte degli organi dell'Unione europea²³¹, e ciò indipendentemente dal fatto che le regole di diritto societario dello Stato membro in questione siano “potenzialmente idonee” a restringere il “movimento dei capitali”²³².

A tali conclusioni si perviene attraverso il seguente iter argomentativo. Il punto di partenza è rappresentato dalla individuazione della nozione di “restrizione”, concetto caratterizzato peraltro da una certa ambivalenza semantica²³³, che è indissolubilmente connesso a quello di “misura nazionale”, a tal punto che il secondo può essere considerato presupposto del primo. La nozione di “restrizione”, nell’accezione di significato attribuita

it. dir. pubbl. comunit. 2008, 01, 303, spec. 359; ID, *La “golden share” “all’italiana” finalmente “presa sul serio” dalla Corte di giustizia? La nuova (e forse perplessa) condanna della “Grundnorm” delle privatizzazioni “sostanziali”*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2009, 6, 1599.

²³¹ In tal senso si esprime molto chiaramente, PATTI, *I diritti speciali dello Stato tra libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario*, in *Europa e dir. priv.*, 2011, 527, con i riferimenti bibliografici ivi citati, in particolare a nota 22.

²³² Tale precisazione è compiuta da RINGE, *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1295905>, il quale tuttavia sembra poi giungere alle medesime conclusioni di quella dottrina maggioritaria la quale rigetta la tesi volta ad interpretare in chiave estensiva l’ambito di applicazione della libertà di circolazione dei capitali alle società con sede nell’Unione europea, nonostante tale approccio sia stato diverso da quello tenuto dalla Corte relativamente all’interpretazione della libertà di circolazione delle merci (i.e. giurisprudenza *Keck* e *Cassis de Dijon*). In particolare, si legga a pag. 31, ove si afferma che “*So far, the Court has never officially transferred the Keck approach to the free movement of capital.143 In the two golden shares cases concerning the United Kingdom and Spain, it refused to do this on the basis that the restrictions at stake in these two cases would not be ‘arrangements’ in the sense of the Keck case-law, but instead concerned the situation of investment itself. By means of this factual analysis, the Court left open the legal question of applying an analogous approach as in Keck.*”

²³³ Sul punto, PATTI, *I diritti speciali dello Stato tra libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario*, in *Europa e dir. priv.*, 2011, 525. Per una nozione di “restrizione” della libertà di circolazione dei capitali in materia di società, si veda, in particolare, la seguente giurisprudenza: Corte di Giustizia europea, 8 luglio 2010, causa C-171/08, *Commissione c. Portogallo*, in www.curia.europa.eu, p. 50; Corte di Giustizia europea, 28 settembre 2006, *Commissione c. Regno dei Paesi Bassi*, cause riunite C-282/04 e C-283/04, in *Racc. I-09141*, p. 20; Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, *Federconsumatori c. Comune di Milano + altri*, cause riunite C-463/04 e C-464/04, in www.curia.europa.eu, p. 21, Corte di Giustizia europea, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione c. Germania*, in www.curia.europa.eu, p. 19, ove per “restrizioni” sono state appunto intese “*le misure nazionali idonee a impedire o a limitare l’acquisizione di azioni nelle imprese interessate o che possono dissuadere gli altri Stati membri dall’investire nel capitale di queste ultime.*”

dalla Corte, coincide con la misura nazionale produttiva di effetti dissuasivi od ostativi della circolazione dei capitali.

Al riguardo, è bene anche sottolineare che nella giurisprudenza comunitaria, ogni qualvolta i Governi resistenti hanno tentato di dimostrare che l'atto su cui si fondano quegli istituti non è una "misura nazionale", bensì un atto di autonomia privata adottato in applicazione del diritto societario comune²³⁴, la Corte non si è limitata a negare la rilevanza della natura dell'atto, ma ha argomentato precisando che la "misura nazionale" sarebbe un concetto ampio tale da ricomprendere oltre alla legge anche altri atti (non necessariamente afferenti al diritto pubblico²³⁵), quali un atto amministrativo, una prassi burocratica generalizzata, o addirittura un orientamento giurisprudenziale²³⁶. Tale nozione di "misura",

²³⁴ In proposito, significative sono le difese della Repubblica tedesca nella causa Commissione c. Germania (Corte di Giustizia europea, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione c. Germania*, in www.curia.europa.eu), addotte a fondamento della tesi volta a negare la qualificazione di "misura nazionale" alle previsioni inserite nello statuto Volkswagen. In particolare, si legge infatti che "la legge VW si basa su un compromesso raggiunto nel 1959 dalle persone e dai gruppi che, nel corso degli anni '50, avevano avanzato diritti sulla società a responsabilità limitata Volkswagenwerk (...)" (p. 22). Tale compromesso, "si è poi concretizzato mediante la conclusione, il 12 novembre 1959, di un contratto («Staatsvertrag») tra lo Stato federale e il Land della Bassa Sassonia e, successivamente, mediante l'adozione, in base a tale contratto, della legge 9 maggio 1960, recante regolamentazione della situazione giuridica della società a responsabilità limitata Volkswagenwerk (Gesetz über die Regelung der Rechtsverhältnisse bei der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung, BGBl. 1960 I, pag. 301), seguita dall'adozione, in data 6 luglio 1960, dello statuto della Volkswagen e, infine, della legge VW, che ha ripreso le norme già contenute in tale statuto" (p. 23). Pertanto, a parere del Governo tedesco, la legge Volkswagen, essendo frutto di una libera determinazione degli azionisti nonché di tutti gli altri soggetti e di tutti gli altri gruppi che avevano avanzato diritti di natura privata su tale impresa, non poteva essere qualificata come "misura nazionale" ed in quanto tale non poteva avere un effetto restrittivo ai sensi del Trattato.

²³⁵ Tale opinione è stata manifestata in particolare da AJELLO, *Le golden shares nell'ordinamento comunitario: certezza del diritto, tutela dell'affidamento degli investitori e "pregiudiziale" nei confronti dei soggetti pubblici*, in *Dir. Un. Eur.*, 2007, 823. In senso parzialmente difforme, si segnala che per una definizione di "misura nazionale" bisogna ricorrere alla giurisprudenza comunitaria in materia di libera circolazione delle merci. Gli artt. 34 e 35 TFUE (ex art. 28 e 29 TCE) vietano le restrizioni quantitative all'importazione ed all'esportazione di merci e le misure ad effetto equivalente. In tale contesto, si ritiene che per "misura" debba intendersi "qualsiasi atto o comportamento che sia riferibile ai pubblici poteri e dunque non a semplici privati". Sul punto, cfr. DANIELE, *Circolazione delle merci*, (Dir. com.), Dizionario di diritto pubblico, a cura di S. Cassese, Milano, 2006, 869

²³⁶ TESAURO, *Diritto comunitario*, Cedam, 2010, 427.

seppur definita nell'ambito della libertà di circolazione delle merci, sarebbe inoltre applicabile anche alle altre libertà del Trattato²³⁷.

Talvolta, peraltro, la principale difesa dei governi resistenti in cause aventi ad oggetto la conservazione da parte dell'ente pubblico di poteri speciali sproporzionati nelle società partecipate, attiene alla riproduzione del contenuto delle norme speciali in atti frutto dell'autonomia negoziale e statutaria²³⁸, argomento che è sempre stato rigettato dalla giurisprudenza comunitaria sulla base dell'assunto per cui, a tal fine, è sufficiente che tale accordo sia attuativo di una legge, e quindi di un atto autoritativo pubblico²³⁹.

Ciò premesso, altro discorso è comprendere quando una disposizione (*rectius*: misura nazionale) possa essere derogata o meno da coloro che se ne avvalgono; in altri termini, occorre capire il grado di rilevanza della natura imperativa / dispositiva della norma ai fini

²³⁷ AJELLO, *Le golden shares nell'ordinamento comunitario: certezza del diritto, tutela dell'affidamento degli investitori e "pregiudiziale" nei confronti dei soggetti pubblici*, in *Dir. Un. Eur.*, 2007, 819.

²³⁸ Si veda, al riguardo, Corte di Giustizia europea, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione c. Germania*, in www.curia.europa.eu.it, p. 26-28, ove secondo il Governo tedesco la legge di privatizzazione sfuggiva a tale qualifica in quanto recettiva di un contratto di diritto privato.

²³⁹ Si veda ancora Corte di Giustizia europea, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione c. Germania*, in www.curia.europa.eu.it, p. 26-28, le disposizioni della legge di cui trattasi non potevano essere modificate dalla mera volontà delle parti dell'accordo iniziale, ma che qualsiasi modifica richiedeva comunque una modifica normativa. Con riguardo poi alle previsioni sul limite di voto e sulla percentuale dell'80% per le modifiche statutarie, la Corte prende atto del fatto che il diritto societario tedesco consente di derogare statutariamente al principio di proporzionalità tra potere e partecipazione (anche se solo per le società quotate) ed alla percentuale ordinariamente prevista per le modifiche statutarie. Tuttavia, dopo aver rilevato la sussistenza di un evidente differenza tra una facoltà concessa a taluni azionisti ed uno specifico obbligo imposto a questi per via legislativa - obbligo, quest'ultimo, previsto dalla legge Volkswagen - la Corte qualifica quest'ultima forma di intervento normativo come una "misura nazionale", escludendo tale qualifica nella prima ipotesi (p. 38 -45). Si veda poi anche il punto 45 della sentenza cit. ove si legge che "[È] vero - come osserva la Repubblica federale di Germania - che la percentuale del 75% del capitale sociale prevista dalla legge sulle società per azioni può essere aumentata e fissata ad una percentuale superiore dallo statuto societario. Tuttavia, come giustamente rilevato dalla Commissione, si tratta in tal caso di una facoltà che gli azionisti sono liberi di decidere se esercitare o meno. Per contro, la fissazione della soglia di maggioranza superiore all'80% del capitale in questione, prevista dall'art. 4, n. 3, della legge VW, risulta non dalla volontà degli azionisti bensì, come stabilito al punto 29 di questa sentenza, da una misura nazionale".

del giudizio di restrittività.

Secondo la tesi di cui si tratta, infine, sembrerebbe che la giurisprudenza comunitaria esprima l'irrilevanza di tale legame, sebbene tale asserzione, come vedremo, non pare completamente pacifica. Tale tesi (i.e. quella dell'irrilevanza del nesso tra natura della norma e restrittività della stessa) si potrebbe fondare sulla lettura della sentenza *Federconsumatori*²⁴⁰ della Corte di Giustizia, ove la qualifica di "misura nazionale" è stata invero assegnata ad una disposizione (i.e.: l'art. 2449 c.c., vecchio testo) prescrivente la *facoltà* e non l'*obbligo* di inserire in statuto della società una clausola conferente all'ente pubblico un "potere speciale". In questo caso la Corte sancisce il principio secondo cui *anche* quando una disposizione di legge costituisce una *mera facoltà* possa qualificarsi come "misura nazionale"²⁴¹.

8. La tesi secondo cui *anche* le regole di diritto societario comune possono essere considerate restrittive della libertà di circolazione dei capitali.

Secondo una diversa opinione²⁴², anche le regole di diritto

²⁴⁰ Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, *Federconsumatori c. Comune di Milano + altri*, cause riunite C-463/04 e C-464/04, in www.curia.europa.eu.

²⁴¹ Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, *Federconsumatori c. Comune di Milano + altri*, cause riunite C-463/04 e C-464/04, in www.curia.europa.eu, p. 31-38. In tale caso, l'inserimento della clausola è avvenuto attraverso una legge singolare (art. 2449) e una deliberazione della società assunta quando lo Stato deteneva una partecipazione del 51% del capitale della società partecipata; inoltre tale clausola sarebbe stata immodificabile finché lo Stato avesse detenuto una quota del 33,4%. La sensazione è che tuttavia la Corte sembra essere andata oltre alla qualificazione formale dello strumento giuridico impiegato mettendo in luce l'aspetto "sostanzialistico". Al riguardo, si veda il punto 38 della sentenza cit., ove si legge che "*benché, dunque, da un punto di vista formale, sia la decisione dell'assemblea degli azionisti dell'AEM ad aver istituito il diritto di nomina di cui trattasi, tale decisione, in circostanze quali quelle delle cause di cui è investito il giudice a quo, dev'essere considerata come un semplice strumento che il Comune di Milano ha potuto utilizzare solo in virtù dell'esistenza della normativa in questione nelle cause principali*". In dottrina, CARBONE, *Golden share e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale*, in *Dir. comm. internaz.*, 2009, 511.

²⁴² Sul punto, in particolare, si vedano GRUNDMANN - MÖSLEIN, *Golden Shares – State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, in *Eurelia* 2001 – 2002/4, 653 e sebbene pervenga a conclusioni parzialmente

societario comune potrebbero astrattamente essere considerate restrittive delle libertà comunitarie²⁴³; nel solo caso in cui l'effetto dissuasivo si sia prodotto a fronte dell'introduzione unilaterale di una clausola nello statuto societario senza che l'altra parte abbia avuto, in qualche modo, la possibilità di opporvisi²⁴⁴.

La tesi in questione adotta un approccio maggiormente sostanziale e non formalistico, in quanto basato sul concreto effetto dissuasivo degli investimenti operato dalla misura.

Poca attenzione è invece prestata, a differenza della tesi maggioritaria, al profilo squisitamente giuridico-formale dei presupposti di applicazione. Tuttavia, un possibile appiglio giurisprudenziale sembra poter essere rintracciabile ancora una volta nella sentenza *Volkswagen*, ove la nozione di "misura nazionale" viene ritenuta sussistente se la norma è connotata dai caratteri dell'imperatività e quindi dell'impossibilità di deroga. Se ciò è vero, se ne potrebbe dedurre come essa possa essere ritenuta soddisfatta in tutti i sistemi giuridici in cui, come quello tedesco, il diritto societario è sostanzialmente dominato da norme imperative non derogabili dall'autonomia statutaria²⁴⁵. Di conseguenza, e sfruttando un

discordanti rispetto ai primi, RINGE, *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1295905>; RINGE, *Is Volkswagen the new Centros? Free movement of capital's Impact on Company Law*, in Prentice and Reisberg, *Corporate Finance Law in the UK and EU*, Oxford, 2011, 461 e ss.

²⁴³ Ad ogni modo, la tesi in parola si fonda sui seguenti elementi: (i) innanzitutto la circostanza per la quale la libertà del Trattato costituisce una fonte di obbligazione per tutti i "soggetti di diritto privato" ed (ii) in secondo luogo, per l'aspetto teleologico delle regole societarie restrittive della libertà di circolazione, basandosi su un approccio fondato sul concreto effetto dissuasivo della misura, a prescindere dal titolare del "potere speciale" e dalla sua fonte. Al riguardo, GRUNDMANN - MÖSLEIN, *Golden Shares - State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, in *Euredia* 2001 - 2002/4, 655.

²⁴⁴ Ci si riferisce al fatto che nel diritto comunitario non può essere considerata restrittiva una misura laddove essa sia stato frutto di un accordo tra le parti. In giurisprudenza si vedano, Corte di Giustizia europea, 7 marzo 1990, causa C-362/88, *GB-Inmo-BM*, in Raccolta I-667, 689; Corte di Giustizia europea, 18 maggio 1993, Causa C-126/91, *Yves Rocher*, in Raccolta I-2361. In dottrina, ancora, GRUNDMANN - MÖSLEIN, *Golden Shares - State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, in *Euredia* 2001 - 2002/4, 655.

²⁴⁵ Altro discorso è, perché, in un sistema caratterizzato da una disciplina di diritto

argomento formalistico, anche le regole di diritto societario comune potrebbero, per assurdo, essere soggette alla censura comunitaria in quanto restrittive della libertà di circolazione dei capitali²⁴⁶. Ma tale argomento non credo sia ragionevolmente sostenibile, anche in ragione della peculiarità di ciascun ordinamento in materia societaria.

Si pensi, infatti, al dibattito della dottrina italiana in merito al maggior spazio riservato all'autonomia statutaria con la riforma del diritto societario del 2004. Taluni hanno addirittura messo in evidenza il rischio che attraverso un'esasperazione delle tesi contrattualiste, si potesse arrivare a sostenere che *"tutte le norme del diritto societario possono essere derogabili"*²⁴⁷. E' evidente che da tali

societario comune, lo Stato intervenga autoritativamente sull'assetto organizzativo di una singola società attraverso norme singolari. La risposta potrebbe essere ricercata nel mezzo utilizzato per modificare l'assetto organizzativo di una singola società. In altri termini, è stato osservato che il carattere speciale della disposizione normativa (il fatto cioè che non sia prevista per altre società operanti nel medesimo settore economico) produttiva dell'effetto impeditivo dei movimenti dei capitali indurrebbe a presumere la volontà dello Stato di perseguire uno scopo non puramente economico. Al riguardo, si veda, in particolare, RINGE, *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1295905>; RINGE, *Is Volkswagen the new Centros? Free movement of capital's Impact on Company Law*, in Prentice and Reisberg, *Corporate Finance Law in the UK and EU*, Oxford, 2011, 461 e ss; nella letteratura italiana, particolarmente significativo il contributo di MUCCIARELLI, *La sentenza Volkswagen e il pericolo di una convergenza forzata tra gli ordinamenti societari*, in *Giur. Comm.*, 2009, II, 279-281.

²⁴⁶ GRUNDMANN - MÖSLEIN, *Golden Shares – State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, in *Euredia* 2001 – 2002/4, 625 (spec.), ove si afferma che *"...the relevance for general company law stems from the fact that all situations in which the transfer of shares and control is restricted have to be reconsidered. Furthermore, any arrangement that reduces decision making power of shareholder might be relevant, because it potentially makes the investment in such a share less attractive"*.

²⁴⁷ MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 3-4, 562. Se il modello contrattualista viene importato e mediato soprattutto attraverso il filtro dell'esigenza delle medio e piccole imprese e dei mercati globali, vero è che il modello stesso è stato recepito con una forte riserva e con una forte limitazione; ed infatti proprio il bilanciamento tra le opposte esigenze della c.d. certezza del controllo, della possibilità dell'imprenditore di organizzarsi nella forma più funzionale agli obiettivi di politica imprenditoriale prescelti, da un lato, e della tutela degli investitori dall'altro, costituiscono allora uno dei problemi di fondo del diritto societario. Tale bilanciamento tra libertà imprenditoriale e garanzie per l'investitore, corrisponde appunto, sotto il profilo giuridico formale al *trade off* tra autonomia statutaria e imperatività e, se si preferisce, tra inderogabilità e derogabilità della disciplina statutaria.

considerazioni si giunga a ridimensionare la portata dalle norme inderogabili nei diritti societari nazionali ed a riproporre prepotentemente il tema dell'autonomia negoziale e statutaria nel diritto societario²⁴⁸.

Ritornando al tema della restrittività delle norme di diritto societario comune, è quindi innegabile che la maggiore ampiezza attribuita all'autonomia statutaria nelle società capitalistiche consenta una lettura più ampia di quella "meramente" formalistica offerta dalla giurisprudenza sulle *golden shares*²⁴⁹.

Da un punto di vista teorico, si discute infatti ancora se il legislatore debba necessariamente occuparsi, come di altri fenomeni sociali, anche del fenomeno societario: si sostiene infatti che l'assetto di interessi definito dal legislatore domestico normalmente potrebbe essere conseguito direttamente dalle parti interessate mediante la contrattazione e che questo assetto "autoprodotta" sarebbe verosimilmente più efficiente dei generalizzati paradigmi di azione imposti dal legislatore²⁵⁰.

Ne deriva allora che il parametro per il giudizio di compatibilità con il diritto comunitario, ovvero le norme del diritto societario comune, in considerazione della maggiore apertura alla

²⁴⁸ In tal senso, un autorevole Autore (MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 3-4, 562) si pone l'importante interrogativo volto a capire se la disciplina societaria necessiti di norme imperative, sottolineando come la graduale affermazione della concezione contrattualistica - figlia del sistema americano - porti a valorizzare l'autonomia statutaria, facendo assurgere lo statuto a "formalizzazione del punto di equilibrio di una relazione di mercato".

²⁴⁹ In particolare, ci si potrebbe chiedere quali profili organizzativi delle società debbano essere regolati attraverso regole imperative e quali invece possano essere lasciate alla contrattazione dei privati. Ovviamente questo è un problema che trascende gli obiettivi della presente trattazione, ma è comunque importante tenere in considerazione alla luce delle opinioni di cui abbiamo dato conto.

²⁵⁰ Tale situazione avverrebbe, ad esempio, nella relazione con i creditori, i quali di volta in volta potrebbero negoziare ex ante con il debitore se e fino a che punto consentire, anche con riguardo al singolo debito o ad una categoria di debiti, limitazioni della responsabilità; ma ancor più varrebbe nei rapporti tra soci, i quali dovrebbero essere in condizione di valutare da soli meglio di quanto non possa fare in generale il legislatore la convenienza o meno di un certo assetto dei rapporti all'interno dell'organizzazione. Cfr., ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti e F. Vella, 2010, 27.

contrattazione nella definizione degli assetti organizzativi interni delle società capitalistiche, “svaluti” la portata del parametro di giudizio²⁵¹, ponendo l’accento, come detto, sull’effetto dissuasivo degli investimenti prodotto dalla singola regola.

9. Prime conclusioni sulla “restrittività” dei poteri speciali “in mano privata”.

Come abbiamo già detto, la legislazione comunitaria e la giurisprudenza della Corte di Giustizia non approfondiscono adeguatamente il perimetro e la portata della nozione di “restrizione” agli investimenti (diretti o di portafoglio), ma si limitano a fornire un elenco di disposizioni che si assumono come restrittive.

Trattare di dissuasione agli investimenti in *equity*, presuppone, al di là dei dogmi comunitari, una chiara identificazione dell’*oggetto* e della *finalità* della misura restrittiva. E’ opinione pacifica che pressoché la totalità degli ordinamenti societari occidentali accolgano il principio della libertà di circolazione delle azioni e che le eventuali limitazioni siano ammesse a fronte di particolari esigenze o per effetto dell’accordo delle parti. L’azione dell’Unione europea, come recita testualmente l’art. 3 TFUE (già art. 2 TUE), è tesa all’instaurazione di un mercato interno, attraverso uno “*sviluppo sostenibile ...*”, “*... basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un’economia sociale di mercato fortemente competitiva*”²⁵².

²⁵¹ Le spie di tale concezione teorica sono ovviamente ben radicate in ordinamenti come quello statunitense, ma, come abbiamo visto, esso sembra che si stia progressivamente e gradualmente affermando anche in Europa e nel nostro paese. E ciò, nonostante la disciplina societaria comunitaria, dei principali sistemi continentali e italiana, sia stata finora ispirata ad una filosofia opposta, per quanto siano visibili chiari segni di allentamento del regime imperativo a favore del maggior potere di contrattazione rimesso alle parti.

²⁵² Il “mercato” è dunque sottoposto alle norme dettate dal c.d. diritto comunitario della concorrenza, il quale si pone senz’altro come espressione dei valori fondamentali dell’ordine pubblico economico del sistema comunitario, che,

La mancanza nella nozione di “restrizione” di ogni limite alla sua applicazione, tanto da suggerirne un’interpretazione “illimitata” ed al confine con il mero dogmatismo, pare confermata peraltro dall’assenza, nella giurisprudenza comunitaria, della chiara definizione dei criteri al ricorso dei quali si possa affermare un investimento limitato da una misura nazionale.

Ci si chiede allora se debba ritenersi necessariamente restrittiva un’ipotetica misura nazionale anche laddove impedisse (o ponesse limitazioni) all’acquisto di partecipazioni in società di capitali solo *al di sopra di una certa soglia*, rendendo perfettamente “scalabile” la società per la rimanente parte di capitale. E’ il caso delle offerte pubbliche d’acquisto (OPA), disciplina peraltro tesa alla protezione dei *minority shareholders* da acquisizioni non gradite e contro la perdita di contendibilità del controllo²⁵³.

Nello stesso senso, si potrebbe altresì arguire circa la restrittività di quelle norme di diritto societario volte al ridimensionamento dei poteri di *voice* di alcuni azionisti, o, in una diversa prospettiva, a quelle tese al riconoscimento di diritti speciali a determinate “*categorie di azionisti*” (piuttosto che a “*categorie di azioni*”), come nell’ipotesi prevista nell’art. 127-*quater* TUF sulla maggiorazione dei

appunto, si orienta verso un’economia di mercato. Ma poiché la maggior parte delle pratiche restrittive della concorrenza si traducono ordinariamente in una compartimentazione spaziale del mercato, anch’esse ne compromettono ordinariamente l’unità. In proposito si segnala come, in Italia, la tutela della concorrenza e del mercato sia affidata, al pari che in altri paesi, a due categorie di norme. Da un lato, l’ordinamento comunitario stabilisce un complesso di norme, direttamente applicabili sul territorio degli Stati membri, che garantiscono la tutela di cui si tratta, in modo integrato, per l’intero mercato comune europeo. D’altro lato, gli ordinamenti nazionali stabiliscono anch’essi propri sistemi di norme che garantiscono la tutela della concorrenza e del mercato nell’ambito del territorio nazionale. Tale dicotomia è presente nel nostro paese a seguito dell’introduzione della legge 10 ottobre 1990, n. 287 (Norme per la tutela della concorrenza e del mercato). Sul punto, cfr., NAPOLETANO, voce *Concorrenza e Antitrust*, in *Il Diritto, Enc. Giur.*, (a cura di) S. Patti, Milano, 2007, 511 e ss.

²⁵³ Si veda, a tal proposito, in tema di opa totalitaria, MUCCIARELLI, *sub. 106*, in *Commentario T.U.F.*, Tomo II, artt. 101 *bis* - 216, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1063 e ss.

dividendi ai soci “fedeli” delle società con azioni quotate²⁵⁴.

Quanto precede dimostra che la restrittività della misura nazionale, al di là delle regole che ne governano l’ambito di applicazione, possa avvertirsi in maniera più o meno intensa a seconda della situazione considerata²⁵⁵.

10. Conclusioni: sull’intangibilità delle regole di diritto societario comune nella prospettiva comunitaria.

All’esito della nostra analisi, si ritiene di poter tracciare una linea con alcune considerazioni conclusive. Innanzitutto, si è dimostrato come la sproporzione (attuale o potenziale) tra potere e controllo nelle società di capitali possa costituire un ostacolo ai movimenti di capitali. E ciò indipendentemente dalla fonte, negoziale o legislativa, che introducono tale sproporzione. Quanto ai poteri speciali dello Stato nelle società di capitali si è detto, senza bisogno di indulgere ulteriormente sul punto, come essi, alterando il modello capitalistico delle società di diritto comune e garantendo all’ente pubblico un controllo “sproporzionato” nelle società post-privatizzazione, costituiscano un effettivo disincentivo all’investimento di soggetti “terzi”²⁵⁶.

Va osservato che nulla vieta ai legislatori nazionali di prevedere

²⁵⁴ *Ex multis*, RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo*, in corso di pubblicazione negli *Studi in onore di G.E. Colombo*; DE LUCA, *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento. quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, paper presentato in occasione del convegno su “Le clausole generali nel Diritto Commerciale e Industriale”, Roma, 11-12 febbraio 2011, su [http://www.orizzontideldirittocommerciale.net/pub.asp?id=102.](http://www.orizzontideldirittocommerciale.net/pub.asp?id=102;); CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 921 e ss.

²⁵⁵ Per quanto riguarda poi le *golden shares*, si è anche detto che il loro effetto dissuasivo sugli investimenti è comunque limitato a quel singolo “investimento”, ma che ciò non preclude affatto la possibilità di effettuare altri investimenti, qualora si tratti di investimenti sul mercato dei capitali. In tal senso, cfr. GRÜNDMANN and MÖSLEIN, *Golden Shares – State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, in *Euredia* 2001 – 2002/4, 653.

²⁵⁶ In particolare, Comunicazione della Commissione europea sugli investimenti intracomunitari, in GUCE n. C 220/1997. Sul punto, in dottrina, CIRENEL, *Riforma delle società, legislazione speciale e ordinamento comunitario: brevi riflessioni sulla disciplina italiana delle società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Liber Amicorum, Guy Horsmons*, 2004, 181, disponibile anche in *Dir. Comm. Intern.*, 2005, 41-57.

leggi *ad hoc*, con regole diverse tra loro, per ogni singola società, facendo coincidere così la regola legale e quella statutaria, così come avveniva in passato nel vigore del sistema “concessorio” della personalità giuridica²⁵⁷.

Inoltre, per tentare di dare risposta al quesito principale oggetto del presente lavoro, abbiamo anche visto come la questione della derogabilità/inderogabilità delle norme che assegnano (o consentono l’assegnazione di) diritti privilegiati ad un socio o ad una categoria di soci ai fini della qualifica di “misura nazionale” non rivestono un ruolo determinante.

La distinzione tra imperatività e derogabilità della misura era frutto della considerazione per cui alcuni meccanismi che costituiscono il contenuto delle clausole da tali disposizioni imposte, infatti, pur discostandosi dalla “figurazione c.d. di default” dell’organizzazione societaria prevista dalla legge generale, sarebbero comunque replicabili nell’esercizio dell’autonomia negoziale, nel senso che i soci di qualunque società per azioni potrebbero – adoperando i poteri amministrativi ad essi attribuiti dalle disposizioni che concorrono a formare il diritto societario comune – determinare l’inserimento in statuto sociale di clausole

²⁵⁷ Ci si riferisce, in particolare, alla precedente previsione contenuta nell’art. 12 c.c. (ora è applicabile il D.P.R. 366/00) secondo cui “*le associazioni, le fondazioni e le altre istituzioni di carattere privato acquistano la personalità giuridica mediante il riconoscimento concesso con decreto del Presidente della Repubblica. Per determinate categorie di enti che esercitano la loro attività nell’ambito della provincia, il Governo può delegare ai prefetti la facoltà di riconoscerli con loro decreto*”. La competenza all’esercizio di questa funzione era stata poi delegata dall’art. 14 del D.P.R. 24 luglio 1977, n. 616, alle Regioni per le persone giuridiche che operano esclusivamente nelle materie indicate dall’art. 117 Cost. e le cui finalità si esauriscono nell’ambito di una sola Regione; il relativo decreto di riconoscimento era dunque emesso dal Presidente della Giunta Regionale. In tale contesto si è parlato di “*sistema concessorio*”; strumento attraverso il quale il riconoscimento della personalità giuridica avviene per atto amministrativo con piena discrezionalità da parte dell’autorità governativa (o regionale), la quale valuta l’opportunità dell’iniziativa ed il merito dell’operazione del privato. In dottrina, si vedano, *ex multis*, i contributi di FERRARA SR., *Le persone giuridiche*, in *Trattato Vassalli*, Torino, 1956, 259; DE GIORGI, *Le persone giuridiche*, in *Trattato Rescigno*, 2, Torino, 1999, 319; POTTSCHING, in *Rassegna di dottrina italiana e straniera - 3. Persone giuridiche*, in *Riv. soc.*, 1963, 339.

aventi il medesimo contenuto precettivo delle disposizioni legislative singolari in questione.

Secondo l'opinione di Oppo²⁵⁸ può definirsi "derogatoria" soltanto la disposizione singolare che determina una conformazione della società non attingibile nell'esercizio della sola autonomia negoziale, ovvero sia che pone una deroga ad un precetto normativo di diritto comune non erogabile dall'autonomia negoziale²⁵⁹. Nello stesso senso anche altri autorevoli studiosi, quali, ad esempio, Ibba²⁶⁰. Da siffatte definizioni si potrebbe sostenere come la nozione di *deroga* presupponga la previsione di una congerie di norme a carattere *imperativo* o che comunque assegnano a categorie di soci prerogative di cui altrimenti non potrebbero beneficiare.

Si è trattato, sulla scorta della dogmatica dei *Sonderrechte*²⁶¹, della modifica *durante societate* delle prerogative speciali di nomina diretta degli organi sociali, e cioè dell'eventuale "intangibilità" dei diritti privilegiati di un socio o di una categoria di soci²⁶².

²⁵⁸ OPPO, *Pubblico e privato nelle società partecipate*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, II, 160.

²⁵⁹ L'Autore (i.e. OPPO, *Pubblico e privato nelle società partecipate*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, II, 160) ha dimostrato che, da un lato, numerose disposizioni *ad personam* le quali potevano essere considerate "derogatorie" rispetto al diritto societario comune vigente anteriormente al 2004, hanno perso tale loro caratteristica in seguito all'introduzione del "nuovo" diritto societario, posto che il loro contenuto è oggi replicabile anche nell'esercizio dell'autonomia negoziale; e dall'altro lato il medesimo Autore ha sottoposto a critica quegli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali che individuavano proprio nell'esistenza di deviazioni rispetto al diritto comune un chiaro sintomo della natura pubblica delle società di diritto singolare. Sul punto, PIZZA, *Le società per azioni di diritto singolare tra partecipazioni pubbliche e nuovi modelli organizzativi*, Milano, 2007, 337.

²⁶⁰ Si veda, IBBA, *Le società "legali" per la valorizzazione gestione e alienazione dei beni pubblici e per il finanziamento di infrastrutture: Patrimonio dello Stato e Infrastrutture s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 447 ss.

²⁶¹ Tale teoria si fa risalire a LABAND, *Der Begriff der Sonderrechte nach deutschem Reichsrecht*, in *Hirts Annalen des deutschen Reichs*, 1874, 1499 ss. ed è stata seguita, *ex multis*, da SCHULTZE, *Organschaftsrechte als Sonderrechte*, in *Jherings Jahrbücher*, 75, 1925, 455 e ss.; BONDI, *Die Rechte der Aktionäre*, Berlino, 1930, 119 e ss.; MÜLLER - ERZBACH, *Das private Recht der Mitgliedschaft als Prüfstein eines kausalen Rechtsdenkens*, Weimar, 1948, 288.

²⁶² Per un tentativo di classificazione dell'inderogabilità dei diritti spettanti ai soci si veda RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 20-21, ove si afferma che "ferma la premessa dell'inderogabilità dei Vorrechte, si è ravvisata nella derivazione da norme d'ordine pubblico la ragione dell'inderogabilità dei diritti spettanti a tutti i soci in quanto tali. [...] Talvolta poi si è istituita una distinzione tra «diritti sociali

In altri termini, una possibile via per giustificare la misura nazionale sarebbe quella di considerarla derogabile; in questo modo, si diceva, la sua applicazione sarebbe stata semplicemente frutto di una libera determinazione dei soggetti interessati dalla stessa.

Ebbene, tale dibattito è stato suscitato invero dalla sentenza *Volkswagen* della Corte di Giustizia, ove si è messa in evidenza la peculiare differenza tra una facoltà concessa a taluni azionisti, i quali sono liberi di decidere se intendono o meno fare uso di alcuni meccanismi (i.e. ad esempio, limitazioni al diritto di voto), ed uno specifico obbligo imposto agli azionisti per via legislativa, senza fornire loro alcuna possibilità di deroga²⁶³.

Da tale asserzione, si potrebbe invero dedurre che una clausola statutaria (i) con un contenuto precettivo *diverso* da quello di *default*, ma comunque rientrante tra quelli che secondo il diritto societario comune sono accessibili all'autonomia negoziale e (ii) che non sia stata inserita nello statuto sociale nell'esercizio concreto di una facoltà, avrebbe potuto, al ricorso di alcune condizioni, essere in contrasto con la libertà di circolazione dei capitali²⁶⁴.

Da siffatte considerazioni si potrebbe altresì dedurre allora che

d'amministrazione» e «diritti individuali patrimoniali» riconoscendo soltanto ai secondi carattere inderogabile ovvero, con ispirazione analoga, si sono distinti i diritti del socio in «diritti di utilità propria» e «di utilità comune» per riconoscere ai primi e negare ai secondi l'inderogabilità; talaltra, accanto ai Sonderrechte in senso stretto (dei singoli o di minoranza) e a quelli che, per non essere tali, sottostanno alle decisioni maggioritarie, si sono individuati dei Sonderrechte "condizionati e limitati", protetti solo contro modifiche arbitrarie e ingiustificate; talaltra ancora si è riconosciuta l'inderogabilità di quei diritti che realizzano la causa tipica dell'adesione del socio alla società (concepita come coincidente con lo scopo sociale) nella misura in cui la realizzano e si è pertanto prospettata una nozione relativa all'inderogabilità. Infine, si è sostenuto, nel commento alla legge svizzera che sono acquisiti (wohlerworbene) e quindi inderogabili solo i diritti cui sia espressamente attribuito dalla legge o dallo statuto il carattere della acquisizione (wohlerworbenheit) vale a dire dell'inderogabilità, salva l'ipotesi dell'esercizio in contrasto con lo scopo sociale".

²⁶³ Corte di Giustizia europea, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione c. Germania*, in www.curia.europa.eu.it, p. 40.

²⁶⁴ In maniera simmetrica, allora, una clausola statutaria che abbia un contenuto precettivo diverso da (e in quanto tale derogatorio rispetto a) quello di *default*, ma comunque rientrante tra quelli che secondo il diritto societario comune sono accessibili all'autonomia negoziale e sia stata inserita nello statuto sociale nell'esercizio concreto dell'autonomia negoziale dei soci, sarebbe invece compatibile con l'art. 63 TFUE.

nessuna delle disposizioni di diritto societario comune – in sé e per sé considerate – neppure quelle che prevedono la facoltà, il cui esercizio è rimesso all'autonomia negoziale dei soci, di inserire nello statuto delle clausole che alterino il c.d. assetto di default modificando i quorum costitutivi e deliberativi oppure limitando i diritti di voto esercitabili in assemblea, oppure ancora creando strumenti in grado di spezzare il rapporto di corrispondenza tra entità del capitale posseduto e poteri amministrativi – può essere qualificata come restrizione della libertà di circolazione dei capitali.

E ciò ci conduce a sostenere che il diritto societario comune sia un sistema a regolazione *neutrale*, così definibile in quanto applicabile in un determinato ordinamento nazionale a tutti i soci di tutte le società per azioni, a prescindere dalla loro natura e nazionalità²⁶⁵. In virtù di tale natura, le regole di diritto societario comune dovrebbero essere tutelate da qualunque tipo di restrizione derivante da altre “misure nazionali” non dotate delle medesime caratteristiche.

Ed infatti, non è un caso che il parametro per il giudizio di compatibilità delle misure restrittive sia rappresentato appunto dalle regole di diritto societario interno²⁶⁶, che, essendo rimesse alla insindacabile sovranità dello Stato membro, non potrebbero essere considerate di per sé restrittive se non al ricorrere delle condizioni della sentenza *Gebhard* della Corte di Giustizia²⁶⁷.

Occorre allora intendersi però sul significato di “potere speciale”, posto che, come abbiamo visto, la specialità è stata riferita, da un lato, al soggetto titolare e dall'altro lato, alla sua fonte. Da questo punto di vista, ai fini del diritto comunitario, nessuna distinzione vi può

²⁶⁵ In tali termini, si veda, PIZZA, *Società per azioni di diritto singolare, diritto comune delle società per azioni e libera circolazione dei capitali: il caso Volkswagen*, in *Riv. ital. Dir. Pubbl. Comunitario*, 2008, 1184.

²⁶⁶ Seppur nell'ambito della diversa indagine circa la natura, pubblica o privata, dell'ente con statuto singolare o speciale si vedano, IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, *Riv. delle società*, 2005, 1 e ss.; OPPO, *Pubblico e privato nelle società partecipate*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, II, 152.

²⁶⁷ Cfr. Corte di Giustizia europea, causa C-55/94, *Gebhard c. Ordine degli Avvocati di Milano*, 1995, Racc. I-4165, 37.

essere tra un potere speciale “in mano pubblica” da quello “in mano privata”, e ciò anche in considerazione dell’art. 345 TFUE.

Si pensi all’art. 2449 c.c. ed all’art. 127-*quater* TUF di cui abbiamo trattato; in entrambi i casi la prerogativa assegnata rispettivamente, al socio pubblico ed al socio “fedele” non può essere certamente oggetto di contrattazione da parte degli altri soci.

Pertanto, l’eventuale “restrittività” della misura rispetto alla libera circolazione dei capitali, dipenderebbe allora soltanto dalla fonte pubblicistico - autoritativa della stessa, senza che il carattere imperativo o dispositivo possa in qualche modo influire su tale giudizio. Di conseguenza, ragionando in tal senso, si giungerebbe alla non auspicabile conclusione per la quale anche le norme di diritto societario interno che prevedessero una sproporzione tra rischio e potere - in quanto tale (potenzialmente) restrittiva degli investimenti - rischierebbero una censura comunitaria, a prescindere dalla natura privata o pubblico del titolare delle partecipazioni²⁶⁸.

²⁶⁸ Da segnalare che nel caso *Federconsumatori*, la Corte ha dichiarato l’inopportunità di esaminare l’ipotesi in cui l’art. 2449 c.c. avesse offerto la medesima facoltà di nomina a favore di qualunque azionista, in quanto il giudice a quo aveva fondato le proprie argomentazioni sul presupposto secondo cui la disposizione del codice civile costituiva una deroga al diritto societario comune. Di conseguenza, non è stata affrontata la questione se un potere speciale riconosciuto dallo Stato attraverso i meccanismi del diritto societario comune integrasse (o meno) una “misura nazionale”. Sul punto, Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, *Federconsumatori e altri c. Comune di Milano*, cause riunite 463/04 e C-464/04, in *Giur. comm.*, 2008, II, 924 e ss. con nota di commento di CORRADI, *La proporzionalità tra partecipazione e “potere di controllo” nell’art. 2449 c.c.*

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI, *Sub. art. 2348 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, (diretto da) G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, vol. I, Bologna, 2004, 261 e ss.

ADAMS, FERREIRA, *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, in *Review of Finance*, 2008, 51-91.

ANDENAS AND WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, Cambridge University Press, 2010, 7 e ss.

ANGELICI, *Della società per azioni, Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1994.

ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. II, Torino, 1994, 101 e ss.

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, II ed., Padova, 2006.

ANGELILLIS – MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della commissione europea*, in *Riv. Soc.*, 2007, 1106.

AJELLO, *La golden shares nell'ordinamento comunitario: certezza del diritto, tutela dell'affidamento degli investitori e "pregiudiziale" nei confronti dei soggetti pubblici*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2007, 811.

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di U.

Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti e F. Vella, 2010.

ASSONIME, *Esiste un principio di parità di trattamento degli azionisti nel diritto comunitario?*, 10/2009.

BALLARINO, BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario. A proposito delle recenti sentenze della Corte comunitaria*, in *Riv. soc.*, 2004, 1 e ss.

BASSI, *Servizi pubblici locali e società di gestione. Aspetti ordinamentali e opzioni strategiche nell'ottica della liberalizzazione*, Sant'Arcangelo di Romagna, 2010.

BECHT, MAYER, WAGNER, *Where do firms incorporate? Deregulation and the cost of entry*, 2008, 14 *Journal of Corporate Finance* 241 e ss.

BELVISO, *L'istitutore*, I, Napoli, 1966.

BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999, 243 e ss.

BENNEDSEN, NIELSEN, *The principle of proportional ownership, investor protection and firm value in Western Europe*, in *ECGI Finance Working Paper No. 134/2006*.

BERGAMINI, *La nozione di servizio di interesse generale nel diritto dell'Unione europea: evoluzione e rapporto con le nozioni nazionali*, in *Dir. e politiche Unione europea*, 2007, 3 ss.

BERLE, *Power without property*, New York, 1959.

BIONE, *Azioni, gruppi*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo Portale, Torino, 1994, vol. 2, t.1.

BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 663 ss.

BIONE, *Voto capitario nella s.p.a.?*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 625 e ss.

BLACK, *Is Corporate Law Trivial?: A Political And Economic Analysis*, 84 *Northwestern University Law Review*, (1990), 542.

BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 467 ss., ivi, 486.

BONDI, *Die Rechteder Aktionäre*, Berlino, 1930, 119 e ss.

BONELLI, *La "golden share" all'italiana: regole comunitarie e regole interne in materia di poteri speciali*, in *Istituzioni, Mercato e Democrazia, Liber Amicorum per gli ottanta anni di Alberto Predieri*, a cura di Amorosino - Morbidelli - Morisi, Torino, Giappichelli, 2002, 55 e ss.

BÜRGI - NORDMANN ZIMMERMANN, *Zürcher Kommentar*, Bd. 4, *Obligationenrecht*, 5. Teil: *Die Aktiengesellschaft und die Kommanditgesellschaft*, b/3, Artt. 739-771, 50 e ss.

BURKART - LEE, *One Share - One Vote: the Theory*, in *Review of Finance*, 2008, 1-49.

CALANDRA BUONAURA, *Poteri di gestione e poteri di rappresentanza degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. IV, *Amministratori - Direttore Generale*,

Torino, 1991, 107 e ss.

CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999.

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, Milano, 2008.

CANDIAN, *Nullità ed annullabilità di delibere assembleari*, Milano, 1942.

CAPANTINI, *Golden shares a tutela del servizio universale. Una censura di tipo più procedurale che sostanziale da parte della Corte di Giustizia?*, in *Dir. pubbl. comparato ed europeo*, 2007, 424.

CARBONE, *Golden share e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale*, in *Dir. comm. internaz.*, 2009, 511.

CAVAZZA, *Prerogative speciali e società partecipate dai pubblici poteri: il nuovo art. 2449*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009, 397.

CAVAZZUTI, *Privatizzazioni imprenditori mercati*, Mulino, Bologna, 1996.

CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Abbadessa - Rojo (a cura di), il Diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, 27 e ss.

CINTIOLI, *Servizi pubblici e concorrenza, servizi di interesse economico generale, promozione e tutela della concorrenza*, in *Dir. Unione europea*, 2006, 453 e ss.

CIRENEI, *Le società di diritto "speciale" tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e "poteri speciali"*, in *Dir. Comm. Intern.*, 1996, 799.

CIRENEI, *Le società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Tratt. Società per Azioni*, a cura di Colombo e Portale, VII, Torino, 1992, 69 e ss.

CIRENEI, *Riforma delle società, legislazione speciale e ordinamento comunitario: brevi riflessioni sulla disciplina italiana delle società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Liber Amicorum*, Guy Horsmons, 2004, 171 e ss., pubblicato anche in *Dir. Comm. Intern.*, 2005, 41-57.

CORRADI, *La proporzionalità tra partecipazione e "potere di controllo" nell'art. 2449 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 924 e ss.

COSSU, *L'amministrazione delle s.r.l. a partecipazione pubblica*, in *Giur. comm.*, 2008, 627 e ss.

COSTI, *Privatizzazioni e diritto delle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 77 e ss.

CHIARLONE, *Accumulazione di riserve e costituzione di fondi sovrani (SWFs)*, in *Laboratorio di analisi monetaria dell'Università Cattolica del Sacro Cuore*, Osservatorio monetario, n. 3/2008, 15.

CHIOMENTI, *La revoca delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1975.

CUGNASCO, *sub. art. 127 quater*, in *Commentario T.U.F.*, Tomo II -

Artt. 101 *bis* - 216, a cura di F. Vella, Giappichelli, Torino, 2012, 1402 e ss.

CUSA, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2007.

CZIGLER, *Die Rechtsprechung zu Golden Shares. Das VW Gesetz und der EuGH*, Igel Verlag, 2009.

D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. delle società*, 2003, 37 e ss.

D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007.

DANIELE, *Circolazione delle merci*, (Dir. com.), *Dizionario di diritto pubblico*, a cura di S. Cassese, Milano, 2006.

DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, Sweet & Maxwell, 2003.

DE LUCA, *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, relazione presentata al convegno nazionale dell'associazione "Orizzonti del diritto commerciale", 11-12 febbraio 2011, consultabile sul sito web www.orizzontideldiritto.it.

DE GIORGI, *Le persone giuridiche*, in *Trattato Rescigno*, 2, Torino, 1999.

DEMURO, *La nomina delle cariche sociali nelle società a partecipazione*

pubblica dopo le censure della giurisprudenza comunitaria, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, Ferri jr. e M. Stella Richter (a cura di), Milano, 2010, 167 e ss.

DEMURO, *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex art. 2449 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 593.

DEMURO, *Società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009, 875 e ss.

DEMURO, *Società privatizzate*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 1177 e ss.

DE VIDO, *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares: violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali o sul diritto di stabilimento?*, in *Dir. commercio int.*, 2007, 863 e ss.

DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2010.

FERRARA SR., *Le persone giuridiche*, in *Trattato Vassalli*, Torino, 1956, 259.

FERRARINI, *One Share – One Vote: a European Rule?*, in *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, 2006, *Special issue in honour of Klaus J. Hopt*, ECGI Law Working Paper No.58/2006.

FERRARINI, *«Un'azione – un voto»: un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, I, 24 e ss.

FINZI, *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, 467 e ss.

FRACCHIA - OCCHIENA, *Società pubbliche tra golden share e art. 2449 : non è tutto oro ciò che luccica*, in *Giust. Amm.*, 2007, 438 e ss.

FRENI, *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 2/2007, 145 e ss.

GAMBINO, *Rass. Giur. En. El.*, 1994, 858 e ss.

GHEZZI, *commento sub art. 2449-2451*, in *Commentario delle società a cura di Marchetti, Ghezzi, Notari, Bianchi*, Milano, 2010, 58 e ss.

GHEZZI - VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. delle società*, 2008, 697 e ss.

GIANNELLI - MONTICELLI, *Capitale umano e finanziamento dell'impresa. Considerazioni tra economia e diritto sulla riforma delle s.r.l.*, in *Società italiana di diritto ed economia - Side, Working papers, 2 annual conference*, 2006, 12 e ss.

GILSON, *Evaluating Dual Class Common Stock. The Relevance of Substitutes*, 1987, in *Virginia Law Review* 73, 1987, 808 e ss.

GILSON, MILHAUPT, *Sovereign Wealth Fund and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Mercantilism*, in *60 Stan. L. Rev.*, 2008, 1351 e ss.

GOBBATO, *Golden shares ed approccio uniforme in materia di capitali*

nella recente giurisprudenza comunitaria, in Il diritto dell'Unione Europea, 2004, 427 e ss.

GRAHAM, PROSSER, *Privatizing Public Enterprises. Constitution, the State, and Regulation in Comparative Perspective*, Clarendon Press - Oxford 1991, 8 e ss.

GRÜNDMANN - MÖSLEIN, *Golden shares - State control in privatised companies: comparative law and policy aspects*, in *Euredia*, 2001-2002/4, 623 e ss.

GUACCERO, PAN, CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA Europa*, in *Riv. delle società*, 2008, 1359 e ss.

GUARINO, *La causa pubblica nel contratto di società*, in *Le società pubbliche. Ordinamento, crisi ed insolvenza*, a cura di F. Fimmano, Milano, 2011, 155 e ss.

GUGLER - CHAISSE, *Sovereign Wealth Funds in the European Union. General trust despite concerns*, NCCR Trade Regulation Working Paper, n. 2009/4, gennaio 2009, reperibile in <http://www.ssrn.com/abstract=1372014>.

HARRIS - RAVIV, *Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules*, in *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 203 e ss.

HART, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, 1995, 186 e ss.

HIRTE, *The Takeover Directive - A Mini-Directive on the Structure of*

the Corporation: Is it a Trojan Horse?, in *European Company and Financial Law Review*, 1, 2004, 18 e ss.

IBBA, *Le società a partecipazione pubblica: tipologia e discipline*, in *Le società "pubbliche"*, a cura di C. Ibba, M.C. Malaguti, A. Mazzoni, Torino, 2011, 7 e ss.

IBBA, *Le società "legali" per la valorizzazione gestione e alienazione dei beni pubblici e per il finanziamento di infrastrutture: Patrimonio dello Stato e Infrastrutture s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 447 e ss.

IBBA, *Sistema dualistico e società a partecipazione pubblica*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 576 e ss.

IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, *Riv. delle società*, 2005, 1 e ss.

IRTI, *Dall'ente pubblico economico alla società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 465 e ss.

KRAJEWSKI, NEERGAARD, VAN DE GRONDEN (edited by), *The Changing Legal Framework for Services of General Interest in Europe Between Competition and Solidarity*, The Hague, 2009, 291 e ss.

KOFLER and MASON, *Double Taxation: A European "Switch in Time"*, 2007, 14 CJEL 63, 91-94.

JAEGER, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. comm.*, 1996, II, 337 e ss.

JAEGER, *Privatizzazioni; "Public companies"; problemi societari*, in

Giur. Comm., 1995, I, 5 e ss.

LABAND, *Der Begriff der Sonderrechte nach deutschem Reichsrechte*, in *Hirts Annalen des deutschen Reichs*, 1874, 1499 e ss.

LAMANDINI, *Autonomia statutaria e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 536 e ss.

LANTINO, CASUCCI, LIMIDO, *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, III ed., Milano, 2010.

LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 161 e ss.

LAZZARA, *Libera circolazione dei capitali e "golden shares"*, in *Foro amm. – Consiglio di Stato*, 2002, 1607 e ss.

LEMME, *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 357 e ss.

LEOZAPPA, *Nomina alle cariche sociali e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 800 e ss.

LIBONATI, *La faticosa "accelerazione" delle privatizzazioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 20 e ss.

MAGLIANO, *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana dei poteri speciali*, in *Dir. comm. intern.*, 2010, 1, 62 e ss.

MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VI, tomo I, *Modificazioni statutarie – Recesso – Riduzione del capitale*, Torino, 1993, 103-104 e ss.

MARCHETTI, *D.lgs n. 58 del 1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee*, in *Società*, 1998, 558 e ss.

MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 3-4, 562 e ss.

MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Italia: la legge 474/1994 e ulteriori documenti*, in *Riv. soc.*, 1994, 748 e ss.

MARCHETTI, *Nuovi sviluppi nelle privatizzazioni*, in *Riv. soc.*, 1995, 1274 e ss.

MASI, *Riforma del diritto societario e società speciali*, in *Studi in onore di V. Buonocore*, vol. III, t. II, Milano, 2005, 2942 e ss.

MEZZACAPO, *The so-called "Sovereign Wealth Fund": Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, Commissione europea, Economic Paper n. 378, aprile 2009.

MINERVINI, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche "privatizzate"*, in *Riv. soc.*, 1994, 740 e ss.

MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetria del mercato*, in *Rivista delle società*, 2008, 318 e ss.

MORK, *Why Some Double Taxation Might Make Sense: The Special*

Case of Inter-corporate Dividends, University of Alberta Centre of Financial Research Working Paper, No. 03-01, 20 marzo 2003, in <http://ssrn.com/abstract=369220>.

MUCCIARELLI, *Equal Treatment of Shareholders and European Union Law*, in *ECFR*, 2010, 163 e ss.

MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 461 e ss.

MUCCIARELLI, *La sentenza Volkswagen e il pericolo di una convergenza forzata tra gli ordinamenti societari*, in *Giur. Comm.*, 2009, II, 279 e ss.

MUCCIARELLI, *Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitraggi normativi*, Milano, 2010.

MUCCIARELLI, *sub. 106*, in *Commentario T.U.F.*, Tomo II, artt. 101 bis - 216, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1063 e ss.

MÜLLER – ERZBACH, *Das private Recht der Mitgliedschaft als Prüfstein eines kausalen Rechtsdenkens*, Weimar, 1948, 288 e ss.

NAPOLETANO, voce *Concorrenza e Antitrust*, in *Il Diritto, Enc. Giur.*, (a cura di) S. Patti, Milano, 2007, 511 e ss.

NOCELLA, *Sub. art. 127-quater Tuf*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 3, 713 e ss.

NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. I, Torino.

NOTARI, *sub. 2348*, in *Notari*, (a cura di), *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 177 e ss.

NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2004.

OPPO, *La privatizzazione dell'impresa pubblica: profili societari*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, 771 e ss.

OPPO, *Privatizzazioni: aspetti privatistici, Profili giuridici delle privatizzazioni*, a cura di Marasà, Torino, 1998, 13 e ss.

OPPO, *Pubblico e privato nelle società partecipate*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, II, 152.

OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.P. Portale, Torino, 2006, 713 e ss.

PATL, *I diritti speciali dello Stato tra libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario*, in *Europa e dir. priv.*, 2011, 528 e ss.

PEERS, *Free movement of capital: learning lessons or slipping on spilt milk?*, in Barnard and Scott (eds), *The Law of the Single European Market*, Hart 2002, 340 e ss.

PECORARO, *Privatizzazione dei diritti speciali di controllo dello Stato e dell'ente pubblico nelle s.p.a.: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Riv. società*, 2009, 973 e ss.

PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 206 e ss.

PIESSKALLA, *Goldene Aktien aus EG – rechtlicher Sicht. Eine Untersuchung staatlicher und privater Sonderrechte in Wirtschaftsgesellschaften unter besonderer Berücksichtigung der Kapitalverkehrsfreiheit*, Verlag Dr. Kovac, Hamburg, 2006.

PIZZA, *I diritti speciali dello Stato tra libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario*, in *Europa e dir. priv.*, 2011, 02, 525 e ss.

PIZZA, *Le società per azioni di diritto singolare tra partecipazioni pubbliche e nuovi modelli organizzativi*, Milano, 2007.

PIZZA, *Società per azioni di diritto singolare, diritto comune delle società per azioni e libera circolazione dei capitali: il caso Volkswagen*, in *Riv. ital. Dir. Pubbl. Comunitario*, 2008, 1181 e ss.

PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, 3**, Torino, 1993, 37 e ss.

POMELLI, *Rischio di impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510 e ss.

PORTALE, *Dal capitale assicurato alle tracking stocks*, in *Riv. soc.*, 2002, 146 e ss.

PORTALE, *Minoranze di blocco e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al "gouvernement des judges"*, in *Europa e diritto privato*, 1999, 1, 153 e ss.

POTOTSCHING, in *Rassegna di dottrina italiana e straniera – 3. Persone giuridiche*, in *Riv. soc.*, 1963, 339 e ss.

PROSSER, *Nationalised Industries and Public Control. Legal, Constitutional and Political Issues*, Basil Blackwell, 1986, 19 e ss.

PUGLIELLI – RUOTOLO, *Nomina e revoca degli amministratori nelle società a partecipazione pubblica (il nuovo testo dell'art. 2449 c.c.)*, in *Studi e materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2009, 227 e ss.

RAGIONIERI, MARESCA (a cura di), *Servizi di interesse generale, diritti degli utenti e tutela dell'ambiente*, Milano, 2006.

RANCI (a cura di), *Diritti di proprietà e privatizzazioni*, Mulino, Bologna, 1995.

RAYMOND, *The Effect of Sovereign Wealth Funds' Involvement on Stock Markets*, Banque de France, Occasional paper, novembre 2008.

RESCIGNO, *L'abuso del diritto*, Bologna, 1998.

RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali (studi in onore di G.E. Colombo)*, Torino, 2011, 278 e ss.

RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo*, in corso di pubblicazione negli *Studi in onore di G.E. Colombo*.

RINGE, *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1295905>.

RINGE, *Is Volkswagen the new Centros? Free movement of capital's Impact on Company Law*, in Prentice and Reisberg, *Corporate Finance Law in the UK and EU*, Oxford, 2011, 461 e ss.

RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965.

RODRIGUES, *Golden shares: an empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004.

SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Rivista del diritto societario*, 2, 2012, 231 e ss.

SANTA MARIA, *Diritto commerciale europeo*, III ed, Milano, 2008.

SANTONASTASO, *Investimenti di "fondi sovrani" e tutela degli "interessi nazionali". Spunti dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di "interesse generale" e di limiti alla libertà di movimento dei capitali e di stabilimento: a volte "non è tutto oro quel che luccica"*, in *Diritto della banca e del merc. fin.*, 1, 2010, 27 e ss.

SANTONASTASO, *Le società di diritto speciale*, Torino, 2009.

SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985.

SANTORO, *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, 2/1,

Torino, 2003, *sub art. 2351*, 151 e ss.

SCARCHILLO, *Privatisations in Europe*, in *Diritto del comm. int.*, 25.1, 2011, 109 e ss.

SCHLESINGER, *La legge sulla privatizzazione degli enti pubblici economici*, in *Riv. soc.*, 1992, 126 e ss.

SCHLUEP, *Die wohlerworbene Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht*, Zürich u. St. Gallen, 1955.

SCHULTZE, *Organschaftsrechte als Sonderrechte*, in *Jherings Jahrbücher*, 75, 1925, 455 e ss.

SCHÜRMAN, *Das Recht der gemischtwirtschaftlichen und öffentlichen Unternehmungen mit privatrechtlicher Organisation*, in *ZSR* 72 (1953), 185 e ss.

SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 178 e ss.

SHAEFER, *Die Marktfreiheiten des EG-vertrages als Ermessengrenze – Probleme der horizontalen unmittelbaren Wirkung des Gemeinschaftsrechts*, Gezeigt am Beispiel des Art. 30 EWGV, (1997).

SNELL, *And then there were two: products and citizens in community law*, in Tridimas and Nebbia (eds), *European Union Law for the Twenty-first Century: Rethinking the New Legal Order*. Vol. II, Hart, 2004.

SNELL, *Free Movement of Capital: Evolution as a Non Linear Process*, in Craig and De Búrca, *The Evolution of EU law*, second ed., Oxford,

2011, 554 e ss.

SKOG, *The New Swedish Companies Act*, in AG, 2006, 239.

SPATTINI, "Vere" e "false" "golden shares" nella giurisprudenza comunitaria. la "deriva sostanzialista" della Corte di giustizia, ovvero il "formalismo" del principio della "natura della cosa": il caso Volkswagen, e altro ..., in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.* 2008, 01, 303 e ss.

SPATTINI, La "golden share" "all'italiana" finalmente "presa sul serio" dalla Corte di giustizia? La nuova (e forse perplessa) condanna della "Grundnorm" delle privatizzazioni "sostanziali", in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2009, 6, 1599 e ss.

STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 1, 89 e ss.

STELLA RICHTER JR., "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, Milano, 1996, 235 e ss.

TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2010.

TIMMERMANS, *Harmonization in the Future of Company Law in Europe*, in *Capital Markets and Company Law*, ed. Hopt & Wymeersch, Oxford, 2003, 626 e ss.

TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082 e ss.

URSI, *La Corte costituzionale traccia i confini dell'art. 13 del decreto*

Bersani, in *Giorn. dir. amm.*, 2009, 11 ss., nota a Corte costituzionale, 1 agosto 2008, n. 326 e ss.

VANONI, *Le società miste quotate in mercati regolamentati (dalla "golden share" ai Fondi Sovrani)*, in *Le società "pubbliche"*, a cura di C. Ibba, M.C. Malaguti, A. Mazzoni, Torino, 233 e ss.

VENTORUZZO, *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, in www.lavoce.info, 6 ottobre 2009.

VILLIERS, *European Company Law: Toward Democracy?*, Aldershot: Ashgate Publishing, 1998, 28-51.

VISENTINI, *Economia mista ed economia di mercato: il caso italiano*, in *Dir. fall.*, 2001, I, 54 e ss.

VISENTINI, *Partecipazioni pubbliche in società di diritto comune e di diritto speciale*, Milano, 1979, 7 e ss.

VITALI, *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Riv. Soc.*, 2007, 904 e ss.

VOSSESTEIN, *Modernization of European company law and corporate governance. Some Considerations on its Legal Limits*, Wolters Kluwer, 2010.

VOSSESTEIN, *Volkswagen: The State of Affairs of Golden Shares, General Company Law and European Free Movement of Capital*, in *European Company and Financial law Review (ECFR)*, 2008, 115 e ss.

ZINGALES, *Corporate Governance*, The New Palgrave dictionary of Economics and Law, 1997.

ZINGALES, *I fondi sovrani sono il vero rimedio*, ne *Il Sole 24 Ore*, 2 marzo 2008, 1.

ZUMBANSEN – SAAN, *The ECJ, Volkswagen and European Corporate Law: Reshaping the European Varieties of Capitalism*, in *8 German Law journal*, 1026 e ss.

* * *

Commissione, ISS Europe, ECGI, SHEARMAN & STERLING LLP, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 18 May 2007.

Comunicazione della Commissione al Consiglio ed al Parlamento europeo *“Modernizzare il diritto societario e rafforzare la corporate governance nell’Unione Europea. Un Piano d’azione”*, COM(2003) 284 del 21 maggio 2003.

Comunicazione della Commissione europea al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale, al Comitato delle Regioni *“Per un approccio comune europeo ai Fondi Sovrani”* n. 115/2008 del 27 febbraio 2008, in www.europa.eu.

ISS Europe, ECGI, SHEARMAN & STERLING LLP, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 18 May 2007.

OECD, *Corporate Governance of State-Owned Enterprises – A Survey of OECD Countries*, 2005.

Rapport fait au nom de la Commission du marché intérieur, par M. Berkhouwer, Seduta Parlamento Europeo 1966-1967 del 9 maggio 1966, documento 53 (il “Berkhouwer Report”), in *Rev. Trim. dr. Eur.*, 1966, 441

Report of the High Level Group of Company Law Experts, in http://ec.europa.eu/internal_market/.

* * *

Corte di Giustizia europea, 15 dicembre 1995, C-415/93, *Bosman*, in Racc. I-4921.

Corte di Giustizia europea, 13 maggio 2003, causa C-98/01, *Commissione c. Regno Unito*, in Racc. I-4641.

Corte di Giustizia europea, 15 ottobre 2009, causa C-101/08, *Audiolux S.A. e altri c. Group Bruxelles Lambert SA GBL e altri, Bertelsmann AG e altri*, in www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia europea, 28 settembre 2006, *Commissione c. Regno dei Paesi Bassi*, cause riunite C-282/04 e C-283/04, in Racc. I-09141.

Corte di Giustizia europea, 8 luglio 2010, causa C-171/08, *Commissione c. Portogallo*, in www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia europea, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione c. Germania*, in www.curia.europa.eu.it.

Corte di Giustizia europea, 7 marzo 1990, causa C-362/88, *GB-Inno-BM*, in Racc. I-667.

Corte di Giustizia europea, 18 maggio 1993, Causa C-126/91, *Yves Rocher*, in Racc. I-2361.

Corte di Giustizia europea, 30 novembre 1995, causa C-55/94, *Gebhard c. Ordine degli Avvocati di Milano*, 1995, in Racc. I-4165.

Corte di Giustizia europea, 28 gennaio 1992, causa C-204/90, *Bachmann*, in Racc. I-249.

Corte di Giustizia europea, 11 novembre 1981, causa C- 203-80, *Casati*, in Racc. I-2595.

Corte di Giustizia europea, 31 gennaio 1984, cause riunite C-286/82 e 26/83, *Luisi e Carbone*, in Racc. I-377.

Corte di Giustizia europea, 24 giugno 1986, causa C-157/85, *Brugnoni e Ruffinengo*, in Racc. I-2013.

Corte di Giustizia europea, 16 marzo 1999, causa C-222/97, *Manfred Trummer and Peter Mayer*, 1999, in Racc. I-1661.

Corte di Giustizia europea, 19 giugno 1990, Causa C-221/89, *Factortame*, 1991, in Racc. I-3905.

Corte di Giustizia europea, 28 gennaio 1984, Causa C-270/83, *Commissione c. Francia*, 1986, in Racc. I-273.

Corte di Giustizia europea, 5 novembre 2002, Causa C-212/97, *Centros Ltd v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, 1999, in Racc. I-1459.

Corte di Giustizia europea, 16 dicembre 2008, Causa C-210/06, *Cartesio Oktató és Szolgáltató*, 2008, in Racc. I-9641.

Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, causa C-483/99, *Commissione c. Francia*, 1999, in Racc. I-4781.

Corte di Giustizia europea, 5 novembre 2002, *Überseering*, causa C-208/00, in Racc. I-9919.

Corte di Giustizia europea, 6 giugno 2000, *Baars*, causa C-251/98, in Racc. I-2787.

Corte di Giustizia europea, 26 marzo 2009, causa C-326/07, *Commissione c. Italia*, 2009, Racc. 113/7.

Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, *Commissione c. Repubblica portoghese*, causa C-367/98, in Racc. I-04731;

Corte di Giustizia europea, 13 maggio 2003, *Commissione c. Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord*, causa C-98/01, in Racc. I-04641.

Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, *Commissione c. Regno del Belgio*, causa C-503/99, in Racc. I-04809.

Corte di Giustizia europea, 6 dicembre 2007, *Federconsumatori e altri c. Comune di Milano*, cause riunite 463/04 e C-464/04, in *Giur. comm.*, 2008, II, 924 e ss.

Corte di Giustizia europea, 4 giugno 2002, *Commissione c. Regno del Belgio*, causa C-503/99, in Racc. I-04809.

Corte di Giustizia, 1 dicembre 2005, causa C-213/04, *Burtscher c. Stauderer*, in www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia, 14 ottobre 1999, causa C-439/97, *Sandoz*, in www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia, 7 settembre 2004, causa C-319/02, *Petri Manninen*, in www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia, 14 novembre 2006, causa C-513/04, *Kerchaert*, in www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia, causa 17 luglio 1963, C-13/63, *Commissione c. Italia*, in www.curia.europa.eu;

Corte di Giustizia, 14 febbraio 1995, causa C-279/93, *Schumacker*, www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia, 5 maggio 1982, causa C-15/81, *Gaston Schul*, www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia, 16 luglio 2009, causa C-128/08, *Damseaux*, in www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia, 24 novembre 1993, cause riunite C-267/91 e C-268/91, *Keck*, in www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia, 12 luglio 1979, causa C-15/79, *Groenveld*, in www.curia.europa.eu;

Corte di Giustizia, 10 maggio 1995, causa C-384/93, *Alpine Investments*, in www.curia.europa.eu.

Corte di Giustizia europea, 18 novembre 1999, causa C-107/98, *Teckal*, in <http://curia.europa.eu>.

Corte di Giustizia europea, 11 gennaio 2005, causa C- 26/03, *Stadt Halle*, in <http://curia.europa.eu>.

Corte di Giustizia europea, 13 ottobre 2005, causa C-458/03, *Parking Brixen*, in <http://curia.europa.eu>.

Corte di Giustizia europea, 6 aprile 2006, causa C-410/04, *Associazione Nazionale Autotrasporto Viaggiatori*, in <http://curia.europa.eu>.

Corte di Giustizia europea, 11 maggio 2006, causa C- 340/04, *Carbotermo*, in <http://curia.europa.eu>.

Corte di Giustizia europea, 13 novembre 2008, causa C-324/07, *Coditel Brabant*, in <http://curia.europa.eu>

Cons. Stato, sez. VI, 25 gennaio 2005, n. 168; Cons. Stato, sez. II, parere del 18 aprile 2007, v. n. 456; Cons. Stato, Ad. Plenaria, decisione n. 1/2008; Cons. Stato, sez. V, 3 febbraio 2009, n. 591, tutte

consultabili su <http://www.giustizia-amministrativa.it>.

Trib. Cassino, 12 aprile 1991, *Reclas Recupero Ecologico Lazio Sud S.p.A.*, in *Riv. notar.*, 1991, 1432.

Trib. Venezia, (decr.), 4 marzo 1989, *F.lli Salviato s.p.a.*, in *Società*, 1989, 960.

Trib. Milano, ord., 13 ottobre 2004, n. 175, in *Foro it.*, 2005, III, c. 34.