

Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari

Golden power: old problems and new corporate issues

Giulia Serafin *

ABSTRACT:

Il saggio, ripercorsa brevemente la genesi dei poteri speciali in alcuni ordinamenti europei e la giurisprudenza della Corte di giustizia, analizza la disciplina prevista dal d.l. n. 21/2012, e le recenti modifiche introdotte a seguito dell'approvazione del Regolamento (UE) 2019/452 in tema di investimenti esteri diretti nell'Unione europea.

In particolare, l'articolo intende valutare se la disciplina sui poteri speciali possa trovare coerente applicazione e coordinamento con i diversi istituti previsti di diritto societario.

Infine, il lavoro si trattiene sulle novità introdotte dal d.l. n. 23/2020 (c.d. Decreto liquidità) in risposta ai problemi sollevati dalla pandemia da Covid-19.

Parole chiave: *golden power*; investimenti esteri diretti; partecipazioni rilevanti; Decreto liquidità

The essay, after briefly reviewing the emergence of golden powers in some European systems and the jurisprudence of the Court of Justice of the EU, analyse the current discipline provided for by Italian Decree-Law no 21/2012, also considering the recent changes introduced following the approval of Regulation (EU) 2019/452 on foreign direct investments in the European Union.

In particular, the article intends to assess whether the rules on golden powers can be applied and coordinated consistently with the various provisions of company law.

Finally, the work considers the innovations introduced by the Italian Decree-Law no 23/2020 (the so-called "liquidity decree") in response to the problems raised by the Covid-19 pandemic.

Keywords: *golden power*; foreign direct investments; major holdings; Decree-Law no 23/2020

* Dottoranda nel corso di dottorato di ricerca in "Diritto, mercato e persona", Università Ca' Foscari Venezia; e-mail: giulia.serafin@unive.it.

SOMMARIO:

1. Cenni introduttivi. – 2. Privatizzazioni, poteri speciali e giurisprudenza comunitaria. – 3. L'attuale assetto dei poteri speciali nell'ordinamento italiano. – 4. Il Regolamento UE sugli investimenti esteri diretti. – 5. L'acquisto di partecipazioni rilevanti nel settore della difesa e della sicurezza nazionale: questioni societarie. – 6. Quote di s.r.l. e diritti particolari dei soci. – 7. Le ipotesi di *empty voting*. – 8. La raccolta delle deleghe di voto e la rappresentanza assembleare. – 9. L'acquisto di partecipazioni rilevanti negli altri settori. – 10. I patti parasociali. – 11. La notifica di delibere, atti od operazioni in entrambi i settori: prime osservazioni. – 12. Scioglimento della società, fusione e scissione. – 13. Modifica dell'oggetto sociale, trasferimento della sede all'estero, modifica di clausole statutarie che incidono sui diritti di voto. – 14. Le modifiche sui *golden power* ai tempi del Covid-19. – 15. Brevi riflessioni conclusive.

1. Cenni introduttivi.

La materia dei flussi di investimento da e verso l'estero è un tema su cui si concentrano e si scontrano da sempre esigenze differenti. Da un lato, quella di creare un ambiente economico aperto agli investimenti, dai quali dipende la capacità di attrarre capitali, creando nuovi posti di lavoro, aumentando la concorrenza e gli scambi commerciali. Dall'altro, l'esigenza di controllare e limitare, all'occorrenza, quei flussi che contrastino con motivi di interesse pubblico. È evidente, infatti, che l'apertura incondizionata potrebbe comportare rischi in particolari settori, considerati strategici o comunque "sensibili", quali la difesa nazionale e i servizi pubblici essenziali. Per questo, l'individuazione dei poteri speciali e degli interessi perseguiti è un valido indicatore del modo in cui lo Stato si riserva di intervenire sull'economia.

Nel percorso che accompagna la predisposizione di discipline volte a proteggere questi diversi interessi, la natura e le funzioni dei poteri speciali vengono costantemente alla ribalta, in un dibattito che ha conosciuto momenti di intensa vivacità e coinvolto molte discipline.

Questo saggio, dopo aver brevemente ripercorso la genesi dei poteri speciali e la loro successiva evoluzione, proseguirà illustrando l'attuale normativa italiana, nonché il mutato e complesso quadro di riferimento europeo, proponendo alcune brevi considerazioni sul rapporto tra le due fonti. Successivamente, verranno analizzate le fattispecie che, ai sensi della disciplina interna, impongono alle società operanti nei settori considerati strategici di effettuare una notifica all'autorità governativa. In particolare, ci si soffermerà dapprima sulla fattispecie relativa all'acquisto di una partecipazione rilevante, verificandone la portata applicativa, sia in relazione alle partecipazioni computabili, sia in merito alla problematica applicazione in determinate situazioni che, pur

prescindendo dalla titolarità di una partecipazione rilevante, pongono rilevanti questioni in termini di *governance* di una società. In relazione alla seconda fattispecie prevista dalla normativa italiana, ovvero l'adozione di alcune delibere, ovvero il compimento di certi atti od operazioni, dopo alcune considerazioni di carattere generale, verranno più specificamente trattate le singole delibere elencate dalla norma sui poteri speciali. Da ultimo, il saggio si soffermerà sui provvedimenti adottati durante la pandemia da Covid-19 e su come essa, ampliando la possibilità di scalate ostili, abbia fatto emergere esigenze protezionistiche in settori divenuti strategici per l'essenzialità dei beni e dei servizi prodotti.

2. Privatizzazioni, poteri speciali e giurisprudenza comunitaria.

L'evoluzione della materia, almeno negli ordinamenti europei¹, è fortemente connessa al fenomeno delle privatizzazioni. Com'è noto, infatti, a partire dalla fine degli anni '80 e per tutti gli anni '90 si assiste al tendenziale abbandono di un ruolo imprenditoriale da parte dello Stato, condotto tramite la privatizzazione di interi settori dell'economia². In questo quadro, tuttavia, la

¹ Molto diverso è, ad esempio, il caso dell'ordinamento statunitense, ove i poteri speciali sono da sempre configurati come poteri di natura pubblicistica su imprese private. Le differenze in punto di origine della disciplina sui poteri speciali tra ordinamenti europei e ordinamento statunitense sono evidentemente frutto di una diversa storia politico-economica. Negli USA, a fronte di una tendenziale supremazia dei principi del libero mercato, si riconosce comunque il primato della sicurezza nazionale. Questa si pone, dunque, come l'unica giustificazione ai fini delle potenziali restrizioni dell'ordinamento agli investimenti stranieri. La disciplina statunitense relativa ai poteri speciali è contenuta nel *Defense Production Act*, risalente al 1950, più volte modificato, e si sostanzia in un controllo da parte di un apposito Comitato (*Committee on Foreign Investment in the United States* – CFIUS) di tutte quelle operazioni che sollevano questioni circa la compatibilità dell'investimento straniero rispetto alla sicurezza nazionale. In sintesi, il meccanismo prevede che se, in esito alle indagini compiute dal CFIUS, emerge l'esistenza di una concreta minaccia per la sicurezza nazionale e non vi siano altri rimedi attuabili, il Presidente degli USA possa esercitare il potere di sospendere o vietare l'operazione. Sul tema si vedano: A. SACCO GINEVRI, F.M. SBARBARO, *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 143 ss.; A. GUACCERO, *Compliance e tutela degli investimenti esteri diretti. Spunti di comparazione tra Stati Uniti ed Europa*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, a cura di G. NAPOLITANO, Bologna, Il Mulino, 2019, 141 ss.

² Sul fenomeno delle privatizzazioni in Europa e sui meccanismi adottati dai diversi Stati al fine di mantenere un controllo sulle imprese privatizzate si vedano, *ex multis*: AA.VV., *Le privatizzazioni in Europa*, a cura di R.G. RODIO, in *Trattato di diritto amministrativo*, diretto da

privatizzazione delle imprese pubbliche si accompagnava alla previsione di particolari istituti, contemplanti l'attribuzione di "poteri speciali" alle autorità di governo, giustificati dall'asserita necessità di tutelare un interesse pubblico, sovente, però, non meglio precisato.

Nei primi ordinamenti in cui le privatizzazioni avevano luogo, quello inglese e quello francese, i poteri speciali assumevano una connotazione peculiare, sostanziantesi nell'attribuzione allo Stato di una partecipazione cui erano ricollegati diritti prescindenti dalla percentuale di capitale detenuta nelle imprese dismesse. È emblematico l'ordinamento inglese, dove nasce il modello della *golden share*, locuzione che identifica un titolo azionario che attribuisce la possibilità di esercitare alcuni poteri volti a mantenere il controllo statale sulle decisioni considerate rilevanti per l'economia nazionale³. Anche l'ordi-

G. SANTANIELLO, vol. XXXIV, Padova, Cedam, 2003; F. GASPARI, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici*, Torino, Giappichelli, 2015, 63 ss.; G. SCARCHILLO, *Privatizations in Europe*, in *Dir. comm. int.*, 2011, I, 109 ss.; ID., *Privatizzazioni e settori strategici*, Torino, Giappichelli, 2018.

³La particolarità dell'istituto della *golden share* è data dal fatto che esso non conosceva una disciplina legislativa organica. Infatti, i poteri esercitabili dal Governo inglese grazie al possesso di quest'azione speciale trovavano la propria collocazione direttamente all'interno degli statuti societari di ciascuna società privatizzata. Le caratteristiche dei poteri, dunque, variavano di volta in volta in base al tipo di società e agli specifici interessi sottesi all'introduzione della *golden share*. Altra caratteristica della *golden share* britannica era il suo carattere temporaneo, in linea con l'interesse primario per il quale l'istituto era stato pensato, ossia garantire che la transizione da società pubblica a società privata avvenisse nel migliore dei modi. Nel tempo, per altro, il carattere transitorio venne meno in molti casi, al fine di garantire, più che una ordinata fase di transizione, un controllo e una salvaguardia delle società operanti in settori ritenuti essenziali. Le tipologie dei poteri esercitabili dal Governo subirono una sorta di standardizzazione, andando a configurare due modelli poi consolidatisi nel tempo, denominati *built in majority* e *relevant person*. Con il primo veniva riconosciuto allo *special shareholder* un diritto di voto in più rispetto alla totalità delle altre azioni esercitabile nell'assemblea ordinaria, tale da garantire la maggioranza all'azionista pubblico, nonché il diritto di convocare l'assemblea straordinaria. Il meccanismo della c.d. *relevant person*, invece, era volto a mantenere il controllo sul possesso di pacchetti azionari rilevanti. Si prevedeva, dunque, la notifica del possesso di partecipazioni azionarie che superavano una determinata soglia e l'obbligo di dismettere quelle azioni che conferivano diritti di voto eccedenti una data percentuale. A ciò si accompagnava la sterilizzazione dei diritti di voto che eccedevano la soglia prevista nello statuto. Questo meccanismo poteva anche prescindere dalla detenzione da parte dello Stato di una vera e propria *golden share* e, proprio per questo, era consegnato per garantire all'azionista pubblico la maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea. Sulla *golden share* britannica, oltre ai richiami in nt. 2, si vedano: C. GRAHAM, «*All that Glitters*»: *Golden Shares and Privatised Enterprises*, in *Co. Law.*, 1988, 9, 23 ss.; G. LOMBARDO, voce "Golden share", in *Enc. giur. Treccani*, vol. XVII, Roma, 1998; A.P. RUTABANZIBWA, *What is golden in the golden share? Company law implications of privatization*, in *Co. Law.*, 1996, 17, 40 ss.

namento francese, con la privatizzazione, introdusse un meccanismo riconducibile per taluni versi a quello della *golden share*: l'istituto dell'*action spécifique*⁴.

Analogamente, altri Stati europei attribuivano poteri speciali al governo nell'ambito dei provvedimenti concernenti la privatizzazione delle singole imprese o precedevano un regime autorizzativo per le operazioni ritenute rilevanti⁵.

Anche il legislatore italiano, col d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con l. 30 luglio 1994, n. 474, disciplinava i poteri speciali nell'ambito delle privatizzazioni di imprese pubbliche⁶. Sul modello della *golden share* britan-

⁴Questo era disciplinato organicamente nella *Loi n. 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités d'application des privatisations*, che seguiva alla *Loi n. 86-793 du 2 juillet 1986 autorisant le gouvernement a prendre diverses mesures d'ordre économique et social*, con la quale si disponeva il trasferimento dal settore pubblico a quello privato di alcune imprese. L'*action spécifique* si differenziava dalla *golden share* per il diverso meccanismo attraverso il quale poteva essere introdotta. Nel quadro della normativa di carattere generale, si prevedeva che lo strumento potesse essere introdotto con uno specifico decreto ministeriale nelle società privatizzate, attraverso la trasformazione di un'azione ordinaria della società in *action spécifique*, la quale garantiva la possibilità per il Governo di esercitare i poteri legislativamente previsti dallo stesso decreto. Accanto all'*action spécifique*, veniva disciplinato anche l'istituto dei c.d. *noyaux durs*, volto a consentire al Governo di identificare acquirenti selezionati nel momento della dismissione delle partecipazioni pubbliche, ai quali venivano poi imposti determinati obblighi. Oltre ai richiami in nt. 2, si vedano: D. BORDE, S. TOFFLER, *Privatisations in France*, in *International Business Lawyer*, 1988, 155 ss.; A. SACCO GINEVRI, F.M. SBARBARO, (nt. 1), 125 ss.

⁵La Germania, ad esempio, aveva optato per una normazione *ad hoc* per ciascuna operazione di dismissione e, di conseguenza, non era rinvenibile un singolo istituto caratterizzante i poteri speciali, i quali erano di volta in volta enucleati nei singoli provvedimenti normativi. Nel secondo senso, invece, si può ricordare l'ordinamento spagnolo, dove, con la *Ley 5/1995, de 23 de marzo, de Regime jurídico de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas*, si sottoponevano le dismissioni delle partecipazioni pubbliche ad un regime di autorizzazione amministrativa di carattere preventivo. In particolare, il meccanismo prevedeva che, in seguito ad una notifica avente ad oggetto operazioni che avessero l'effetto di ridurre la partecipazione statale nella società, il Governo approvasse un regio decreto contenente l'autorizzazione allo svolgimento della operazione e le modalità operative richieste. La legge, pur prevedendo la sottoposizione al regime di autorizzazione preventiva società partecipate dallo Stato individuate attraverso alcuni indici, di natura più o meno oggettiva, risultava connotato da particolare discrezionalità, poiché non informato a criteri di valutazione precisi.

⁶Sul tema delle privatizzazioni la bibliografia è molto vasta. Si indicano, *ex multis*: AA.VV., *Le privatizzazioni in Italia*, a cura di P. MARCHETTI, Milano, Giuffrè, 1995, *passim*; R. COSTI, *Privatizzazioni e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 77 ss.; P.G. JAEGER, *Privatizzazioni, public companies, problemi societari*, *ivi*, 1995, I, 5 ss.; B. LIBONATI, *La faticosa accelerazione delle privatizzazioni*, *ivi*, 1995, I, 20 ss.; ID., voce "Privatizzazioni", in *Enc. giur. Treccani*, vol. XXVII, Roma, 1995; P. MARCHETTI, *Nuovi sviluppi delle privatizzazioni*, in *Riv. soc.*, 1995, 1274 ss.; G. OPPO, *La privatizzazione dell'impresa pubblica: profili societari*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, 771 ss.

nica e dell'*action spécifique* francese, l'art. 2 del Decreto prevedeva che tra le società direttamente o indirettamente controllate dallo Stato e operanti in determinati settori, una volta dismesse le relative partecipazioni, fossero individuate quelle in cui doveva essere introdotta, con deliberazione dell'assemblea straordinaria, una clausola statutaria che attribuisse al Ministro del Tesoro la titolarità di uno o più poteri speciali⁷.

Nel tempo, e a causa di diversi fattori, alla necessità di tutelare l'interesse pubblico, si sono via via aggiunte nuove e diverse esigenze che riflettono il mutato contesto economico e politico. Così è stato per l'esigenza di considerare le libertà fondamentali sancite dal Trattato istitutivo della Comunità europea, che hanno richiesto un'apertura maggiore alla concorrenza. Ciò, almeno inizialmente, ha comportato una contrazione dei poteri speciali, soprattutto grazie ad una certa giurisprudenza della Corte di giustizia, volta a definire e rendere pienamente operanti i principi sanciti dai Trattati in tema di libera circolazione dei capitali e diritto di stabilimento⁸.

Sebbene la Corte di giustizia non abbia mai affermato che simili poteri fossero incompatibili con i principi sanciti nei trattati comunitari, le sue censure hanno piuttosto riguardato i criteri e i meccanismi predisposti dalle discipline

⁷Tali poteri erano molto articolati. In primo luogo, riguardavano la possibilità di esprimere un gradimento all'assunzione di partecipazioni rilevanti. In secondo luogo, concernevano la possibilità di vincolare al gradimento del Governo la validità dei patti parasociali concernenti il diritto di voto o il trasferimento di azioni, qualora vi fosse rappresentato almeno un ventesimo del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la minore percentuale stabilita con decreto del Ministro del Tesoro. Infine, comprendevano il potere di opporre il veto a determinate delibere e, infine, il diritto di nominare uno o più amministratori. Accanto a questi poteri speciali, l'art. 1, terzo comma, d.l. n. 332/1994 disciplinava una modalità di trasferimento "diretta" della partecipazione pubblica a favore di investitori privati selezionati, che richiamava l'istituto dei *noyaux durs* francese, accompagnata da un eventuale divieto di cessione della stessa partecipazione per un periodo determinato.

⁸Già nel 1997, la Commissione europea aveva adottato una Comunicazione concernente gli investimenti intracomunitari volta a stabilire i criteri di compatibilità della disciplina dei poteri speciali rispetto al diritto comunitario. Secondo quanto emerge da tale Comunicazione, la Commissione, nel valutare le discipline nazionali vigenti in materia di poteri speciali, ne rilevava la tendenziale incompatibilità con il principio della libera circolazione dei capitali e il diritto di stabilimento, a meno che tali provvedimenti non rientrassero in una delle deroghe previste dall'ordinamento comunitario, concernenti i settori relativi all'ordine pubblico, la pubblica sicurezza, la sanità pubblica e la difesa. *Comunicazione della Commissione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari* (97/C 220/06), pubblicata in GUCE, n. C 220 del 19/07/1997. In tema, v. G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni, libera circolazione dei capitali e golden share. L'intervento di uniformazione-armonizzazione della CGCE*, in *Il «Diritto Privato Europeo» dal mercato interno alla cittadinanza europea*, a cura di F.P. TRAISCI, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2010, 675 ss.

nazionali, considerati in contrasto con il diritto europeo. È noto, infatti, che il maggior limite delle soluzioni normative risiedeva nell'imprecisa formulazione dei criteri regolanti l'adozione dei poteri speciali: trattandosi di imprese già pubbliche e poi privatizzate, si riteneva, a torto, che l'interesse pubblico fosse in qualche modo intrinseco.

Su queste premesse era pressoché scontato un severo intervento della Corte di giustizia dell'UE (già CE), la quale, a più riprese, ha dichiarato l'illegittimità delle previsioni normative degli Stati membri, a causa dell'asserita incompatibilità dei poteri speciali con i principi dell'ordinamento comunitario⁹.

La crisi finanziaria ed economica del 2008 e l'emersione di forti economie statali nel panorama mondiale, hanno indotto gli Stati a prestare maggiore attenzione alla tutela dei propri interessi nazionali; tendenza che si è tradotta in

⁹ Si rimanda all'ampio elenco delle sentenze della Corte di giustizia UE in tema di *golden shares* contenuto in M. LAMANDINI, F. PELLEGRINI, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello Stato: dalla golden share al golden power*, in *Diritto societario europeo e internazionale*, diretto da M. BENEDETTELLI, M. LAMANDINI, Assago, Utet giuridica, 2017, 108, nt. 5. In dottrina, sul tema della giurisprudenza della Corte di giustizia CE/UE sui poteri speciali, si vedano: T. AJELLO, *Le golden shares nell'ordinamento comunitario: certezza del diritto, tutela dell'affidamento e «pregiudiziale» nei confronti dei soggetti pubblici*, in *Dir. Un. eur.*, 2007, 811 ss.; E. FRENI, *Golden share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi*, (Nota a Corte giust. comunità europee, 4 giugno 2002, n. 483/99), in *Giorn. dir. amm.*, 2002, 1045 ss.; EAD., *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni simmetriche: un conflitto irrisolto*, in *Giorn. dir. amm.*, 2007, 145 ss.; D. GALLO, *Corte di Giustizia UE, golden shares e investimenti sovrani*, in *Dir. comm. int.*, 2013, 917 ss.; F. GASPARI, (nt. 2), 19 ss.; L. SALERNO, *Golden shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2002, 671 ss.; G. SCARCHILLO, (nt. 8), 682 ss.; ID., *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contr. impr. Eur.*, 619 ss.; F. SANTONASTASO, *La "saga" della golden share tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 302 ss. L'unico caso in cui i poteri speciali superavano il vaglio della Corte riguarda l'*action spécifique* belga, rispetto alla quale la stessa riconosceva la compatibilità con il Trattato dei poteri speciali introdotti da due appositi regi decreti in altrettante società, nominalmente individuate, operanti nel settore energetico (*Arrêts Royaux* del 10 giugno 1994 e del 16 giugno 1994). In tal caso, la Corte ha statuito che i poteri speciali, così come legislativamente configurati, fossero necessari e proporzionati all'obiettivo di garantire l'approvvigionamento energetico in caso di crisi: Corte Giust. CE, 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione v. Belgio*. In seguito alla statuizione della Corte di Giustizia nel caso belga, la dottrina ha elaborato cinque requisiti indispensabili per aversi una c.d. *golden share* "virtuosa" e conforme al diritto comunitario: (i) esistenza di un testo normativo preciso; (ii) un sistema di controllo statale successivo e non di autorizzazione preventiva; (iii) termini precisi per l'opposizione; (iv) obbligo di motivazione del provvedimento; (v) controllo giurisdizionale effettivo: H. FLEISCHER, *Judgments of the full Court of 4 June 2002*, in *Common Law Market Review*, 2003, n. 40, 497.

un approccio maggiormente protezionistico verso le attività ritenute strategiche per l'economia nazionale¹⁰.

Così, se da un lato si è assistito ad un ampliamento degli interessi in gioco, dall'altro si è registrato un incremento degli stessi settori strategici, riflessosi nella recente modifica della disciplina nazionale riguardante i cc.dd. *golden power*. Alla sicurezza e alla difesa nazionale e ai servizi pubblici essenziali, se ne sono affiancati altri, quali quello delle telecomunicazioni, delle nuove tecnologie digitali, delle infrastrutture finanziarie, fino ad arrivare alla tutela di interessi "trasversali", che possono coinvolgere svariati settori economici, come ad esempio, i dati personali.

Si tratta di un notevole cambio di passo, nel quale gli interessi tutelati non corrispondono più solamente al "nocciolo duro" dei settori sensibili, intrinsecamente strategici per la tutela delle essenziali funzioni statali, ma si moltiplicano, riflettendo la necessità per lo Stato di preservare la propria competitività e quella delle proprie imprese, in uno scenario economico altamente complesso.

3. *L'attuale assetto dei poteri speciali nell'ordinamento italiano.*

Con il d.l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modifiche nella l. 11 maggio 2012, n. 56, il legislatore italiano provvedeva all'emanazione di una rinnovata disciplina in materia di *golden power*¹¹.

¹⁰ In tal senso v. A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 151 ss. Si può, peraltro, ricordare come la preoccupazione legata all'emersione di economie statali forti fosse esacerbata dagli investimenti operati dai fondi sovrani, a causa dell'opacità che ne caratterizza l'operatività e, di conseguenza, la possibilità di un loro utilizzo per fini diversi da quelli economici. Sul tema si vedano: S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, *I fondi sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, *Consob Discussion Paper n. 3*, luglio 2012, *passim*; M. LAMANDINI, *Temi e problemi in materia di contendibilità del controllo, fondi sovrani e investimenti diretti stranieri nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale*, in *RDS*, 2012, 491 ss. Il tema è stato affrontato anche dalla Commissione europea, con la comunicazione *Un approccio comune europeo ai fondi sovrani*, COM(2008) 115 final, Bruxelles, febbraio 2008.

¹¹ Sulla disciplina di cui al d.l. n. 21/2012 si vedano: ASSONIME, *I poteri speciali dello Stato sulle società operanti in settori strategici (Circolare Assonime n. 21/2014)*, in *Riv. soc.*, 2014, 888 ss.; R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, in *RDS*, 2018, 681 ss.; L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. comm.*, 2013, 919 ss.; F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2014, IX, 57 ss.; A. COMINO, "Golden powers" per dimenticare la "golden share": le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori

La normativa era adottata utilizzando la decretazione d'urgenza, impiegata al dichiarato scopo di evitare un'ulteriore condanna da parte della Corte di giustizia¹². Infatti, dopo due condanne già subite dall'Italia¹³, nel novembre 2009, la Commissione europea apriva una nuova procedura di infrazione (n. 2009/2255) ex art. 258 del T.F.U.E. Con decisione del 24 novembre 2011, in seguito alla trasmissione da parte dell'Italia di una bozza di decreto che riformava la disciplina dei poteri speciali ritenuta – però – insoddisfacente, la Commissione deferiva l'Italia alla Corte di giustizia dell'UE. Nel parere motivato del 16 febbraio 2011, la Commissione rilevava che, per quanto gli interessi richiamati dalla normativa italiana potessero in astratto giustificare una restrizione della libera circolazione dei capitali e della libertà di stabilimento, le misure lì configurate risultavano inadeguate o, comunque, sproporzionate, ai fini del conseguimento degli interessi tutelati.

Molti sono i profili che hanno portato a rivedere l'assetto dei poteri speciali, ad iniziare dalla scelta di svincolarne l'esercizio dalla circostanza che la società fosse precedentemente in mano pubblica; garantendo in tal modo parità di trattamento fra società pubbliche e private operanti in uno dei settori ritenuti rilevanti.

Con il d.l. 15 maggio 2012, n. 21, si assiste, infatti, all'abbandono del meccanismo della *golden share* per passare a quello del *golden power*. I poteri speciali non transitano più attraverso il possesso di partecipazioni societarie,

della difesa, della sicurezza nazionale e delle comunicazioni, in Riv. it. dir. pubbl. com., 2014, 1019 ss.; V. DONATIVI, *Golden Powers. Profili di diritto societario*, Torino, Giappichelli, 2019, *passim*; S. MEZZACAPO, *I nuovi "poteri speciali" del Governo italiano sulle attività d'impresa e sugli assets di "rilevanza strategica" (per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, nonché per i settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni)*, in Dir. banc. merc. fin., 2012, I, 703 ss.; A. SACCO GINEVRI, *I "golden powers" dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in *federalismi.it*, 2016, n. 22, 2 ss.; A. SACCO GINEVRI, F.M. SBARBARO, (nt. 1), 109 ss.; C. SAN MAURO, *I poteri speciali del Governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici: dalla golden share ai golden powers*, in *Foro amm.*, 2015, 2951 ss.

¹² Si veda il preambolo del d.l. n. 21/2012: «Ritenuta la straordinaria necessità ed urgenza di modificare la disciplina normativa in materia di poteri speciali attribuiti allo Stato nell'ambito delle società privatizzate, oggetto della procedura d'infrazione n. 2009/2255 – allo stadio di decisione di ricorso ex articolo 258 TFUE – in quanto lesiva della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali garantite dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE)».

¹³ L'Italia è stata condannata una prima volta con la sentenza del 23 maggio 2020 e, nuovamente, con la sentenza del 26 marzo del 2009. In entrambi i casi, in sintesi, le modalità di esercizio dei poteri speciali e l'unico richiamo al concetto di interesse nazionale quale criterio di esercizio di tali poteri, venivano considerati incompatibili con la libera circolazione dei capitali e con il diritto di stabilimento, in quanto forieri di ingiustificate disparità di trattamento.

ma discendono direttamente dalla disciplina legislativa, che ne regola l'esercizio.

A ciò si aggiunge un intenso sforzo volto a delineare quanto più precisamente possibile le attività di rilevanza strategica, nonché i criteri di valutazione da utilizzarsi nell'esercizio dei poteri speciali; anche questi tassativamente enucleati e opportunamente modulati a seconda del settore rilevante e della situazione contingente.

Dal punto di vista delle prerogative esercitabili, vengono eliminati sia quello di opporsi alla stipulazione di alcuni patti parasociali che quello di nominare un amministratore senza diritto di voto, mentre sono mantenuti i poteri di veto in ordine a determinate delibere od operazioni e all'opposizione all'acquisto di partecipazioni rilevanti. Alla scelta tra divieto o autorizzazione, si aggiunge la possibilità di imporre condizioni o prescrizioni qualora ritenute più adeguate e proporzionate per la tutela degli interessi perseguiti.

La disciplina si caratterizzava per essere suddivisa – almeno in origine – su due livelli: da un lato quello della difesa e della sicurezza nazionale, dall'altro, i settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni.

Il Decreto prevede anzitutto che debbano essere individuate le attività considerate di rilevanza strategica per il sistema di difesa e di sicurezza nazionale¹⁴, mentre, per quanto concerne i settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, si prevede l'individuazione delle reti, degli impianti, dei beni e dei rapporti considerati strategici¹⁵.

I poteri esercitabili dal Governo nei settori della difesa e della sicurezza nazionale contemplano la possibilità di imporre specifiche condizioni nel caso di acquisto di partecipazioni o la possibilità di vietarle, qualora l'acquisto avvenga da parte di un soggetto diverso dallo Stato italiano, un ente pubblico italiano o di soggetti da questi controllati. Si aggiunge la facoltà di esercitare un potere di veto o di imporre specifiche condizioni all'adozione di determinate delibere, atti o operazioni.

Parallelamente, nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, i poteri si sostanziano nella facoltà di condizionare l'acquisto di partecipazioni all'assunzione, da parte dell'acquirente, di impegni volti a garantire la tutela degli interessi essenziali dello Stato, fino alla possibilità di opporsi all'acquisto nei casi, eccezionali, in cui l'acquisto possa metterne a repentaglio la tute-

¹⁴ Regolamento per l'individuazione delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, d.p.c.m. 6 giugno 2014, n. 6.

¹⁵ Regolamento per l'individuazione degli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, d.p.c.m. 23 dicembre 2020, n. 180.

la. In entrambi i casi, i poteri speciali sono però esercitabili solo nei confronti di soggetti esterni all'Unione europea. Anche in questi settori è previsto, poi, un potere di veto in relazione a delibere, atti o operazioni che comportino modifiche della titolarità, del controllo, della disponibilità degli attivi o il cambiamento della loro destinazione, sempreché sussista la minaccia di un grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti. Inoltre, qualora basti a garantire la tutela dei predetti interessi, il potere può tradursi nell'imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni.

Merita dare conto che agli originari settori si aggiungeva, nel 2019, quello riguardante le reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G¹⁶. In esso sono assoggettati alla disciplina la stipula di contratti o accordi aventi ad oggetto l'acquisizione di beni o servizi relativi alla progettazione, realizzazione, manutenzione e gestione delle predette reti o l'acquisizione di componenti ad alta intensità tecnologica funzionali alla realizzazione o gestione, se posti in essere con soggetti esterni all'Unione europea. I poteri esercitabili in questi casi si risolvono nella possibilità di vietare la stipula dei predetti accordi o di imporre prescrizioni o condizioni¹⁷.

4. *Il Regolamento UE sugli investimenti esteri diretti.*

Il già complesso quadro normativo dei *golden power* si è di recente addensato per effetto dell'intervento del legislatore comunitario.

Al fine di meglio descriverlo è opportuno rammentare che, dal punto di vista dell'ordinamento europeo, le misure che gli Stati adottano per tutelare i propri legittimi interessi possono comportare una restrizione agli investimenti esteri diretti. Questi ultimi rientrano nella materia della politica commerciale comune che, sin dall'entrata in vigore del Trattato istitutivo della CEE, è uno

¹⁶ Art. 1-*bis*, introdotto con d.l. 25 marzo 2019, n. 22, convertito, con modificazioni, dalla l. 20 maggio 2019, n. 41.

¹⁷ In tema si vedano: R. ANGELINI, (nt. 11), 681 ss.; M. CLARICH, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, (nt. 1), 115 ss.; S. MELE, *Il perimetro di sicurezza nazionale cibernetica e il nuovo "golden power"*. *Dalla compliance delle aziende e della pubblica amministrazione alla sicurezza nazionale*, in *Il diritto di Internet nell'era digitale*, a cura di G. CASSANO e S. PREVITI, Milano, Giuffrè, 2020, 185 ss.; G. SCARCHILLO, *Golden Powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Dir. comm. int.*, 2020, 569 ss.

dei pilastri fondamentali dell'Unione, su cui essa vanta una competenza esclusiva. Il quadro istitutivo di riferimento è dato dagli artt. 206 e 207 del T.F.U.E., secondo i quali l'Unione contribuisce allo sviluppo del commercio internazionale e all'uniformità della politica commerciale comune¹⁸.

In questa cornice, il 19 marzo 2019 l'Unione europea ha adottato un Regolamento che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione¹⁹.

Con questa disciplina le Istituzioni europee, dato atto che gli Stati membri hanno adottato misure fra loro diverse sul controllo degli investimenti esteri diretti per tutelare la sicurezza e l'ordine pubblico, non intendono sostituirle²⁰, bensì istituire un meccanismo di cooperazione tra gli Stati, attuato grazie ad uno scambio di informazioni tra essi e la Commissione europea. Il Regolamento, dunque, mira ad integrarsi con i meccanismi di controllo già adottati dagli Stati membri.

Il quadro istituito dal Regolamento europeo prevede due distinte procedure.

La prima è relativa agli investimenti esteri già oggetto di un controllo in corso, che vanno notificati agli Stati membri e alla Commissione. Qualora uno degli Stati ritenga che l'investimento sottoposto a controllo possa incidere sulla propria sicurezza o sul proprio ordine pubblico, o se dispone di informazioni ri-

¹⁸ Sul tema e, in particolare, sulla competenza sugli investimenti esteri diretti dell'Unione europea si vedano: G. CONTALDI, *Sub art. 206*, in *Trattati dell'Unione europea*², a cura di A. TIZZANO, Milano, Giuffrè, 2014, 1701 ss.; M.R. MAURO, *La politica commerciale comune nel Trattato di Lisbona, con particolare riferimento agli investimenti stranieri*, in *Il «Diritto Privato Europeo» dal mercato interno alla cittadinanza europea*, (nt. 8), 55 ss.

¹⁹ Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione. Sul tema, si vedano: R. MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e controllo degli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Dir. comm. int.*, 2018, 699 ss.; G. NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, (nt. 1), 121 ss.; M. RESCIGNO, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 847 ss.

²⁰ Ciò si evince chiaramente dall'art. 1, par. 3, Regolamento (UE) 2019/452, secondo il quale «nessuna disposizione del presente regolamento limita il diritto di ciascuno Stato membro di decidere se controllare o meno un particolare investimento estero diretto nel quadro del presente regolamento» e dall'art. 3, par. 1, dello stesso Regolamento: «conformemente al presente regolamento, gli Stati membri possono mantenere, modificare o adottare meccanismi per controllare gli investimenti esteri diretti nel loro territorio per motivi di sicurezza o di ordine pubblico». Allo stato attuale risulta che 14 Stati membri abbiano adottato meccanismi di controllo sugli investimenti esteri diretti: *List of screening mechanisms notified by Member States*, https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/june/tradoc_157946.pdf.

levanti, può formulare osservazioni allo Stato membro notificante, inviandole anche alla Commissione, che a sua volta provvederà a notificare agli altri Stati membri l'avvenuta formulazione delle osservazioni. Parallelamente, la Commissione, ove ritenga che l'investimento possa compromettere la sicurezza o l'ordine pubblico in più di uno Stato membro, ovvero disponga di informazioni rilevanti, può emettere un parere destinato allo Stato da cui origina il controllo.

La seconda procedura riguarda, invece, gli investimenti esteri diretti che non siano già oggetto di un controllo. Questa consente ad uno Stato membro di formulare osservazioni su un investimento estero diretto in programma o già realizzato in un altro Stato membro, laddove ravvisi la possibilità che questo vada ad incidere sulla propria sicurezza o sull'ordine pubblico o qualora sia in possesso di informazioni rilevanti. Anche in questo caso è data alla Commissione la possibilità di emettere un parere destinato allo Stato membro in cui l'investimento estero diretto è programmato o già realizzato e, come detto, non è oggetto di un controllo in corso, laddove ritenga che tale investimento possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in più di uno Stato membro, ovvero disponga di informazioni pertinenti.

In entrambi i casi, gli Stati membri sono tenuti a trasmettere, senza ritardo, una serie di informazioni concernenti l'investimento estero diretto. Inoltre, ancorché le osservazioni e il parere della Commissione non siano vincolanti, è espressamente stabilito che gli Stati membri ne debbano tenere conto, fermo restando che la decisione finale spetta allo Stato che effettua il controllo.

Nel complesso, per quanto apprezzabili, i meccanismi di cooperazione così istituiti comportano un allungamento dei tempi delle procedure di controllo disciplinate dagli ordinamenti statali e un sensibile aggravio dell'incertezza sul loro possibile esito.

Venendo ai rapporti tra le fonti, è opportuno rilevare che l'ambito di applicazione del Regolamento non è coincidente con la disciplina italiana sui poteri speciali.

Dal punto di vista oggettivo, la nozione di investimento estero diretto adottata dal Regolamento, infatti, si riferisce ad un «investimento di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica»²¹;

²¹ Art. 2, par. 1, n. 1, Regolamento (UE) 2019/452. Il Regolamento europeo non contempla, invece, i cc.dd. investimenti di portafoglio (cfr. considerando n. 9 del Regolamento). Secondo

la disciplina italiana contempla, invece, numerose delibere e operazioni endo-societarie che non comportano alcun tipo di investimento²².

Anche da un punto di vista soggettivo, l'ambito di applicazione delle due discipline non coincide: mentre quella interna si applica sia a soggetti di provenienza nazionale che a quelli esteri, la regolamentazione europea riguarda esclusivamente gli investitori esteri. Anche la nozione di soggetto estero è diversamente enucleata dalle due discipline e il campo di applicazione di quella italiana risulta sensibilmente più ampio²³.

Probabilmente, per quanto ciò non ponga un problema di incompatibilità

una giurisprudenza consolidata della Corte di giustizia gli "investimenti di portafoglio" sono quelli «effettuati sotto forma di acquisto di titoli sul mercato dei capitali, effettuato soltanto per realizzare un investimento finanziario, senza l'intento di esercitare un'influenza sulla gestione e sul controllo dell'impresa»: Corte Giust. UE, Grande Sezione, 22 ottobre 2013, cause riunite C-105 C-107/12, *Staat der Nederlanden v. Essent*. In precedenza: Corte Giust. UE, 28 settembre 2006, cause C-282/04 e C-283/04, *Commissione v. Paesi Bassi*; Corte Giust. UE, 8 luglio 2010, C-171/08, *Commissione v. Portogallo*.

²² Ad esempio, la modifica dell'oggetto sociale o lo scioglimento della società. Per altro verso ci sono ipotesi in cui il confine potrebbe risultare molto sfumato. Si pensi, ad esempio, alla modifica della clausola statutaria che comporti la rimozione della soglia prevista per le azioni con diritto di voto limitato ad una misura massima (*ex art. 2351, terzo comma, c.c.*). La rimozione avrebbe l'effetto di espandere il peso dei diritti di voto del socio, in ipotesi un investitore estero, il quale potrebbe in tal modo esercitare quella partecipazione effettiva alla gestione o al controllo della società che rientra nella definizione di investimento estero diretto di cui al Regolamento UE.

²³ Infatti, la definizione di "investitore estero", ai sensi del Regolamento europeo, e quella di "soggetto esterno all'Unione europea" di cui al d.l. n. 21/2012 non sono perfettamente sovrapponibili. Secondo l'art. 2 del Regolamento, l'investitore estero è «una persona fisica di un paese terzo o un'impresa di un paese terzo che intende realizzare o ha realizzato un investimento estero diretto», intendendosi per impresa di un paese terzo «un'impresa costituita o comunque organizzata conformemente alla legislazione di un paese terzo». Ai sensi, invece, dell'art. 2, comma 5-*bis*, del d.l. n. 21/2012, per soggetto esterno all'Unione europea si intende: «a) qualsiasi persona fisica o persona giuridica che non abbia la residenza, la dimora abituale, la sede legale o dell'amministrazione ovvero il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo o che non sia comunque ivi stabilita; b) qualsiasi persona giuridica che abbia stabilito la sede legale o dell'amministrazione o il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo, o che sia comunque ivi stabilita, e che risulti controllata, direttamente o indirettamente, da una persona fisica o da una persona giuridica di cui alla lettera a); c) qualsiasi persona fisica o persona giuridica che abbia stabilito la residenza, la dimora abituale, la sede legale o dell'amministrazione ovvero il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo, o che sia comunque ivi stabilita, qualora sussistano elementi che indichino un comportamento elusivo rispetto all'applicazione della disciplina di cui al presente decreto».

col diritto comunitario, che permette la restrizione della libertà di circolazione dei capitali qualora sia necessario per la tutela della sicurezza nazionale, si pone una questione di allineamento tra la disciplina nazionale e quella comunitaria.

Infatti, sebbene non tutte le misure adottate ai sensi della disciplina italiana siano soggette alla notifica agli altri Stati membri e alla Commissione europea, nell'adeguare la normativa a quella europea il nostro legislatore ha ampliato tutti i termini entro cui devono essere esercitati i poteri speciali, portandoli da quindici a quarantacinque giorni, senza tenere conto del fatto che talune operazioni non richiedono la notifica.

Infine, il Regolamento contiene una disposizione di notevole rilevanza, consentendo agli Stati membri di valutare l'incidenza di tali investimenti sulla propria sicurezza e sul proprio ordine pubblico anche in settori normalmente non contemplati dalle discipline nazionali, ma resi strategici dalle nuove tecnologie e del loro impatto sulla vita dei cittadini. Infatti, ai sensi dell'art. 4, par. 1 del Regolamento, al nucleo "duro" dei settori relativi alla difesa o alle infrastrutture critiche che riguardino l'energia, le materie prime, i trasporti, l'acqua o le comunicazioni, si aggiungono le infrastrutture (fisiche o virtuali) finanziarie, quelle di archiviazione dei dati, l'intelligenza artificiale, la robotica, la sicurezza alimentare, l'accesso a informazioni sensibili quali i dati personali, la libertà e il pluralismo dei media²⁴.

5. L'acquisto di partecipazioni rilevanti nel settore della difesa e della sicurezza nazionale: questioni societarie.

Come si è già rilevato, l'esercizio dei singoli poteri speciali è diversamente regolato a seconda del settore interessato e della fattispecie in gioco.

Prendendo le mosse dal settore della difesa e della sicurezza nazionale, l'art. 1, quinto comma, d.l. n. 21/2012 richiede a chiunque acquisisca una partecipazione di notificare entro dieci giorni alla Presidenza del Consiglio dei

²⁴ Particolare interesse ha suscitato la ricomprensione delle infrastrutture finanziarie nel perimetro dei settori rilevanti ai fini dell'esercizio dei poteri speciali, per la verità già previsti dall'art. 14 della l. n. 172/2017 e poi confluita tra i settori di cui al Regolamento europeo sugli investimenti esteri diretti. Sul punto si vedano: S. ALVARO, M. LAMANDINI, A. POLICE, I. TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici Consob*, febbraio 2019, 45 ss.; F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, (nt. 1), 105 ss.

Ministri l'eventuale superamento di determinate soglie. Risolvendo un punto in precedenza controverso, si è evitato il rinvio all'art. 120, secondo comma, t.u.f.²⁵. Secondo quanto stabilito dalla previsione in esame rilevano, dunque, gli acquisti di azioni o quote che determinino il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25% e 50%.

Ai fini dell'esercizio dell'opposizione, rilevano gli acquisti effettuati, a qualsiasi titolo, diretti o indiretti, anche attraverso acquisizioni successive, per interposta persona o tramite soggetti altrimenti collegati, di un livello di partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. Solo a questo fine, la norma, richiamando sia l'art. 122 del t.u.f., sia l'art. 2341 *bis* c.c., prevede si computino anche le partecipazioni detenute da terzi con i quali l'acquirente abbia stipulato un patto parasociale.

Ai fini della notifica, il principale nodo da sciogliere concerne l'uso del termine partecipazione²⁶. In particolare, non è chiaro se nel computo delle soglie rilevano le sole partecipazioni al capitale in senso stretto o se si debba invece estendere il concetto anche a strumenti diversi da azioni o quote. Infatti, se è vero che la notifica deve essere effettuata in relazione ad acquisti che abbiano ad oggetto azioni o quote, è altrettanto vero che l'esercizio del potere di opposizione concerne una situazione in cui l'acquirente venga a detenere una partecipazione «in grado di compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale»²⁷. Altro dato normativo, degno di nota, riguarda i presupposti di cui il Governo deve tenere conto nella valutazione del possibile pregiudizio agli interessi tutelati derivanti dall'acquisto di una partecipazione rilevante, da scrutinarsi «alla luce della potenziale influenza dell'acquirente sulla società, anche in ragione della entità della partecipazione acquisita»²⁸.

²⁵ Prima della modifica, avvenuta con il d.l. 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. Decreto liquidità), che ha modificato il d.l. 21 settembre 2019, n. 105 (convertito in l. 18 novembre 2019, n. 133), la norma prevedeva delle soglie solo in relazione agli acquisti di azioni di società ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati e la prima soglia veniva individuata attraverso il rinvio all'art. 120, secondo comma, t.u.f., mentre le successive soglie venivano elencate dal Decreto. Non venivano indicate, invece, soglie rilevanti per l'acquisto di partecipazioni in società diverse dalle s.p.a. quotate. A tal proposito si poneva la questione se il rinvio alla disposizione del t.u.f. fosse da considerare un rinvio mobile o fisso, poiché la soglia inizialmente prevista veniva modificata con l'art. 1, sesto comma, d. lgs. 15 febbraio 2016, n. 25, il quale recepiva le modifiche contenute nella Direttiva 2013/50/UE (c.d. *Transparency II*). Sul punto V. DONATIVI, (nt. 11), 67 ss.

²⁶ Sulle molte accezioni del concetto di “partecipazione”, v. M. PALMIERI, *La partecipazione esterna alle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2015, *passim*.

²⁷ Art. 1, primo comma, lett. c), d.l. n. 21/2012.

²⁸ Art. 1, terzo comma, d.l. n. 21/2012.

Se il concorrere di tali fattori induce ad optare per una più ampia accezione, capace di superare i confini delle partecipazioni al capitale sociale, residuano, però, diverse questioni.

Risulta anzitutto problematico il trattamento delle acquisizioni di strumenti finanziari partecipativi, che le s.p.a. possono emettere ai sensi dell'art. 2346, sesto comma, c.c. e che possono essere dotati, oltre che di diritti patrimoniali, anche di diritti amministrativi, salvo il voto nell'assemblea generale degli azionisti; in particolare, ai possessori di detti strumenti può essere attribuito il diritto di voto su argomenti specificamente individuati e può essere loro riservata la nomina di un componente indipendente nell'organo di amministrazione o di un sindaco²⁹. Pur non potendosi proporre un'univoca soluzione, è plausibile che, almeno quando i diritti amministrativi siano potenzialmente in grado di raggiungere o concorrere al raggiungimento di diritti di voto superiori alle soglie di legge, l'acquisizione debba essere comunicata al Governo.

Altra questione è quella concernente quegli strumenti finanziari che, pur non potendosi a rigore far rientrare nella nozione di partecipazione, possono essere convertiti in una partecipazione al capitale o incorporare un diritto all'acquisto o, ancora, dare luogo all'acquisto di azioni. Potrebbero dunque rilevare le obbligazioni convertibili in azioni, le obbligazioni *cum warrant*, finanche gli strumenti finanziari partecipativi che incorporino un diritto di conversione in azioni³⁰. La dottrina si è inoltre chiesta se rientrino nel computo anche gli strumenti finanziari derivati, in quanto idonei, almeno nel caso di *settlement* dell'operazione con regolamento tramite consegna fisica del sottostante, a dar luogo ad un acquisto di azioni³¹.

²⁹ Sul tema si vedano: A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2012, 177 ss.; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006, 36 ss.; ID., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, vol. I, Torino, Utet giuridica, 2006, 735 ss.

³⁰ In questo senso, in dottrina: N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in AA.VV., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, IV.I, Padova, Cedam, 2010, 342; B. LIBONATI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre*, Milano, Giuffrè, 2007, 603; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari «partecipativi» (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 159. Cfr. anche la Massima 166 della Commissione Societaria del Consiglio Notarile di Milano.

³¹ A. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, 733 ss.: secondo l'A. rileverebbero, ai fini dell'obbligo di notifica, sia i derivati strutturati con clausola di liquidazione per consegna fisica del sottostante (c.d.

Ma anche nel caso in cui il termine partecipazione fosse inteso nel senso di partecipazione al capitale, si pongono diverse questioni.

Anzitutto, non è chiaro se nel computo delle soglie vadano calcolate anche le azioni prive del diritto di voto, che, in effetti, non sarebbero in grado di influire sul governo societario e, dunque, non dovrebbero rilevare ai fini della valutazione del potenziale pregiudizio agli interessi tutelati dalla disciplina del *golden power*. Per quanto in prima battuta la risposta possa sembrare negativa, i dubbi sono accentuati dall'osservare che, al di là dell'esercizio del voto, il socio potrebbe influire indirettamente sulla *governance* della società esercitando altri diritti amministrativi, quali ad esempio l'esercizio dell'azione di responsabilità *ex art. 2393 bis c.c.* oppure attraverso l'esercizio delle facoltà di denuncia ai sensi degli artt. 2408 o 2409 c.c.

Altra questione è quella concernente il computo delle azioni che attribuiscono diritti di voto in misura non proporzionale rispetto alla partecipazione al capitale, ossia azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato³². Ferme restando le loro caratteristiche, è necessario chiedersi se si debba tenere conto di siffatte maggiorazioni dei diritti di voto ai fini della comunicazione.

Per le società costituite in forma di s.r.l., poi, è dubbio quale sorte attribuire ai particolari diritti riguardanti l'amministrazione che possono essere assegnati ai soci dall'atto costitutivo, ai sensi dell'art. 2468, terzo comma, c.c.

Le medesime incertezze si riflettono anche sulla nozione di capitale da calcolare al denominatore. In particolare, non è chiaro se si debba tenere conto del totale delle azioni emesse, del totale delle sole azioni con diritto di voto o se rilevi il totale dei soli diritti di voto. Una combinazione delle ultime due soluzioni è, ad esempio, quella adottata dal t.u.f., dove, ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, le soglie si riferiscono alle partecipazioni al capitale, inteso come quello rappresentato da azioni con diritto di voto e, ove siano state emesse azioni che prevedono una maggiorazione del voto, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto³³.

physical settlement), sia quelli che prevedono la liquidazione per contanti (c.d. *cash settlement*). Più in generale, sulle tecniche di dissociazione tra diritto di voto e proprietà economica delle azioni, v. G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in AA.VV., *La società per azioni oggi*, (nt. 30), 629 ss.

³² F. RIGANTI, *I golden powers italiani tra «vecchie» privatizzazioni e «nuova» disciplina emergenziale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 867 ss.; V. DONATIVI, (nt. 11), 46 ss.

³³ A. PETRUZZI, *Sub art. 120*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, a cura di V. CALANDRA BUONAURA, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2020, 913 ss.; A. TUCCI, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, vol. II, Bologna, Zanichelli, 2020, 1542 ss.

Non è facile dare risposta ai predetti interrogativi, cui in parte si è già provato a replicare.

In linea di principio, sembra dirimente il fatto che la disciplina assume a presupposto dell'esercizio dell'opposizione all'acquisto di partecipazioni rilevanti la possibilità di esercitare diritti di voto in grado di pregiudicare gli interessi tutelati e che, dunque, il *focus* debba essere spostato dal concetto di mera partecipazione al capitale a quello di titolarità del diritto di voto³⁴.

In questo senso, tenendo conto delle considerazioni esposte e cercando di fornire un criterio sufficientemente univoco, è opportuno considerare rilevanti unicamente quelle partecipazioni capaci di avere un'effettiva incidenza sulla *governance* dell'impresa e, dunque, quelle partecipazioni che attribuiscono il diritto di voto, a prescindere dal fatto che possano ricondursi ad una partecipazione al capitale in senso stretto. Sicura rilevanza, da questo punto di vista, hanno gli strumenti finanziari partecipativi che attribuiscono diritti amministrativi. Nel computo della partecipazione, poi, dovrebbe tenersi conto di quelle azioni o quote che attribuiscono un diritto di voto più che proporzionato alla partecipazione al capitale e, di contro, non dovrebbero rilevare, fatti salvi i rilievi precedentemente svolti, le azioni istituzionalmente prive del diritto di voto³⁵.

In secondo luogo, se si condivide l'idea che rilevino le partecipazioni già effettivamente in grado di incidere sulla *governance*, vi sono estranee le situazioni che comportino solo una potenziale aspettativa. In questo senso, dovranno escludersi dal computo della partecipazione rilevante tutti quegli strumenti che incorporano un diritto di [far] acquistare le azioni, ovvero le obbligazioni convertibili in azioni, le obbligazioni *cum warrant*, gli strumenti finanziari partecipativi che incorporano il diritto di acquistare azioni e gli strumenti fi-

³⁴ Una situazione su tutte, seppure estrema, valga a rendere evidente la necessità di ragionare in termini di diritti di voto. Si ipotizzi il caso in cui, accanto all'emissione di azioni a voto plurimo, la società abbia emesso anche azioni senza diritto di voto. Così, laddove il 50% del capitale fosse costituito da azioni prive del diritto di voto, sarebbe sufficiente il possesso del 12,6% del capitale costituito da azioni a voto plurimo con tre voti ciascuna per conseguire un controllo di diritto della società: N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com* (approfondimento del 29 settembre 2014), 12; E. BARCELLONA, *Sub art. 2351 co. 4*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, t. I, Milano, Giuffrè, 2016, 567-568; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 271; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, a cura di U. TOMBARI, Torino, Giappichelli, 2016, 26 ss.

³⁵ Dovrebbero computarsi, invece, le azioni il cui diritto di voto sia solo temporaneamente sospeso. Sul computo dei voti in caso di pegno o usufrutto di quote o azioni v. *infra*, par. 7.

nanziari derivati³⁶. In tutti questi casi, la partecipazione e il diritto di voto sono solo potenziali e la loro inclusione nella nozione di partecipazione non trova espressione nella *ratio* dei poteri speciali. La notifica andrà dunque effettuata nel momento in cui le azioni verranno effettivamente acquistate.

Quanto alle fattispecie in cui il diritto di voto più che proporzionato non appartenga “geneticamente” al titolo, ma dipenda dal verificarsi di una certa situazione piuttosto che da una fattispecie di acquisto in senso stretto, non è semplice stabilire se e quando sorga l’obbligo di notifica. Così è, ad esempio, nel caso in cui una delle soglie rilevanti venga superata in ragione del conseguimento della maggioranza del voto. Le azioni a voto maggiorato, come noto, non costituiscono una categoria speciale di azioni ma attribuiscono un “premio” a beneficio di quei soci che abbiano mantenuto le azioni per un periodo continuativo di almeno ventiquattro mesi (c.d. *vesting period*); il beneficio, quindi, non è immediatamente attribuito al momento della sottoscrizione delle azioni, ma viene maturato in seguito e, inoltre, decade qualora le azioni vengano cedute. In questo senso, privilegiando una lettura che consente di valutare il peso della partecipazione del socio nel momento in cui essa è attuale ed effettiva, sembra preferibile postulare che l’obbligo di notifica sorga al momento in cui il socio ottenga effettivamente il diritto alla maggioranza del voto poiché, come noto, detto beneficio è opzionale. In altre parole, esso non è automatico, perché l’iscrizione nell’elenco in cui devono essere necessariamente registrate le azioni costituisce sì condizione necessaria ai fini della maturazione del *vesting period* ma non è obbligatoria per il socio, bensì discrezionale, senza che la società possa procedervi di sua iniziativa³⁷. Va poi rilevato che, se previsto dallo statuto, anche dopo l’iscrizione delle azioni nell’elenco, il socio potrà sempre rinunciare alla maggioranza del voto. In ultima analisi, la notifica dovrebbe avvenire solo nel momento in cui il socio abbia conseguito effettivamente la maggioranza del voto che comporti il superamento di una delle soglie previste e venga iscritto nella sezione speciale dell’elenco.

³⁶ Non si vuole qui negare l’importanza delle conseguenze che i derivati finanziari possono avere in termini di influenza sulla *governance* della società. Tuttavia, di per sé, i derivati finanziari non integrano la fattispecie prevista dalla norma, poiché il loro acquisto non comporta alcun acquisto di partecipazioni. Sul tema, si veda più ampiamente *infra*, par. 8.

³⁷ G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, in *Il testo unico finanziario*, vol. II, (nt. 33), 1716 ss.

6. Quote di s.r.l. e diritti particolari dei soci.

Come già accennato, altre questioni si pongono nel caso, tutt'altro che infrequente, che si tratti di acquisizione di quote di s.r.l.

Data l'importanza che possono rivestire in termini di influenza sulla *governance* della società, vanno anzitutto considerati i particolari diritti di natura amministrativa attribuibili ai singoli quotisti. Il tema merita senz'altro qualche breve considerazione, poiché non sempre sembrano potersi replicare i medesimi ragionamenti sin qui condotti, soprattutto in ragione delle svariate connotazioni che questi particolari diritti possono assumere³⁸.

Come è risaputo, il loro contenuto può essere molto diverso: comprende, ad esempio, la possibilità di nominare un amministratore o il diritto di opporre un veto in relazione a determinate decisioni od operazioni³⁹. Tuttavia, pur potendo i diritti in questione incidere notevolmente sulla *governance* della società, si deve rilevare che essi non configurano una partecipazione quantificabile in termini percentuali, come invece richiede – opportunamente – il Decreto⁴⁰.

Ai fini del tema qui affrontato e, dunque, della nozione di partecipazione di cui tenere conto nel computo delle soglie previste dal d.l. n. 21/2012, rileva, piuttosto, la possibilità che il diritto particolare attribuito al socio si configuri

³⁸ Si vedano, *ex multis*: P. BUTTURINI, *I diritti particolari dei soci*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. BIONE, R. GUIDOTTI, E. PEDERZINI, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. GALGANO, vol. LXV, Padova, Cedam, 2012, 169 ss.; V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA e G. MARASÀ, vol. I, Milano, Giuffrè, 2020, 789 ss.; R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, Milano, Giuffrè, 2011, 284 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, Giuffrè, 2010, 522 ss.

³⁹ Un consenso generalizzato, in dottrina, si è formato (i) sulla possibilità di nominare uno, più o tutti gli amministratori, nonché di revocarli; (ii) sul diritto di determinare la “rosa” dei candidati alla carica di amministratore; (iii) sul diritto del socio di rivestire egli stesso il ruolo di amministratore (potendo essere anche amministratore unico); (iv) sul diritto di adottare in via unilaterale determinate decisioni riguardanti l'amministrazione della società; (v) sulla possibilità di esercitare un diritto di veto al compimento di determinate operazioni o all'assunzione di determinate decisioni; (vi) sul diritto di autorizzare il compimento di determinati atti. Meno pacifica è l'attribuzione del diritto particolare di nomina di un componente del collegio sindacale. Altrettanto può dirsi in merito a quei diritti particolari diversi cc.dd. atipici, ossia diversi da quelli inerenti all'amministrazione e la partecipazione agli utili. Si vedano, per tutti, V. DONATIVI, (nt. 38), 805 ss.; R. SANTAGATA, (nt. 38), 284 ss.

⁴⁰ Come si vedrà, sarebbe più ragionevole prevedere questa ipotesi tra quelle che prevedono la notifica di una modifica di una clausola statutaria.

come una maggiorazione del diritto di voto o, comunque, una sua attribuzione non proporzionale alla partecipazione⁴¹. Com'è risaputo, poi, l'attribuzione dei particolari diritti passa attraverso una decisione unanime dei soci, che potrebbe essere sia contestuale che successiva all'acquisto di una partecipazione. Anche qui, dunque, ci si scontra con il dato normativo, che prevede la notifica solo in relazione all'“acquisto” della partecipazione.

Questione peculiare è, poi, quella della circolazione della quota del socio cui sia attribuito un diritto particolare. Sul punto, si registrano diverse opinioni: mentre parte della dottrina ritiene che i diritti particolari siano attribuiti al singolo socio e che, dunque, nel caso di trasferimento della quota di partecipazione sono destinati ad estinguersi, altri, invece, le ritengono trasferibili unitamente alla partecipazione⁴².

Va per altro rilevato che si rinvencono clausole che, anziché identificare nominativamente i soci destinatari del diritto particolare, li individuano in maniera determinabile o “dinamica”, elencando i criteri e i requisiti che dovranno possedere⁴³. In questi ultimi casi, l'acquisto del diritto particolare, che com-

⁴¹ L'attribuzione di un diritto di voto non proporzionato alla partecipazione è, per altro, questione non pacifica in dottrina stante il disposto dell'art. 2479, quinto comma, c.c., che prevede espressamente il principio di proporzionalità del voto alla partecipazione al capitale e che non fa salva una diversa disposizione statutaria. Ciò nonostante, molti Autori superano il dato testuale attraverso una lettura sistematica di quelle norme che disegnano un'ampia autonomia statutaria riscontrabile nella s.r.l. in tema di partecipazioni sociali e ammettono, pur con dei limiti, la possibilità di attribuire un diritto di voto in misura non proporzionale. Si vedano, *ex multis*: A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, Giuffrè, 2009, 59 ss.; P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2017, 29 ss.; R. SANTAGATA, (nt. 38), 293-294; G. ZANARONE, (nt. 38), 1301 ss.

⁴² Tale dottrina ammette che una clausola dell'atto costitutivo possa elidere il rilievo personalistico della quota e consentirne il trasferimento insieme alla circolazione della quota. In tal senso, si vedano: A. BLANDINI, (nt. 41), 190 ss.; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, vol. V, Padova, Cedam, 2007, 138 ss.; M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 325 ss.; R. SANTAGATA, (nt. 38), 293-294. Dello stesso tenore anche la Massima 39 della Commissione Societaria del Consiglio Notarile di Milano, secondo la quale «In caso di attribuzione di particolari diritti a singoli soci, l'atto costitutivo può altresì liberamente stabilire sia il regime di circolazione delle loro partecipazioni, sia la sorte dei particolari diritti in caso di alienazione parziale o totale delle partecipazioni medesime [...]».

⁴³ Sul punto si veda la Massima notarile del Comitato interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, I.I.9. In dottrina si è ipotizzato, ad esempio, che «il diritto venga attribuito a chi acquisti una determinata quota da dante causa che fosse precedentemente titolare del medesimo diritto particolare», salvo specificare che lo stesso non sarebbe acquistato a titolo derivativo dal nuovo titolare, bensì a titolo originario, quale socio destinatario della clausola statutaria e, dunque, per essere a tal fine individuato *per relationem*: V. DONATIVI, (nt. 38), 997.

porterebbe l'obbligo di notifica, potrebbe avvenire contestualmente all'acquisto della quota.

Al di là della sicura possibilità di computare i diritti di voto che siano attribuiti in misura più che proporzionale, le difficoltà riguardano soprattutto le quote che attribuiscono particolari diritti non quantificabili in termini percentuali. Occorre infatti valutare se ed in che misura tali diritti possano riflettersi sulla *governance* della società. Inoltre, si deve tener conto del fatto che i particolari diritti in questione potrebbero essere attribuiti in un secondo momento, tramite un'apposita modifica statutaria. Quest'ultimo rilievo induce ad ipotizzare che l'obbligo di comunicazione possa sorgere non solo in occasione di un trasferimento della quota, ma anche in esito alla predetta delibera assembleare e, quindi, non più ai sensi dell'art. 1, quinto comma, ma del precedente quarto comma.

Per concludere, va ricordata l'ampia autonomia statutaria di cui godono le s.r.l. PMI nel "disegnare" il contenuto dei diritti attribuibili alle quote di partecipazione accompagnata dalla standardizzazione delle stesse. Elementi che fanno venir meno parte dei problemi esposti in relazione a questo tipo di società. In particolare, secondo quanto previsto dall'art. 26 del d.l. n. 179/2012, la s.r.l. PMI è libera di creare categorie di quote fornite di diritti diversi e determinarne liberamente il contenuto, potendo anche derogare ai limiti posti dall'art. 2468, secondo e terzo comma, c.c. Inoltre, essa «può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative»⁴⁴.

Il trattamento di simili categorie di partecipazioni è alquanto complesso, replicandosi alcune delle questioni già indagate nel precedente paragrafo in relazione alle partecipazioni azionarie.

7. *Le ipotesi di empty voting.*

Va per altro verso rilevato che il legislatore manca di considerare una serie di fattispecie dove l'esercizio del diritto di voto prescinde dalla titolarità della

⁴⁴ Sulle s.r.l. PMI si vedano: O. CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2425 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss.

partecipazione sociale. È noto, infatti, come l'ordinamento conosca svariate ipotesi di dissociazione tra titolarità delle azioni o delle quote e relativi diritti di voto.

In questo senso sarebbe da chiarire se vada attribuita rilevanza solo alla titolarità del diritto di voto o anche alla sua disponibilità, che potrebbe ad esempio derivare dall'usufrutto o dal pegno di azioni o quote⁴⁵. Il dubbio è dato dalla lettera della legge, che parlando di "acquisto" di partecipazioni non sembra ricomprendere le ipotesi di attribuzione di diritti reali di godimento o di garanzia. È, però, evidente che anche in questi casi la disponibilità dei diritti di voto, potendo avere un impatto sulla *governance* della società, dovrebbe rilevare ai fini della notifica⁴⁶.

Stante, per altro, il successivo inciso contenuto nella norma, il quale si riferisce ad acquisti "a qualsiasi titolo" effettuati, ci si è chiesti se la disciplina interessi anche gli acquisti a titolo derivativo, nel cui novero si iscrivono i negozi costitutivi di diritti reali limitati. A tale riguardo va però osservato che, più che il titolo, assume rilievo l'oggetto del negozio, sicché l'obbligo di notifica discende, come si vedrà subito appresso, dalla sorte del diritto di voto.

Infatti, posti gli interessi tutelati dal Decreto, siffatto dovere dovrebbe ricadere sul soggetto che dispone del diritto di voto, in quanto, se ai sensi dell'art. 2352 c.c. esso spetta all'usufruttuario e al creditore pignoratizio⁴⁷, è pur sempre possibile una diversa pattuizione⁴⁸. Se in quest'ultimo caso non si pongono

⁴⁵ Rilevava quali ipotesi tipiche di dissociazione tra legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e proprietà delle azioni il pegno e l'usufrutto già G. DE FERRA, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, Milano, Giuffrè, 1964, 110. È noto, poi, che la dottrina riconosce all'usufruttuario e al creditore pignoratizio una posizione autonoma rispetto a quella del socio, i quali dunque prestano il voto *jure proprio*. La peculiarità della fattispecie si riflette, per altro, sul piano della validità della delibera, rispetto alla quale l'eventuale lesione degli interessi recati all'azionista può comportare conseguenze solo sul piano risarcitorio, senza metterne in discussione la validità. Si vedano: C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, Giuffrè, 1992, 199 ss.; F. BRIOLINI, *Sub art. 2352*, in *Le società per azioni*, t. I, (nt. 34), 603 ss.; R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 3*, Torino, Utet giuridica, 1994, 358 ss.

⁴⁶ Anche la disciplina delle partecipazioni rilevanti delle società quotate non manca di computare tra esse quelle azioni in relazione alle quali il diritto di voto spetta all'usufruttuario o al creditore pignoratizio: art. 118, primo comma, lett. a), Reg. emittenti. Si veda A. PETRUZZI, (nt. 33), 914.

⁴⁷ Nello stesso senso: V. DONATIVI, (nt. 11), 65 ss.; A. TRISCORNIA, (nt. 31), 733 ss.

⁴⁸ Ad esempio, ciò è comune nel caso in cui le azioni vengano date in usufrutto ad un soggetto estero affinché i dividendi siano assoggettati ad un diverso regime di imposizione fiscale.

no problemi, rimanendo il voto in capo al titolare della partecipazione, in assenza di diversa convenzione risulta invece problematico ricondurre nella nozione di “acquisto” anche la riappropriazione del diritto di voto da parte del proprietario della partecipazione a seguito dell’estinzione del diritto reale limitato.

Altra ipotesi, in cui è la stessa legge a disciplinare una situazione in cui la titolarità della partecipazione è disgiunta dall’esercizio del diritto di voto, è quella relativa all’individuazione del momento in cui si “cristallizza” la legittimazione all’intervento in assemblea, dando luogo al fenomeno del c.d. *empty voting*. Viene qui in rilievo il principio della *record date*, secondo il quale la legittimazione all’esercizio del diritto di voto relativo alle azioni dematerializzate è fissata al settimo giorno precedente la data dell’assemblea, pur potendo le stesse, nel frattempo, essere alienate⁴⁹. Com’è risaputo, la cessione dei titoli nel predetto arco temporale non rileva ai fini della legittimazione all’esercizio del diritto di voto, sicché il soggetto che vota in assemblea può non essere colui che detiene la relativa partecipazione azionaria. Fenomeno analogo potrebbe aversi qualora una s.p.a., i cui titoli non siano dematerializzati, preveda con apposita disposizione statutaria il deposito preventivo delle azioni, senza che ciò impedisca al socio di ritirarle ed alienarle senza perdere il già acquisito diritto ad esercitare il voto in assemblea: l’effetto ottenuto sarebbe analogo al principio della *record date*⁵⁰.

Simili meccanismi pongono un problema ben più ampio, ovverosia quello dell’individuazione del reale centro di imputazione degli interessi nell’espressione del voto⁵¹. Infatti, colui che trasferisce le azioni, pur rimanendo legitti-

Altrettanto comune è il caso delle operazioni di finanza strutturata, rispetto alle quali il diritto di voto permane in capo all’azionista, almeno sino a quando non si verifichi un inadempimento rispetto agli obblighi derivanti da un finanziamento garantito da pegno.

⁴⁹ Nel caso in cui lo statuto prevedesse plurime convocazioni, rilevando unicamente la data relativa alla prima convocazione dell’assemblea, tale “scollamento” potrebbe concretamente essere più lungo. Inoltre, essendo le negoziazioni sui mercati regolamentati oggetto di *settlement* delle operazioni, non rileverà la data di negoziazione (*trading date*) ma quella di regolamento dell’operazione: M. GARGANTINI, *Identificazione dell’azionista e legittimazione all’esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, Giappichelli, 2012, 249. Cfr. anche: N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 254 ss.; L. FURGIUELE, *Trasferimento della partecipazione e legittimazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2013, 104 ss.

⁵⁰ R. LENER, *L’intervento in assemblea*, in R. LENER e A. TUCCI, *Società per azioni. L’assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, Torino, Giappichelli, 2012, 107 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Sub art. 2370*, in *Le società per azioni*, t. I, (nt. 34), 944 ss.

⁵¹ Il problema si pone anche in un’altra situazione che, pur non rientrando propriamente tra le

mato all'esercizio del voto, potrebbe non avere più interesse alla votazione. Il meccanismo della *record date* consente, quindi, anche di monetizzare il diritto di voto, negoziando le modalità del suo esercizio⁵². Viene qui in rilievo non tanto il fatto che tale negoziazione possa avvenire con l'acquirente delle azioni, quanto, piuttosto, il coinvolgimento di soggetti terzi, quali ad esempio gli azionisti facenti parte di un nucleo stabile, così permettendogli di consolidare il controllo⁵³. Si tratta, nel complesso, di ipotesi non considerate dalla norma, che meriterebbero maggiore attenzione.

8. La raccolta delle deleghe di voto e la rappresentanza assembleare.

Non meno problematico è il caso in cui la dissociazione tra titolarità della partecipazione e diritto di voto sia frutto di una delega di voto.

situazioni di *empty voting*, è accomunabile per alcuni profili: il caso in cui la partecipazione rilevante sia detenuta da un gestore collettivo, dove i diritti di voto relativi alle partecipazioni in cui il fondo è investito sono attribuiti alla società di gestione del risparmio, la quale, pur essendo obbligata ad esercitare il voto nell'interesse dei partecipanti, opera con logiche meramente finanziarie e per lo più di breve periodo, volte alla massimizzazione delle partecipazioni gestite. Tali logiche hanno poi delle ricadute già in punto di opportunità di esercitare i diritti di voto. L'argomento è troppo ampio per essere anche solo riassunto in nota: si rimanda a C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, Giappichelli, 2020, 242 ss.

⁵² «In altri termini, il diritto di voto è divenuto esso stesso un *valore* suscettibile di negoziazione autonoma rispetto alla partecipazione azionaria: il legittimato al voto che venda le azioni dopo la *record date* potrà così anche negoziare le modalità di esercizio del voto, tanto con l'acquirente delle azioni quanto con altri soggetti [...]»: R. LENER, (nt. 50), 124. La questione è, invece, tenuta in considerazione nell'ambito della disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti: il Regolamento emittenti, infatti, specifica che nel computo della partecipazione vadano inclusi i casi in cui «il diritto di voto spetti in base ad un accordo che prevede il trasferimento provvisorio e retribuito del medesimo» (art. 118, primo comma, lett. d), Reg. emittenti). Sul tema della legittimità della vendita del voto, v. E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2003, *passim*.

⁵³ Ne è prova la diffusione sul mercato di contratti di *securities lending* nell'imminenza delle riunioni assembleari: R. LENER, (nt. 50), 124-125. Cfr. anche: B.S. BLACK, H.T.C. HU, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, in *BLR*, 2006, vol. 61, 1011 ss.; G. FERRARINI, (nt. 31), 629 ss.; M. GARGANTINI, (nt. 49), 261 ss.; G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, 7 ss.; P. LUCANTONI, *Il voto in assemblea. Dall'organizzazione al mercato*, Torino, Giappichelli, 2012, 146. Ulteriore prova dell'incidenza di tali fenomeni risiede nella disciplina dettata dal Regolamento emittenti sui criteri di calcolo delle partecipazioni rilevanti che, oltre a includere i casi di trasferimento provvisorio e retribuito del diritto di voto, contempla anche i casi di azioni oggetto di operazioni di prestito titoli o di riporto (art. 118, secondo comma, Reg. emittenti).

La raccolta di deleghe è un fenomeno che può avere importanti riflessi sulla *governance* della società, potendo consentire ad un soggetto di esprimere un'influenza notevole in termini di diritti di voto esercitabili in sede assembleare. Il tema ha suscitato da sempre molto interesse, tanto che la fattispecie della rappresentanza ha subito svariati interventi legislativi, sia nella disciplina di diritto comune che in quella delle società quotate⁵⁴. Entrambe sono caratterizzate da una sorta di “doppia anima”: la prima trova la sua *ratio* nel fatto che la rappresentanza è uno strumento volto a valorizzare la partecipazione degli azionisti; la seconda nella necessità di evitare abusi e situazioni quali l'incetta di deleghe di voto finalizzata a raggiungere le maggioranze atte a determinare l'esito della votazione⁵⁵.

Nella prospettiva in esame assume soprattutto rilievo l'espressione del voto in mancanza di istruzioni, circostanza che attribuisce al rappresentante ampia libertà di scelta sulla direzione da imprimere al voto⁵⁶. Tanto nelle società per azioni chiuse, quanto in quelle aperte, la rappresentanza è disciplinata dall'art. 2372 c.c., il quale pone diversi vincoli di natura quantitativa e soggettiva per la delega del voto, senza però sancire alcun obbligo in termini di istruzioni di voto⁵⁷. Così, fermi i predetti limiti o l'eventualità che il socio dia istruzioni al

⁵⁴ M. BIANCA, *Luci ed ombre nella nuova disciplina della rappresentanza assembleare*, in *Riv. soc.*, 2004, 1197 ss.; ID., *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Padova, Cedam, 2003, *passim*; A. TUCCI, *L'esercizio del voto*, in R. LENER e A. TUCCI, *Società per azioni. L'assemblea*, (nt. 50), 203 ss.

⁵⁵ M. BIANCA, *Sub art. 2372*, in *Codice civile commentato*, a cura di M. FRANZONI e R. ROLLI, Torino, Giappichelli, 2018, 3345.

⁵⁶ Nel diritto statunitense la disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari impone un obbligo di *disclosure* a chiunque risulti, anche indirettamente o in virtù di un'azione di concerto, “*beneficial owner*”. Tale nozione fa perno sui concetti di *voting power* e *investment power*. In particolare, ai sensi della *SEC Rule 13d-3(a)*, il primo include tanto il diritto di voto quanto il diritto di determinare discrezionalmente il voto. Su tale disposizione v. R.T. LAW, *The Derailment of Section 13(D) Liability after CSX v. Children's Investment Fund: An Argument for Maintaining the Beneficial Ownership Requirement for Section 13(D) Disclosure*, in *Catholic University Law Review*, 2009, vol. 59(1), 259 ss. In questo senso milita anche la disciplina del computo delle partecipazioni rilevanti, ove l'art. 118, primo comma, lett. c), Reg. emittenti, prevede che nel computo della partecipazione rilevante debba essere calcolato il diritto di voto spettante in virtù di delega, purché tale diritto possa essere esercitato discrezionalmente in assenza di specifiche istruzioni da parte del delegante. Cfr. A. TUCCI, (nt. 33), 1551.

⁵⁷ Nel caso di società a responsabilità limitata, ferma la possibilità per il socio di farsi rappresentare in assemblea previsto dall'art. 2379 *bis*, secondo comma, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, è discusso se trovino applicazione i limiti imposti dall'art. 2372. Si veda: M. BIANCA, *Luci ed ombre nella nuova disciplina della rappresentanza assembleare*, (nt. 54), 1220 ss.; O. CAGNASSO, (nt. 42), 305 ss.; M. CIAN, *Le decisioni dei soci: competenze deci-*

rappresentante, questi sarà libero di esprimere il voto secondo l'orientamento che crede.

Diverso è il caso delle società per azioni quotate. L'esigenza di limitare i rischi derivanti da un utilizzo strumentale delle deleghe a vantaggio del gruppo di comando o degli amministratori trova risposta nella disciplina del conflitto di interessi, che non osta al rilascio della delega, purché il rappresentante comunichi le circostanze da cui deriva il conflitto e vi siano specifiche istruzioni di voto. Quanto ai limiti di carattere quantitativo, l'aggregazione delle deleghe è priva di vincoli laddove sia rivolta a non più di duecento azionisti; ove, invece, fosse superiore, potrà comunque svolgersi liberamente, salvo che non ricada nella disciplina della sollecitazione di deleghe, *ex art.* 136 del t.u.f.⁵⁸. La stessa disciplina della sollecitazione, del resto, non è del tutto immune da profili critici, poiché, se è vero che è minuziosamente disciplinato l'intero procedimento, è altrettanto vero che la sua natura si sostanzia in una sollecitazione "su specifiche proposte di voto" ovvero è accompagnata "da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto". Così, almeno nel caso in cui il promotore non acconsenta ad esercitare il voto in maniera difforme dalla propria proposta (ovvero nel caso di *one way proxy*), la sollecitazione è dichiaratamente svolta per imprimere al voto un certo indirizzo⁵⁹.

Infine, un'ultima ipotesi degna di nota riguarda i derivati finanziari. La questione, in particolare, riguarda i c.d. derivati *cash settled*, che prevedono il pagamento di differenziali in contanti tra le parti a seconda dell'andamento del valore delle azioni sottostanti. Per quanto la struttura dell'operazione non implichi in capo al titolare della posizione alcuna titolarità del diritto di voto e di disposizione delle azioni sottostanti, di fatto, i derivati *cash settled* vengono talora utilizzati al fine di esercitare un'influenza sulla società emittente le azioni o per acquisirne una partecipazione significativa, restando "nascosti" agli occhi del mercato (c.d. *hidden ownership*)⁶⁰. Nell'ambito delle proprie strategie di copertura del rischio, infatti, la parte che assume la posizione corta (in genere una banca) potrebbe acquistare direttamente il pacchetto azionario

sorie e decisioni assembleari, in *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, (nt. 38), 1371 ss.; G. ZANARONE, (nt. 38), 1335 ss.

⁵⁸ M. GARGANTINI, *Sub art. 2372 co. 6 e 8*, in *Le società per azioni*, t. I, (nt. 34), 998.

⁵⁹ Si tenga presente che, ai sensi dell'art. 138, secondo comma, Reg. emittenti, la scelta di condizionare la raccolta delle deleghe all'adesione delle proprie proposte di voto spetta al promotore, salvo il caso in cui la sollecitazione venga promossa dalla società emittente, la quale è tenuta ad esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte.

⁶⁰ Sulla *hidden ownership v. B.S. BLACK, H.T.C. HU*, (nt. 53), *passim*.

di riferimento, risultando così la sua posizione neutra rispetto all'andamento del titolo. La possibilità di considerare la banca come *empty voter*, a sua volta, deriva dalla probabilità che questa asseconi le indicazioni di voto della controparte, a questo punto divenuta la vera interessata all'andamento del titolo, consentendogli di esercitare un potere di *voice* senza rendersi palese⁶¹.

Muovendo da tali considerazioni, è evidente che i meccanismi analizzati nel presente paragrafo potrebbero incidere sulla *governance* societaria non meno di quelli descritti in precedenza. Tuttavia, anche una lettura estensiva della norma non sembra consentire un'interpretazione della nozione di "acquisto di partecipazioni" tale da farvi rientrare le varie forme di rappresentanza assembleare ed anche alcune ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione e diritto di voto, qual è ad esempio quella riguardante i derivati.

9. *L'acquisto di partecipazioni rilevanti negli altri settori.*

Altrettante questioni di diritto societario si presentano anche in relazione agli altri settori oggetto della disciplina.

Nel settore dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e nei settori elencati dall'art 4, par. 1 del Regolamento europeo sugli investimenti esteri diretti, non sono individuate specifiche soglie, ma l'accento è posto sulla nozione di "controllo".

A tal fine rilevano gli acquisti di partecipazioni in società che detengono assets strategici, da parte di un soggetto esterno all'Unione europea, tali da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente tramite l'assunzione del controllo della società. Il d.l. n. 21/2012, ai fini dell'individuazione della fattispecie del controllo, richiama l'art. 2359 c.c. e, genericamente, il t.u.f. Il richiamo al t.u.f. può pacificamente risolversi facendo ricorso all'art. 93, che disciplina la definizione di controllo applicabile alla Parte IV, dedicata agli emittenti⁶².

⁶¹ C. PRESCIANI, (nt. 51), 82 ss. Cfr. anche F. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quale disclosure?*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 584 ss.; P.L. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Principles of Modern Company Law*¹⁰, Londra, Sweet & Maxwell, 2016, 881, 967; G. FERRARINI, (nt. 31), 650; CONSOB, *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, ottobre 2009. Gli strumenti finanziari derivati *cash settled* sono stati ricompresi nella disciplina sull'acquisto delle partecipazioni rilevanti per effetto della Direttiva 2013/50/UE (c.d. *Transparency II*): N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*³, Oxford, Oxford University Press, 2014, 141.

⁶² V. DONATIVI, (nt. 11), 83; F. RIGANTI, (nt. 32), 896.

Posto che la normativa richiama congiuntamente la norma codicistica e il t.u.f., va anzitutto chiarito se la disciplina di cui all'art. 2359 c.c. si applichi alle sole s.p.a. di diritto comune e alle altre società di capitali⁶³, mentre il t.u.f. alle sole s.p.a. quotate. La differenza non sarebbe, infatti, di poco momento, poiché la norma del t.u.f. tipizza fattispecie di controllo non contemplate dalla disciplina codicistica, e, in secondo luogo, prescinde dalla natura societaria dei soggetti coinvolti, attribuendo rilevanza anche al controllo esercitato dal socio. Se quest'ultima differenza non rileva ai fini della disciplina dei poteri speciali, che comunque impone la notifica da parte del "soggetto" che assuma il controllo, rilevano senz'altro le differenze sulle nozioni di controllo esterno tipizzate dalle due norme.

L'applicabilità della nozione codicistica di controllo esterno appare controversa, dato che questa presuppone un vincolo contrattuale, che, di regola, prescinde dal possesso di una partecipazione azionaria⁶⁴.

Diverse, invece, le ipotesi di controllo esterno ricavabili dall'art. 93, primo comma, lett. a) e b), t.u.f., che contemplano, oltre al controllo "contrattuale", due fattispecie potenzialmente rilevanti: il controllo esercitato in virtù di clausole statutarie e quello esercitato per il tramite di un accordo con altri soci.

Quanto alla prima fattispecie, potrebbero rientrarvi quelle clausole statutarie che attribuiscono particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società, di intensità tale da attribuire al titolare un'influenza dominante⁶⁵.

Quanto alle ipotesi di controllo tramite accordo con gli altri soci, la norma riconosce la possibilità che questo avvenga attraverso un patto parasociale. L'art. 93 t.u.f. fa riferimento non a tutti i patti parasociali, ma solamente a quelli che attribuiscono al socio la "disponibilità", in via unitaria, di diritti di voto in misura sufficiente ad esercitare un'influenza dominante nell'assemblea

⁶³ Secondo la dottrina prevalente, infatti, l'art. 2359 c.c. è applicabile a tutte le società di capitali: M. NOTARI, J. BERTONE, *Società controllate e società collegate*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, Milano, Egea-Giuffrè, 2008, 717 ss. In particolare, per le società costituite in forma di s.r.l., v. M. MIOLA, *La s.r.l. di gruppo*, in *Le società a responsabilità limitata*, vol. III, (nt. 38), 2224 ss. Non è, invece, del tutto pacifica la sua estensione anche alle società cooperative e alle società di persone, controllanti o controllate.

⁶⁴ M. NOTARI, J. BERTONE, (nt. 63), 687 ss. Ciò dipende dalla specificità dei singoli casi concreti: si può, ad esempio, ipotizzare che un contratto di dominazione c.d. debole nei confronti della società sia assistito anche da un contratto con il socio di maggioranza in forza del quale vengano imputati al titolare del potere i diritti di voto detenuti dal socio in virtù di accordo. Per altro, si può notare come l'art. 2359 faccia comunque riferimento, ai fini del computo dei voti, a quelli spettanti a persona interposta.

⁶⁵ V. DONATIVI, (nt. 11), 88.

ordinaria. Il richiamo sembra quindi comprendere i soli sindacati di voto, con esclusione delle altre tipologie di patti parasociali⁶⁶. Tuttavia, va rilevato l'art. 2, quinto comma, d.l. n. 21/2012, ai fini del calcolo della partecipazione rilevante, dispone espressamente che vadano computate anche le partecipazioni detenute da terzi con i quali l'acquirente abbia stipulato un patto parasociale ex art. 122 del t.u.f. o ex art. 2341 *bis* c.c., non solo facendo venire meno sul punto la differenza tra le due norme sul controllo⁶⁷, ma anche attribuendo rilievo ad altre tipologie di patti parasociali⁶⁸.

Per altro verso, la formulazione della norma parrebbe ricomprendere anche quelle clausole statutarie che attribuiscono ad un socio una misura di voti più che proporzionale rispetto alle partecipazioni detenute. Tali situazioni, come si è già rilevato, sono estremamente complicate da computare nella partecipazione rilevante, dato che non riguardano in alcun modo una fattispecie di acquisto di partecipazioni. Potrebbero così rilevare tutte quelle clausole che, ad esempio attraverso la fissazione di *quorum* speciali in relazione a determinate materie o particolari meccanismi di voto limitato, garantiscano al socio un voto più che proporzionale rispetto alla partecipazione⁶⁹.

Per queste ragioni è preferibile proporre la più ampia interpretazione della norma, ritenendo il richiamo cumulativo e non alternativo.

Anche in questo caso, comunque, l'utilizzo del termine "partecipazioni" richiede l'esatta individuazione della nozione di cui tenere conto al numeratore e al denominatore. Per altro verso, è ragionevole ritenere che la fattispecie qui in discussione, letta alla luce di quelle contenute negli artt. 2359 c.c. e 93 t.u.f., non possa, comunque, che risolversi nella rilevanza dei diritti di voto attribuiti alla partecipazione acquisita. Infatti, sia il c.d. controllo di diritto, sia il c.d. controllo di fatto, presuppongono la possibilità di esercitare un'influenza dominante o notevole in virtù dei voti posseduti, mentre non si riferiscono alla titolarità della partecipazione. Così, nel caso in cui lo statuto preveda una di-

⁶⁶ C. PASQUARIELLO, *Sub art. 93*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, (nt. 33), 704.

⁶⁷ Controversa, invece, è la riconducibilità sia all'art. 2359 c.c., sia all'art. 93 t.u.f., della fattispecie del c.d. controllo congiunto. Sul tema, si vedano: V. CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2007, 1 ss.; V. DONATIVI, *I "confini" del controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 582 ss.; M. LAMANDINI, *Apunti in tema di controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 243 ss.

⁶⁸ Si veda *infra*, par. 10.

⁶⁹ M. MIOLA, *Sub art. 93*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 1998, 776; C. PASQUARIELLO, (nt. 66), 704.

versa modulazione dei diritti di voto, questi dovranno essere computati in ragione del fattore moltiplicativo o regressivo⁷⁰.

10. I patti parasociali.

Alcune brevi osservazioni si impongono anche in merito ai patti parasociali, sia con riguardo alle società operanti nei settori indicati all'art. 1, sia per quelle operanti nei settori elencati all'art. 2 del d.l. n. 21/2012.

Nonostante alcune differenze, in entrambi i casi è previsto che nel computo delle partecipazioni rilevanti vadano considerate quelle detenute da terzi con i quali l'acquirente abbia stipulato un patto parasociale. La disciplina, poi, richiama espressamente i patti di cui agli artt. 2341 *bis* del c.c. e 122 del t.u.f. Pur non chiarendo se si tratta di rinvio cumulativo o alternativo, a seconda cioè che la società sia quotata o meno, la rilevanza degli interessi protetti dalla disciplina sui poteri speciali induce a preferire la prima soluzione.

Stante il generico richiamo agli artt. 2341 *bis* e 122 del t.u.f., è necessario chiedersi se vadano computate solo le partecipazioni inerenti ad un patto che abbia ad oggetto il diritto di voto o che abbia ricadute dirette sulla gestione della società, posto che l'art. 1 del Decreto richiede, ai fini dell'esercizio del potere di opposizione all'acquisto, il raggiungimento di un livello di partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. Quanto all'art. 2, invece, vengono in rilievo quegli acquisti che determinino l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società, nozione che fa comunque perno sulla rilevanza dei diritti di voto esercitabili, anche laddove ne sia esplicitamente previsto il computo.

Tra le varie tipologie di patti parasociali previsti dal legislatore, solo i cc.dd. sindacati di voto e quelli implicanti l'esercizio di un'influenza dominante sulla società sono in grado di incidere direttamente sui meccanismi di *governance*⁷¹. Così, se non sembrano esservi dubbi in relazione a tali tipolo-

⁷⁰ M. LAMANDINI, *Sub art. 2359*, in *Le società per azioni*, t. I, (nt. 34), 755-756.

⁷¹ Sulle tipologie di patti tipizzati dalla disciplina codicistica e dal t.u.f. si vedano: M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2441 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, vol. 4, Torino, Utet giuridica, 2007, 488-489; R. RORDORF, *I patti parasociali: tipologia e disciplina*, in *Trattato del contratto*, a cura di V. ROPPO, VI, Milano, Giuffrè, 2006, 795 ss.; M. PERRINO, *Sub artt. 2341 bis-2341 ter*, in *Le società per azioni*, t. I, (nt. 34), 328 ss.

gie di patti, è più problematico il trattamento dei cc.dd. sindacati di blocco; pur non potendo escludersi che anche questi possano indirettamente influenzare la *governance* della società, specialmente laddove accompagnino un sindacato di voto⁷².

Problema più delicato è quello riguardante la trasparenza del patto parasociale, venendo in rilievo almeno due profili. Anzitutto, al di là del computo delle partecipazioni apportate da terzi ad un medesimo patto, la disciplina non prevede la comunicazione del contenuto del patto parasociale al momento della notifica del raggiungimento della partecipazione rilevante. Tale lacuna può comunque risolversi sulla base di un'interpretazione sistematica del dettato normativo, il quale richiede che unitamente alla notifica vengano trasmesse le informazioni necessarie, comprensive di descrizione generale del progetto di acquisizione, dell'acquirente e del suo ambito di operatività⁷³.

Il secondo profilo riguarda l'eventualità che il patto parasociale venga stipulato in una fase successiva rispetto a quella dell'acquisto della partecipazione. Difatti, essendo la rilevanza del patto parasociale legata alla fattispecie dell'acquisto, non vi sarebbe a quel punto alcun obbligo di notificarne la conclusione, adempimento invece previsto nella previgente disciplina.

Prendendo le mosse da tale ultimo rilievo, non si può fare a meno di osservare che l'abbandono della necessità di rendere una totale *disclosure* dei patti parasociali non sembra pienamente ponderata, vista la possibile incidenza di tali accordi sulla *governance* e sugli assetti societari. Si tratta di ragioni che, da tempo, hanno condotto il legislatore a dettare una disciplina in materia di trasparenza dei patti parasociali⁷⁴.

Per queste ragioni, nell'impossibilità di disporre di altri meccanismi idonei a portare in luce l'esistenza di un patto parasociale, è preferibile interpretare la norma nella maniera più ampia possibile e ritenere il rinvio alle due norme

⁷² L'indiretta funzione di stabilizzare il governo della società, infatti, può essere più facilmente perseguita attraverso il mantenimento di stabili equilibri di potere grazie alla fissazione degli assetti proprietari, soprattutto nel caso in cui il patto riunisca pacchetti di partecipazioni provviste del diritto di voto in misura necessaria per l'esercizio di importanti facoltà nell'area dei diritti corporativi: G. DE FERRA, (nt. 45), 225; M. PERRINO, (nt. 71), 334.

⁷³ Art. 1, quinto comma, e art. 2, quinto comma, d.l. n. 21/2012. Nello stesso senso anche V. DONATIVI, (nt. 11), 110.

⁷⁴ Disciplina che, per altro, si applica solo alle società per azioni aperte e alle società che le controllano, a prescindere dalla veste societaria assunta dalla controllante. Sull'applicabilità della disciplina dei patti parasociali stipulati nell'ambito di s.r.l. che controllano s.p.a. aperte v. P. MARANO, *I patti parasociali*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, (nt. 38), 126 ss.

cumulativo, stanti i particolari interessi tutelati dalla disciplina sui poteri speciali⁷⁵.

11. *La notifica di delibere, atti od operazioni in entrambi i settori: prime osservazioni.*

Il secondo nucleo dei poteri speciali presenta profili non meno problematici, concernendo l'adozione di delibere, atti od operazioni.

L'obbligo di notifica, per entrambi i settori, riguarda testualmente le delibere relative alla fusione o scissione della società, al trasferimento all'estero della sede sociale, alla modifica dell'oggetto sociale, allo scioglimento della società, alla modifica di eventuali clausole statutarie adottate ai sensi dell'art. 2351, terzo comma, c.c. o ai sensi dell'art. 3, primo comma, d.l. n. 332/1994. Quanto alle altre operazioni, per quanto l'elenco non sia perfettamente coincidente per i due settori, si richiamano il trasferimento dell'azienda o di un suo ramo, il trasferimento di società controllate, l'assegnazione degli attivi a titolo di garanzia, la cessione di diritti reali o di utilizzo relative a beni materiali o immateriali o l'assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego⁷⁶. L'elenco delle delibere pare tassativo, pur con qualche perplessità in relazione ai settori di cui all'art. 2 del d.l. n. 21/2012, dove il dettato normativo sembra declinarle in forma non esaustiva; è, invece, tendenzialmente esemplificativo in rapporto alle altre operazioni, individuate tramite locuzioni semanticamente in grado di ricomprendere diversi atti dispositivi⁷⁷.

La disciplina sui poteri speciali non si applica alle operazioni di fusione, scissione, incorporazione e cessioni, anche di quote di partecipazione, operate nell'ambito di un gruppo, a meno che queste non abbiano gli effetti individuati dalla regolamentazione secondaria⁷⁸. Permane comunque l'obbligo di notifica

⁷⁵ In questo senso anche F. RIGANTI, (nt. 32), 897.

⁷⁶ Cfr. art. 1, primo comma, lett. b), e art. 2, secondo e 2-bis comma, d.l. n. 21/2012.

⁷⁷ Cfr. A. TRISCORNIA, (nt. 31), 769. Il dato va per altro coordinato con il fatto che la rilevanza attribuita alle operazioni varia a seconda del settore di riferimento: v. *infra* in questo paragrafo.

⁷⁸ In particolare, al fine dell'esclusione, tali operazioni non devono comportare «il trasferimento dell'azienda o di rami di essa o di società controllata, ovvero il trasferimento della sede sociale, il mutamento dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società o la modifica di clausole statutarie adottate ai sensi dell'articolo 2351, comma 3, del codice civile, ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, o infine la costituzione o la cessione di diritti

e, inoltre, l'esclusione dell'operazione dall'esercizio dei poteri speciali non opera in presenza di "elementi informativi" da cui si desuma la minaccia di un grave pregiudizio per la difesa e la sicurezza nazionale (art. 1) o per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti (art. 2).

La disciplina, dunque, contempla svariati atti, di competenza sia dell'assemblea che dell'organo amministrativo. Per altro, salva la possibilità per gli statuti di prevedere un'autorizzazione dell'assemblea per il compimento di singoli atti di competenza degli amministratori, *ex art. 2364*, primo comma, n. 5, c.c.⁷⁹, nella s.p.a. la suddivisione fra competenze assembleari e amministrative è rigidamente fissata; mentre, in una s.r.l., l'organizzazione corporativa e la suddivisione delle competenze sono più fluide e adattabili. Infatti, merita ricordare brevemente che, salvi i compiti inderogabilmente conferiti ai soci o agli amministratori, l'atto costitutivo può introdurre un differente assetto, riservando ai soci alcuni poteri gestori, tra i quali potrebbero rientrare proprio le operazioni anzidette. Inoltre, anche a prescindere dalla previsione statutaria, gli amministratori, nonché i soci di minoranza qualificata, potrebbero sottoporre atti di gestione all'approvazione dei soci⁸⁰. Senza contare che ai soci potrebbero anche essere attribuiti «particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società», i quali, in effetti, potrebbero anche riguardare il compimento di particolari atti gestori o veti su determinate operazioni⁸¹. In ogni ca-

reali o di utilizzo relativi a beni materiali o immateriali o l'assunzione di vincoli che ne condizionano l'impiego» (art. 4 del d.p.c.m. 6 giugno 2014, n. 108 e art. 4 del d.p.c.m. 23 dicembre 2020, n. 180).

⁷⁹ Sono, per altro, discussi i limiti dell'autonomia statutaria nella configurazione del modello autorizzativo assembleare. Sul punto, v. P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ss.; S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 133 ss.; M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 336 ss.; V. PINTO, *Sub art. 2364*, in *Le società per azioni*, t. I, (nt. 34), 850 ss.

⁸⁰ R. LENER, *Le competenze legali e statutarie dei soci*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, (nt. 38), 786 ss.; E. PEDERZINI, *L'amministrazione e la rappresentanza, in La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. BIONE, R. GUIDOTTI, E. PEDERZINI, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. GALGANO, vol. LXV, Padova, Cedam, 2012, 303 ss.; G. PETROBONI, *Le competenze gestorie dei soci nella società a responsabilità limitata. Regime legale e modelli statutarie*, Padova, Cedam, 2011, *passim*; G. ZANARONE, (nt. 38), 1251 ss. Più in generale, per una riflessione sulla s.r.l. fra "modello legale" e "modelli statutarie" v. G. ZANARONE, (nt. 38), 53 ss.

⁸¹ Come noto l'art. 2475 c.c. era stato modificato dal d. lgs. 12 gennaio 2019, n.14, prevedendo che l'amministrazione della società spettasse in via esclusiva agli amministratori e ponendo rilevanti problemi di coordinamento con la disciplina della s.r.l., anche in relazione al

so l'atto potrebbe essere adottato con differenti modalità, potendo lo statuto prevedere che le decisioni dei soci siano assunte con un metodo non assembleare. Altrettanto può dirsi della funzione amministrativa, che, ove pluripersonale, potrebbe comportare la costituzione di un consiglio di amministrazione, oppure avvalersi dei sistemi previsti per le società di persone⁸².

Nella dinamica suddivisione delle competenze fra soci e organo amministrativo della s.r.l., poi, merita menzione l'art. 2479, secondo comma, n. 5, che limita il potere degli amministratori e riserva alla competenza dei soci le decisioni su operazioni che comportano una sostanziale modifica dell'oggetto sociale⁸³. È plausibile, infatti, che tra queste possano rientrare il trasferimento dell'azienda o di un suo ramo e la cessione di una partecipazione rilevante⁸⁴.

contenuto dei particolari diritti riguardanti l'amministrazione. Si vedano: N. ATLANTE, M. MALTONI, A. RUOTOLO, *Il nuovo articolo 2475 c.c. Prima lettura*, Consiglio Nazionale del notariato, studio 58-2019/I.; R. SANTAGATA, *Aspetti organizzativi adeguati e diritti particolari di "ingerenza gestoria" dei soci*, in *Riv. soc.*, 2020, 1453 ss. Successivamente lo stesso articolo è stato modificato d. lgs. 26 ottobre 2020, n. 147, rubricato "Disposizioni integrative e correttive a norma dell'articolo 1, comma 1, della legge 8 marzo 2019, n. 20, al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, recante Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155", chiarendo che spetta esclusivamente agli amministratori la pre-disposizione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati.

⁸² A. MIRONE, *Il consiglio di amministrazione: disciplina legale e autonomia statutaria. I sistemi alternativi*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, (nt. 38), 542 ss.

⁸³ Sul tema si vedano: O. CAGNASSO, (nt. 42), 292 ss.; G. PETROBONI, (nt. 80), 69 ss. Per quanto riguarda le s.p.a. la questione è dibattuta e, in breve, si fonderebbe sulla possibilità di ammettere le cc.dd. competenze implicite dell'assemblea, ossia decisioni che toccano "interessi primordiali" dei soci e che eccederebbero la mera gestione. Tale tesi è proposta e argomentata da G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, vol. 2, Torino, Utet giuridica, 2006, 1 ss. Tale dottrina trae conforto anche dalla giurisprudenza tedesca, a partire dai noti casi *Holz Müller* e *Gelatine*. Per una recente pronuncia della Corte Suprema Federale tedesca, si veda BGH, 8 gennaio 2019, II ZR 364/18, in *RDS*, 2020, 471 ss., con nota di L. DELLA TOMMASINA. La tesi delle competenze ha poi accolto consensi tra diversi Autori: V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, Torino, Giappichelli, 2019, 63 s.; S.A. CERRATO, (nt. 79), 157; N. DE LUCA, *Da "Holzmüller e Gelatine" a "Bulli e Pupe". Competenze implicite dell'assemblea e limiti legali ai poteri degli amministratori nelle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 380; D. GALLETI, *La trasformazione dell'impresa ad opera dell'organo amministrativo*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 657 ss.; A. MIRONE, *Sub art. 2361*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, Jovene, 2004, 414 s.; M. MAUGERI, (nt. 79), 336 ss.; M. MIOLA, *L'oggetto sociale tra autonomia statutaria ed autonomia gestoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 703; V. PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Riv. dir. impr.*,

La disciplina di livello secondario richiede, poi, che la notifica del testo della delibera completa dell'assemblea o dell'organo amministrativo venga corredata della «documentazione trasmessa agli organi societari per la sua adozione», nonché di «tutte le informazioni idonee a consentire le valutazioni [...]» previste dal Decreto⁸⁵.

Il tema si incrocia con quello dei diversi flussi informativi previsti a seconda che la delibera, l'atto o l'operazione siano adottati dai soci o dall'organo amministrativo. Così, ove l'atto trasmesso fosse una delibera assembleare, sarà necessario fornire al Governo tutti i documenti messi a disposizione dei soci prima dell'assemblea; questo, tanto nei casi in cui la legge ne preveda espressamente la redazione, quanto allorché, seppur non prevista, l'organo amministrativo l'abbia comunque predisposta o abbia fornito informazioni documentali durante l'assemblea.

L'ampiezza della norma consente, inoltre, di ricomprendere sia le informazioni infraorganiche, in particolar modo quelle che transitano all'interno dell'organo amministrativo; sia quelle interorganiche⁸⁶. Non si può escludere,

2004, 449 ss.; A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e supervisione degli azionisti*, Milano, Giuffrè, 2003, 25 ss. Anche la giurisprudenza, di recente, si è pronunciata accogliendo la dottrina della rilevanza degli “interessi primordiali” dei soci di una s.p.a., giungendo – implicitamente – ad affermare la presenza di competenze implicite dell'assemblea: Trib. Roma, ord. 1° aprile 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 765 ss., con nota di G.B. PORTALE. Sulla stessa pronuncia, più ampiamente: G.B. PORTALE, N. DE LUCA, *Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 39 ss.

⁸⁴ L. ROMUALDI, *Profili in tema di responsabilità del socio di s.r.l. per atti di eterogestione e di ripartizione di competenze tra i soci e gli amministratori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 500. In particolare, sul trasferimento d'azienda si vedano: P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 498; R. LENER, A. TUCCI, *Decisioni dei soci e responsabilità degli amministratori*, in *AGE*, 2003, 282; in giurisprudenza: Trib. Roma, sez. impr., 27 gennaio 2020, in *Società*, 2020, 425 ss.; Trib. Roma, 3 agosto 2018, in *Società*, 2018, 1371 ss.; Trib. Milano, 5 novembre 2017, in *Notariato*, 2018, 439 ss.; Trib. Piacenza, 14 marzo 2016, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 377 ss. Sulla cessione di partecipazioni: I. DEMURO, *Distribuzione e spostamento di competenza tra amministratori e (decisioni dei) soci nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 861.

⁸⁵ Art. 5, secondo comma, lett. a), d.p.r. 19 febbraio 2014, n. 35 e art. 5, secondo comma, lett. a), d.p.r. 25 marzo 2014, n. 86.

⁸⁶ Sui flussi informativi endoconsiliari si vedano, *ex multis*: F. BARACHINI, *Sub art. 2381*, in *Le società per azioni*, t. I, (nt. 34), 1210 ss.; G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, Cedam, 2012, *passim*. In particolare, sui flussi informativi in presenza di deleghe di funzioni gestorie si veda A. ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, Cedam, 2010, 97 ss. Va poi rilevato che la dottrina ha ammesso l'applicabilità dell'art. 2381 c.c. anche alle s.r.l. Ad oggi ciò è espressamente previsto in virtù del richiamo contenuto nell'art. 2475 c.c. inserito dal d. lgs. 14 gennaio 2019 n. 14. Alcu-

per altro, che possano formare oggetto di trasmissione anche i pareri eventualmente richiesti ad esperti o consulenti, di cui l'organo amministrativo si avvalga per l'adozione di un atto o il compimento di una certa operazione. Ma anche la circolazione e lo scambio di informazioni variano, non solo a seconda del tipo di società, ma anche dell'assetto organizzativo adottato. Così, ad esempio, i flussi informativi saranno senz'altro più strutturati in una società quotata, ove il Codice di autodisciplina prevede la formazione di comitati endoconsiliari.

In definitiva, date le variegate fattispecie che potrebbero concretamente configurarsi, non sembra possibile stabilire a priori quali informazioni andranno trasmesse; sarà doveroso valutare caso per caso quelle rilevanti, fermo restando che il Governo potrà sempre richiedere un supplemento di informazioni qualora dovesse ritenere non sufficienti o incomplete quelle già trasmesse.

Un ulteriore punto riguarda l'individuazione del momento in cui sorge l'obbligo di notifica.

Quanto ai settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e quelli di cui all'art. 4, par. 1 del Regolamento europeo, la notifica deve essere trasmessa entro dieci giorni dall'adozione dell'atto e, comunque, prima che vi sia data attuazione. Alla luce del dettato normativo, è plausibile che la notifica debba essere effettuata prima dell'esecuzione ma successivamente all'adozione⁸⁷, con esclusione, quindi, delle attività meramente preparatorie⁸⁸. Diversamente, sarebbe difficile determinare l'esatto *dies a quo* dal quale decorrerebbero i dieci giorni per effettuare la notifica.

Il dato normativo, nel caso di attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, non indica, invece, un termine preciso, ma richiede che venga trasmessa un'informativa completa sulla delibera, sull'atto o sull'operazione da adottare, atta a consentire il tempestivo esercizio del potere di veto o l'imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni. La norma pare,

ne perplessità si possono per altro sollevare nel caso in cui la s.r.l. adotti un sistema di amministrazione congiuntivo o disgiuntivo. Sul punto, si veda M. BIANCA, *I nuovi doveri dell'organo di controllo tra Codice della Crisi e Codice Civile*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 1339 ss.

⁸⁷ Sul punto si veda V. DONATIVI, (nt. 11), 215 ss.

⁸⁸ In tal senso, nella Relazione al Parlamento in materia di esercizio dei poteri speciali riferita all'anno 2019, è menzionato il caso di una società che ha inviato una informativa riguardante tre progetti in fase preliminare relativi alla posa di cavi sottomarini, rispetto ai quali si sarebbe dovuto ancora raggiungere l'accordo con le società promotrici del progetto. In questo caso l'operazione non è stata considerata rientrante nell'ambito di applicabilità della normativa sui *golden power*, poiché di «carattere meramente preparatorio». La Relazione è reperibile al seguente indirizzo: <http://www.governo.it/it/dipartimenti/dip-il-coordinamento-amministrativo/dica-att-golden-power-relparlamento/9298>.

dunque, riferirsi ad una notifica di carattere preventivo. Anche in questo caso, l'esigenza di consentire il tempestivo esercizio del potere di veto induce a ritenere che la stessa vada effettuata prima dell'esecuzione o, se la stessa adozione dell'atto avesse effetti irreversibili, prima della sua adozione.

In ogni caso, l'adozione della delibera, dell'atto o dell'operazione potrebbe essere accompagnata, in via cautelativa, da una condizione sospensiva⁸⁹. Il tutto anche alla luce delle ulteriori previsioni di cui allo stesso Decreto che, nei settori *ex art. 1*, prevede che l'operazione possa essere effettuata decorsi i termini previsti per l'esercizio dei poteri speciali e, nei settori di cui all'*art. 2*, dispone la sospensione dell'efficacia della delibera, dell'atto o dell'operazione fino alla notifica e, comunque, fino al decorso dei termini previsti per l'esercizio dei poteri speciali.

Infine, la rilevanza delle operazioni varia a seconda del settore di riferimento. In quello della difesa e della sicurezza nazionale, rilevano le attività strategiche e la notifica deve riguardare la delibera, l'atto o l'operazione a prescindere dai loro effetti. È quindi esclusa una valutazione da parte della società, rimessa totalmente al Governo secondo i criteri dettati dall'*art. 1*, secondo e terzo comma, d.l. n. 21/2012. Diversamente, nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni e in quelli di cui all'*art. 4*, par. 1 del Regolamento europeo, vanno notificate le delibere, gli atti e le operazioni che comportino una modifica della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi strategici oppure il cambiamento della loro destinazione. In questi casi, dunque, si richiede una valutazione *ex ante* degli effetti che l'operazione potrà avere.

Ognuno dei profili genericamente osservati, poi, assume peculiari caratteristiche quando si proceda ad analizzare le delibere esplicitamente enucleate dal legislatore.

12. Scioglimento della società, fusione e scissione.

Come si sa, le diverse cause di scioglimento della società operano sostanzialmente attraverso due meccanismi: l'accertamento da parte degli amministratori o una delibera assembleare che dispone lo scioglimento.

⁸⁹ Va per altro ricordato che l'apposizione di una condizione sospensiva volontaria alle delibere modificative dello statuto è questione discussa, tanto quanto il loro regime pubblicitario. Sul tema si vedano: G.M. PLASMATI, *La pubblicità delle delibere condizionate*, Milano, Giuffrè, 2011, 51 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *La condizione e il termine nell'atto costitutivo delle società di capitali e nelle deliberazioni modificative*, CNN Studio n. 50/2009/I, 1 ss.; F. TASSINARI, *L'iscrizione nel registro delle imprese degli atti ad efficacia sospesa o differita*, in *Riv. not.*, 1996, 83 ss.

In entrambi i casi, gli effetti connessi al verificarsi di una causa di scioglimento decorrono dall'iscrizione nel registro delle imprese della dichiarazione di accertamento dell'organo amministrativo o della delibera assembleare. Vi sono ipotesi in cui, per altro, la causa di scioglimento è accertata dal tribunale. Tra queste, la dichiarazione di nullità della società per azioni *ex art. 2332 c.c.* e i casi in cui l'organo amministrativo ometta l'accertamento del verificarsi di una causa di scioglimento, nel qual caso il tribunale, su istanza dei singoli amministratori, soci o sindaci, deciderà con decreto. In queste ipotesi, dunque, sarebbe il provvedimento del tribunale a dover essere notificato.

Il d.l. n. 21/2012, però, fa riferimento solo alle delibere di scioglimento e, pertanto, sembra circoscrivere la necessità di una notifica ai soli casi in cui lo scioglimento sia deciso dall'assemblea. Il dato, del resto, è coerente col fatto che negli altri casi lo scioglimento opera *ope legis* e non avrebbe senso l'esercizio del potere di veto o l'apposizione di condizioni⁹⁰.

Ci si deve, però, interrogare sull'effettivo senso dell'inclusione della fattispecie di scioglimento. Ciò che, invero, dovrebbe interessare in tali ipotesi non è semplicemente lo scioglimento della società, quanto, piuttosto, il destino delle attività e degli assets strategici. Infatti, le modalità di esercizio dei poteri speciali dovrebbero riguardare, più che lo scioglimento, la successiva liquidazione.

In questo senso, sembra coerente con la *ratio* dei poteri speciali, nonché dei criteri di cui il Governo deve tenere conto per la loro adozione, la necessità di notificare anche la successiva delibera dell'assemblea che stabilisse i criteri in base ai quali dovrà svolgersi la liquidazione e l'eventuale esercizio provvisorio dell'impresa; nonché l'eventuale decisione di revocare lo stato di liquidazione.

Il Decreto contempla, poi, tra le operazioni straordinarie, le fattispecie di fusione e scissione.

Trattandosi di operazioni a formazione progressiva, l'obbligo di notifica potrebbe sorgere anche prima della concreta adozione dell'atto. Così, ad esempio, nel caso di fusione, è preferibile la tesi che richiede la notifica della delibera assunta dall'organo amministrativo in merito al progetto di fusione⁹¹ e, analogamente, nel caso di scissione, del progetto redatto dall'organo amministrativo *ex art. 2506 bis*.

L'obbligo non dovrebbe, invece, spingersi alle attività preparatorie e nego-

⁹⁰ V. DONATIVI, (nt. 11), 208.

⁹¹ ASSONIME, (nt. 11), 888 ss. Analogamente, in tema di comunicazione preventiva delle operazioni di concentrazione ai sensi dell'art. 16 della Legge antitrust, l'AGCM ha specificato che nel caso di fusione fra imprese l'operazione deve essere comunicata prima della redazione dell'atto di fusione: AGCM, *Modalità per la comunicazione di un'operazione di concentrazione fra imprese*, luglio 1996 (agg. settembre 2017).

ziali che, di prassi, precedono una fusione. Tale fase è generalmente volta a definire i termini e le modalità delle operazioni e può sfociare in un accordo quadro o di fusione (c.d. *merger agreement*)⁹². Per quanto il suo contenuto possa avvicinarsi a quello del progetto di fusione, il primo rimane un atto “a rilevanza negoziale”, mentre il secondo è già atto “procedimentale”⁹³.

Quanto al profilo della completezza delle informazioni, andranno trasmessi anche i documenti che accompagnano il progetto di fusione o scissione: la situazione patrimoniale, la relazione dell’organo amministrativo, la relazione degli esperti⁹⁴; nonché i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione e le relazioni dell’organo amministrativo e del revisore legale.

Va poi rilevato che le operazioni di fusione e scissione potrebbero comportare la necessità di una notifica in relazione all’acquisto di partecipazioni rilevanti. Ciò potrebbe verificarsi, ad esempio, nell’ipotesi di fusione per incorporazione di una società che detenga una partecipazione rilevante in una società operante in un settore strategico, mentre non sarebbe oggetto di notifica la fusione in sé, non riguardando direttamente una società operante in uno dei settori strategici⁹⁵.

Non sembra peregrina, poi, la possibilità che operazioni di fusione già oggetto di una prima notifica, ne richiedano un’ulteriore in relazione all’acquisto di una partecipazione rilevante per effetto del mutato assetto proprietario risultante dall’operazione. Ciò, ovviamente, dipenderà dal rapporto di cambio negoziato dai rispettivi organi amministrativi, il quale «non è quasi mai in grado, per ragioni dipendenti dalla stessa “meccanica” societaria della fusione, di garantire al socio della società incorporata o fusa la piena continuità, sotto il profilo della consistenza assoluta e percentuale, della “nuova” partecipazione concambiata rispetto alla “vecchia” annullata»⁹⁶. Così, ben potrebbe darsi

⁹² A. D’ANIELLO, *Le operazioni di fusione: fasi preparatorie e accordo di fusione*, in *Trasformazione fusione scissione*, diretta da A. SERRA e coordinata da I. DEMURO, Bologna, Zanichelli, 2014, 711 ss.

⁹³ Rileva tale differenza tra *merger agreement* e progetto di fusione G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione*, Milano, Giuffrè, 2013, 227 ss.

⁹⁴ Va per altro rilevato che tali atti potrebbero mancare qualora i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto vi abbiano unanimemente rinunciato.

⁹⁵ Nel senso che le operazioni di fusione e scissione rientrerebbero tra le fattispecie che danno luogo ad un “acquisto” di partecipazioni si vedano: L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, (nt. 11), 943.

⁹⁶ L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, Il Sole 24Ore, 2002, 94 ss. L’A. osserva come la misura della partecipazione sociale al nuovo “complesso unificato” dipenda dal valore comparativo delle valutazioni di fusione e che, stante questo carattere, può ben accadere che il socio possa ricevere un numero di azioni o una quota maggiori o inferiori rispetto a ciò che possedeva ante-fusione.

l'ipotesi in cui, a seguito dell'operazione, un socio veda accrescere la propria partecipazione fino a superare una delle soglie previste. Altrettanto può dirsi dell'operazione di scissione effettuata da una società operante in un settore strategico. In particolare, ciò potrebbe verificarsi in seguito ad una scissione con assegnazione delle partecipazioni in misura non proporzionale o in caso di scissione per incorporazione⁹⁷.

In secondo luogo, dato che nei settori di cui all'art. 2 le operazioni contemplate devono comportare modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli assets strategici, alcune fattispecie di fusione o di scissione potrebbero non rilevare ai fini della notifica. Ciò potrebbe accadere, ad esempio, nel caso di fusione per incorporazione, ove fosse l'incorporante a detenere gli assets strategici e l'operazione non comportasse una modifica nel senso anzidetto. Altrettanto potrebbe verificarsi nei casi di scissione parziale, ove gli assets strategici rimanessero di pertinenza della società scissa.

13. Modifica dell'oggetto sociale, trasferimento della sede all'estero, modifica di clausole statutarie che incidono sui diritti di voto.

Per quanto concerne le delibere aventi ad oggetto la modifica dell'oggetto sociale e il trasferimento della sede sociale all'estero, è evidente che anche queste possano implicare rilevanti conseguenze sul piano dell'attività di impresa, potendo l'assetto risultante dall'operazione compromettere l'integrità del sistema di difesa e di sicurezza nazionale o comportare un pregiudizio per gli interessi relativi alla sicurezza e al funzionamento degli assets strategici⁹⁸.

⁹⁷ La possibilità di attuare una forma di scissione non proporzionale risulta dall'art. 2506-bis, quarto comma, c.c. Tra le ipotesi di scissione in cui si realizza un'assegnazione non proporzionale delle azioni si può poi ricordare la fattispecie della c.d. scissione asimmetrica, regolata dall'art. 2506, secondo comma, c.c., sulla quale si veda G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 7**2, Torino, Utet giuridica, 2004, 32 ss., 180: l'A. qualifica tale fattispecie come una «particolare forma di (attuazione della) scissione parziale non proporzionale» caratterizzata dal fatto che solo ad alcuni dei soci della società originaria vengono attribuite le partecipazioni nella o nelle società beneficiarie, con la conseguenza che gli altri soci della società scissa vedranno espandere o accrescere la loro partecipazione in quest'ultima per “compensare” la mancata partecipazione alla o alle società beneficiarie. In generale, in tema di assegnazione delle partecipazioni in caso di scissione si veda G. NIGRO, *Ripartizione delle partecipazioni e opzione dei soci nella scissione di società*, Milano, Giuffrè, 2001, *passim*.

⁹⁸ Cfr. art. 1, secondo comma, e art. 2, settimo comma, lett. b), d.l. n. 21/2012, ove tali conseguenze devono essere tenute in considerazione dal Governo ai fini dell'esercizio dei poteri speciali.

Per riprendere certi dubbi interpretativi sorti in tema di recesso in rapporto alle modifiche dell'oggetto sociale, ci si potrebbe domandare se sia soggetta a notifica qualsiasi modifica dell'oggetto sociale o se, invece, ciò riguardi solo modificazioni significative⁹⁹. Quanto ai settori cui all'art. 2 del d.l. n. 21/2012, dato che la delibera, l'atto o l'operazione deve anche comportare un mutamento nella titolarità, nel controllo o nella disponibilità degli assets strategici, la modifica dell'oggetto sociale dovrà essere significativa in questi termini. È tuttavia dubbio come una modifica dell'oggetto sociale possa riflettersi sulla titolarità, sul controllo o sulla disponibilità degli assets strategici, a meno di non ipotizzare che la stessa sia accompagnata da una dismissione di tali assets. Invece, quanto ai settori di cui all'art. 1, non essendo null'altro specificato, non sembra possibile delimitare a priori quali siano i mutamenti dell'oggetto sociale da notificare¹⁰⁰.

Per quel che concerne il trasferimento all'estero della sede sociale sembrano venire in considerazione due rilevanti effetti della delibera. Il trasferimento potrebbe, anzitutto, rientrare in più ampia operazione, che comporti una dislocazione all'estero dell'azienda o di un ramo di essa. In secondo luogo, rilevano le possibili conseguenze in punto di disciplina applicabile alla società. Come noto, per "sede sociale" si intende la sede legale o principale della società e, a meno che la società stessa non mantenga in Italia la sede dell'amministrazione o l'oggetto principale dell'attività esercitata, in caso di suo trasferimento, cesserà di applicarsi la legge italiana e troverà applicazione quella del Paese di destinazione¹⁰¹.

Quanto, infine, alle modifiche delle clausole statutarie aventi ad oggetto il

⁹⁹ Sul tema, per tutti: G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 6*, Torino, Utet giuridica, 1993, 1 ss.

¹⁰⁰ M. BIANCA, *Contratto di società e recesso: breve chicane attorno all'oggetto sociale*, in *RDS*, 2012, 707 ss.

¹⁰¹ M.V. BENEDETTELLI, *Sul trasferimento della sede sociale all'estero*, in *Riv. soc.*, 2010, 1251 ss.; E. PEDERZINI, *Alla ricerca del diritto applicabile: società italiane e società straniere*, in *Percorsi di diritto societario europeo*, a cura di E. PEDERZINI, Torino, Giappichelli, 2020, 33 ss. La questione è regolata dal diritto internazionale privato, sul quale, per altro, incide profondamente il diritto europeo e l'interpretazione della Corte di giustizia delle norme in materia di libertà di stabilimento da cui deriva un nuovo "diritto alla mobilità societaria". Tra le implicazioni di questa lettura, rilevante sembra il fatto che le società «possano modificare la *lex societatis* originariamente scelta, senza scioglimento e liquidazione del patrimonio aziendale, attraverso operazioni di "trasformazione internazionale" quali il trasferimento della sede sociale in vista dell'assoggettamento ad una nuova *lex societatis*, la fusione e la scissione transfrontaliere»: M.V. BENEDETTELLI, *Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società*, in *Le società per azioni*, t. 1, (nt. 34), 81-82.

voto massimo o il voto a scalare ai sensi dell'art. 2351, terzo comma, nonché quelle di cui all'art. 3, primo comma, d.l. n. 332/1994¹⁰², queste rilevano in quanto idonee a modificare gli assetti di governo della società. Da un lato, il loro inserimento potrebbe espandere il *voting power* di altri soggetti; dall'altro, una loro eliminazione avrebbe l'effetto di ampliare i diritti di voto esercitabili dai titolari di quelle stesse azioni¹⁰³. La previsione di questa delibera sembra volta a correggere il fatto che simili meccanismi non danno luogo ad una fattispecie di acquisto di partecipazioni rilevanti, concretandosi in una mera modifica statutaria, facendo così emergere i limiti delle formulazioni letterali delle norme sulla notifica degli acquisti di partecipazioni rilevanti di cui si è già dato conto.

Stando a tale ragionamento, il sistema, allora, non risulta coerente in almeno due punti. In primo luogo, perché nei settori di cui all'art. 2 del Decreto la notifica, come più volte già osservato, è richiesta solo se la delibera comporti una modifica della titolarità, del controllo o della disponibilità degli assets strategici, effetti che raramente essa potrebbe sortire. In secondo luogo, non si comprende perché non considerare altre operazioni o modifiche statutarie che potrebbero avere gli stessi effetti, quali, ad esempio, le operazioni di conversione delle azioni di risparmio¹⁰⁴, la riduzione del capitale in misura non proporzionale¹⁰⁵ o, nel caso di s.r.l., la modifica di una clausola statutaria che attribuisca al socio particolari diritti concernenti l'amministrazione della società.

¹⁰² Con l'art. 3 del d.l. n. 332/1994 si dispone che le società privatizzate operanti in determinati settori possano introdurre dei limiti statuari al possesso azionario e, in particolare, che ove il tetto al possesso azionario fosse superato, i diritti di voto inerenti alle partecipazioni eccedenti siano sterilizzati. Si veda L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, Milano, Giuffrè, 1999, 60 ss.

¹⁰³ Sulle finalità di tali clausole v. A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Sub art. 2351*, in *Azioni*, (nt. 63), 444 ss. Più in generale, v. G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Principio capitalistico quo vadis?*, a cura di F. BRIOLINI, Torino, Giappichelli, 2016, 225 ss.

¹⁰⁴ A. ABU AWWAD, *Sub art. 145*, in *Le società per azioni*, t. II, (nt. 34), 4151 ss.; S. GUIZZARDI, *Sub art. 145*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, (nt. 33), 1084.

¹⁰⁵ Si veda la Massima notarile del Comitato interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie H.G.13: «È legittimo, con il consenso di tutti i soci, sia nell'ipotesi di riduzione reale che in quella per perdite, deliberare la riduzione del capitale in misura non proporzionale rispetto alle singole partecipazioni azionarie, modificando in tal modo le percentuali di partecipazione dei singoli soci». Si pensi, in particolare, alla riduzione reale del capitale sociale attuata con la tecnica dell'estrazione a sorte delle azioni oggetto di annullamento e rimborso totale, la quale pone l'interessante questione della declinazione del principio di parità di trattamento: v. A.D. SCANO, *Sub art. 2445*, in *Le società per azioni*, t. II, (nt. 34), 2702; M. VENTORUZZO, *Art. 2445*, in M. VENTORUZZO, G. SANDRELLI, *Riduzione del capitale sociale*, in *Il Codice*

14. Le modifiche sui golden power ai tempi del Covid-19.

L'ultimo tassello di cui tener conto è dato dal contesto emergenziale dovuto alla pandemia da Covid-19. L'emergenza pandemica ha messo a dura prova le imprese, non soltanto dal punto di vista economico.

Molti sono stati, dunque, gli interventi che si sono susseguiti nell'ambito del diritto dell'impresa rendendo, di volta in volta, inoperanti certe norme oppure rendendole meno stringenti¹⁰⁶. Nel primo senso si possono ricordare le scelte di posticipare l'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza¹⁰⁷, di rendere inoperante la disciplina riguardante la postergazione dei finanziamenti dei soci e le norme sulla riduzione del capitale sociale¹⁰⁸. Nel secondo senso si pensi alle deroghe sui principi di redazione del bilancio¹⁰⁹, alle misure volte ad agevolare gli aumenti di capitale¹¹⁰ e alle previsioni che hanno inciso sullo svolgimento delle assemblee¹¹¹.

Al di là degli effetti della crisi e della relativa disciplina emergenziale, una delle conseguenze più preoccupanti è stata quella riguardante i mercati europei, i cui corsi azionari hanno subito una generalizzata discesa, accentuando il

Civile. Commentario, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, Giuffrè, 2013, 20.

¹⁰⁶ Per alcune riflessioni generali sul tipo di regole necessarie durante la crisi: L. ENRIQUES, *Per un diritto societario resistente alle pandemie*, in *RDS*, 2020, 699 ss.

¹⁰⁷ Sugli interventi riguardanti i profili in materia di crisi d'impresa v. L. STANGHELLINI, *La legislazione d'emergenza in materia di crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2020, 353 ss.

¹⁰⁸ Sul punto si vedano: M. TOLA, *Le società di capitali nell'emergenza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 527 ss.; M. VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, in *Società*, 2020, 525 ss.

¹⁰⁹ Oltre ai saggi già citati nella precedente nota, si vedano: S. FORTUNATO, *Continuità aziendale, bilanci e crisi da pandemia*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 35 ss.; G. STRAMPELLI, *La preservazione (?) della continuità aziendale nella crisi da Covid-19: capitale sociale e bilanci nei decreti "Liquidità" e "Rilancio"*, in *Riv. soc.*, 2020, 365 ss.

¹¹⁰ ASSONIME, *Le misure societarie di agevolazione per gli aumenti di capitale nel Decreto Semplificazioni (Circolare n. 25 del 2 ottobre 2020)*, in *Riv. soc.*, 2020, 1177 ss.; P. MARCHETTI, *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto "Semplificazioni") ed aumento di capitale*, in *Riv. soc.*, 2020, 1165 ss.

¹¹¹ Sulle norme emergenziali volte a rendere possibile lo svolgimento delle assemblee: ASSONIME, *Decreto-legge del 17 marzo 2020 n. 18: le disposizioni in materia di svolgimento delle assemblee (art. 106)*, http://www.assonime.it/Stampa/Documents/Decreto%20Cura%20Italia_Assemblee.pdf; C. MARCHETTI, M. NOTARI, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti dalle norme di emergenze*, in *Riv. soc.*, 2020, 428 ss.; L. SCHIUMA, *L'assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post-emergenza Covid-19*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 419 ss.

rischio che i titoli delle società quotate potessero essere oggetto di acquisizioni predatorie o di operazioni speculative nei mercati. Tale aspetto si è poi reso ancor più preoccupante proprio in relazione alle imprese nazionali operanti nei settori strategici, rendendo opportuno un intervento del legislatore al fine di ricalibrare alcune norme contenute nel d.l. n. 21/2012. Questo è avvenuto con l'adozione del c.d. Decreto liquidità (d.l. 8 aprile 2020, n. 23, recante “Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga dei termini amministrativi e processuali”)¹¹².

Il primo intervento ha riguardato l'ampliamento dei settori, anche sulla scia di quanto affermato dalla Commissione europea, la quale ha esortato gli stati membri ad avvalersi «[...] appieno, sin da ora, dei meccanismi di controllo degli IED per tenere conto di tutti i rischi per le infrastrutture sanitarie critiche, per l'approvvigionamento di fattori produttivi critici e per altri settori critici [...]»¹¹³. In questo quadro, il c.d. Decreto liquidità ha provveduto, in primo luogo, a rendere immediatamente operativi i poteri speciali nei settori contemplati dall'art. 4 del Regolamento europeo sugli investimenti esteri diretti, nelle more dell'approvazione del decreto ministeriale che avrebbe dovuto individuare i beni e i rapporti ricompresi in tali settori e fino alla sua entrata in vigore¹¹⁴. Il Decreto liquidità, inoltre, specifica che nel settore finanziario do-

¹¹² Sul tema sia consentito rinviare a M. BIANCA, G. SERAFIN, *Il diritto dell'impresa e la sfida del covid-19*, in *Virus in fabula. Diritti e istituzioni ai tempi del covid-19*, Trieste, EUT – Edizioni Università di Trieste, 2020, 225 ss. Si vedano, inoltre: F. ANNUNZIATA, M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2020, 572 ss.; I. POLLASTRO, *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (golden power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di M. IRRERA, Quaderni RES, Centro studi d'impresa, Torino, 2020, 80 ss.; F. PRENESTINI, *Il golden power ai tempi del Coronavirus*, in *Riv. soc.*, 2020, II, 1709 ss.; F. RIGANTI, (nt. 32), 898 ss.; A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 282 ss.

Di recente, con la l. 18 dicembre 2020, n. 176 di conversione del d.l. 28 ottobre 2020 (c.d. Decreto ristori), è stata disposta la proroga del regime relativo ai poteri speciali contenuto nel Decreto liquidità sino al 30 giugno 2021, inizialmente previsto sino al 31 dicembre 2020.

¹¹³ COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento (UE) 2019/452 (regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti)*, (2020/C 99 I/01), 26 marzo 2020.

¹¹⁴ Poi adottato con d.p.c.m. 18 dicembre 2020, n. 179, Regolamento per l'individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionale nei settori di cui all'art. 4, par. 1, del Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, a norma dell'art. 2,

vevano ricomprendersi i settori creditizio e assicurativo¹¹⁵ e, nel settore sanitario, la produzione, l'importazione e la distribuzione all'ingrosso di dispositivi medicali, medico-chirurgici e di protezione individuale.

In secondo luogo, il Decreto liquidità prevede un'estensione soggettiva degli obblighi di notifica in relazione all'acquisto di partecipazioni rilevanti in tutti i settori previsti dall'art. 2 del d.l. n. 21/2012: sia quelli originari, sia quelli derivanti dall'adeguamento al Regolamento europeo sugli IED. Più precisamente, vengono assoggettate alla disciplina sui poteri speciali le acquisizioni di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo anche da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea.

Come già rilevato, l'acquisto di partecipazioni rilevanti in relazione ai settori di cui all'art. 2 del d.l. n. 21/2012 prevede che la notifica vada effettuata solo in ragione dell'assunzione del controllo nella società. Il Decreto liquidità modifica tale soglia in relazione ai soli soggetti esteri non appartenenti all'UE, prevedendo che l'acquisto vada notificato in relazione a partecipazioni che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10%, tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute, e nei casi in cui il valore complessivo dell'investimento sia pari o superiore a un milione di euro (prescindendo quindi da situazioni di controllo). Si prevede, poi, una ulteriore notifica delle acquisizioni nei casi di superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50%. La riduzione delle soglie aumenta il livello di trasparenza sulle acquisizioni, favorendo la tempestiva valutazione degli investimenti esteri.

Unitamente a questi provvedimenti, sempre al fine di aumentare il livello di trasparenza del mercato, è previsto che la Consob possa ampliare gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti previsto dall'art. 120 t.u.f. in modo tale da accentuare il tasso di trasparenza nei mercati. L'Autorità, tramite le delibere nn. 21326 e 21327 del 9 aprile 2020, ha previsto (i) l'aggiunta di una soglia dell'1%, rispetto a quella preesistente del 3%, quale soglia minima al superamento della quale scatta l'obbligo di comunicazione al mercato, tramite la Consob, delle partecipazioni acquisite in società quotate ad alta capitalizzazione; (ii) l'aggiunta, per le Pmi, della soglia del 3% prima della soglia del 5% e (iii) l'aggiunta di una soglia del 5%, rispetto a quella del 10%,

comma 1-ter, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla l. 11 maggio 2012, n. 56.

¹¹⁵ Sul punto v. F. BASSAN, *Prime note prospettive sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, in *dirittobancario.it*, aprile 2020, 1 ss.; R. LENER, *Brevi note sul golden power nel settore finanziario alla luce del Decreto Liquidità*, in *AGE*, 2020, 545 ss.

quale prima soglia al superamento della quale scatta per le partecipazioni acquisite l'obbligo di comunicare al mercato, tramite la Consob, la "dichiarazione delle intenzioni", cioè gli obiettivi di investimento per i sei mesi successivi¹¹⁶. Per altro, tale regime, inizialmente prorogato, è recentemente venuto meno¹¹⁷.

15. *Brevi riflessioni conclusive.*

Come si è potuto osservare, la disciplina italiana dei *golden power* si regge – pressoché interamente – su un sistema di notifiche.

Tuttavia, il dettato delle norme è sovente caratterizzato dall'utilizzo di termini dal significato ambiguo, che, potenzialmente in grado di ricomprendere molteplici situazioni, ingenerano dubbi e incertezze applicative, a testimonianza di una probabile "disattenzione" verso le tante disposizioni di diritto societario coinvolte dalla disciplina. Assieme alla terminologia adottata, alcune scelte sistematiche paiono tutt'altro che coerenti.

Da una rapida analisi delle comunicazioni effettuate nel corso dell'anno 2019, emergono molte incertezze in relazione alle operazioni soggette a notifica. Ne costituisce riprova il fatto che le notifiche pervenute alla Presidenza del Consiglio dei Ministri siano state 83, quasi il doppio rispetto all'anno precedente e, dato ancor più rilevante, che 19 sono state le operazioni notificate rispetto alle quali il Governo ha formalmente escluso che fossero dovute ai sensi del Decreto. Con la pandemia e l'ampliamento dell'ambito di applicazione della disciplina, il 2020 ha visto giungere al Governo ben 341 notifiche¹¹⁸. La prassi notarile sembra quindi muoversi in direzione della comunicazione di una vasta serie di atti, ivi compresi anche quelli per i quali sarebbe possibile escluderne dappprincipio l'esigenza.

Per quel che concerne i diversi settori, si può porre in rilievo il fatto che potrebbero verificarsi delle sovrapposizioni e che, dunque, una stessa società potrebbe considerarsi operante sia nel settore della difesa e della sicurezza nazionale, sia in uno dei settori rilevanti *ex art. 2 del d.l. n. 21/2012*. La questione assume notevole rilevanza pratica, poiché, come già più volte rilevato, il

¹¹⁶ A. PETRUZZI, (nt. 33), 916-917.

¹¹⁷ Con delibera n. 21672 del 13 gennaio 2020, la Consob ne aveva stabilito la proroga sino al 13 aprile 2021.

¹¹⁸ *Golden power, il Covid moltiplica per quattro i tentativi di scalata, Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2021.

diverso perimetro applicativo e la non coincidente rilevanza attribuita alle operazioni interessate dal Decreto, potrebbe dare adito ad una tendenziale attrazione delle attività rientranti nei settori di cui all'art. 2 del d.l. n. 21/2012 in quelli relativi alla difesa e alla sicurezza nazionale, connotati da un perimetro applicativo ben più ampio. In particolare, il Governo, facendo leva sull'ambigua redazione delle norme, sembra aver attratto al proprio scrutinio diverse operazioni di acquisto del controllo di società operanti nei settori di cui all'art. 2, a prescindere dal fatto che l'acquirente fosse un soggetto esterno all'Unione europea¹¹⁹.

Una questione particolarmente delicata si pone in termini di coordinamento tra la disciplina dei poteri speciali e quella prevista per le società operanti in settori vigilati, quali banche e imprese di assicurazione. Le norme riguardanti tali soggetti impongono già rilevanti obblighi di comunicazione a favore delle relative autorità di vigilanza, nonché ampi poteri di controllo e di intervento in capo a queste ultime in relazione a diverse situazioni riguardanti l'attività di tali società. Tale profilo richiede maggiore attenzione, anche in ragione della possibile sovrapposizione tra provvedimenti emanati dalle Autorità di settore. A tal proposito, va positivamente valutato l'inserimento nel Decreto sui poteri speciali di una disposizione che instaura un dovere di collaborazione tra Governo e dette Autorità, anche in ragione delle loro specifiche competenze.

Ulteriormente, le norme di cui al d.l. n. 21/2012 non sembrano tenere debitamente conto delle numerose sfaccettature che la disciplina societaria prevede in relazione al modello societario adottato ed alla tipologia di atti o deliberazioni. La normativa sembra disegnata tenendo in considerazione il modello della s.p.a. di diritto comune, ma è noto come il tessuto economico italiano sia in misura nettamente prevalente composto da s.r.l.

Dal punto di vista dell'allineamento della disciplina interna sui *golden power* con i meccanismi previsti da Regolamento europeo sugli investimenti esteri di-

¹¹⁹ Emblematico in tal senso il noto caso che ha coinvolto le società Tim s.p.a. e Vivendi s.a. (di diritto francese), entrambe operanti nel settore delle telecomunicazioni. In relazione alla vicenda che ha visto la seconda acquistare una partecipazione rilevante nella prima, il Governo ha ravvisato la sussistenza di due diversi obblighi di notifica: un primo obbligo in capo a Vivendi s.a., ai sensi dell'art. 1, quinto comma, d.l. n. 21/2012, in relazione all'acquisto di partecipazioni in Tim s.p.a. e sulla base del fatto che la Tim s.p.a. svolge, direttamente o indirettamente mediante le sue controllate (Telecom Italia Sparkle s.p.a. e Telsy s.p.a.) attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa nazionale, ai sensi del d.p.c.m. 6 giugno 2014, n. 108; e un secondo in capo a Tim s.p.a., stante l'acquisto da parte di Vivendi s.a. del controllo e della disponibilità degli attivi della prima, ai sensi dell'art. 2, secondo comma, d.l. n. 21/2012. V. la Relazione al Parlamento in materia di esercizio dei poteri speciali riferita all'anno 2018, 14 ss. e 73 ss., https://www.governo.it/sites/governo.it/files/GP_RelazioneParlamento_2018.pdf.

retti, sarebbe auspicabile un maggiore sforzo di coordinamento. Come già osservato, non tutte le operazioni contemplate dalla normativa italiana devono essere notificate ai sensi del Regolamento. Di conseguenza non sembra sempre giustificato l'allungamento dei termini per l'esercizio dei poteri speciali. In questo senso potrebbe essere ragionevole introdurre un sistema "a doppio binario", che distingua le operazioni rilevanti anche ai fini della disciplina europea. In tal modo, per quelle non rilevanti, si potrebbe tornare alla scelta di mantenere termini il più possibile ristretti per l'esercizio dei poteri speciali.

Non si può, poi, non considerare come il notevole ampliamento dei termini entro i quali il Governo può concretamente esercitare i poteri speciali ha rilevanti riflessi sulla concreta operazione economica che l'impresa intende effettuare. All'incertezza rispetto all'esito della valutazione operata da parte del Governo, si aggiungono quelle derivanti dalla possibile incidenza delle valutazioni degli Stati membri e della Commissione: pur trattandosi di valutazioni non vincolanti, potranno comunque assumere un certo peso nella valutazione definitiva dell'operazione.

È probabile che, anche una volta chiusa questa fase emergenziale, vi sarà un incremento delle notifiche, dato l'ampliamento dei settori rilevanti. Alla luce di tale incremento e, soprattutto, delle modifiche apportate per adeguare la nostra disciplina a quella europea, è doveroso individuare le fattispecie rilevanti e gli assets strategici quanto più precisamente e chiaramente possibile. Da questo punto di vista sembra condivisibile l'opinione da taluno espressa di introdurre un meccanismo informale di pre-notifica, in modo tale da verificare se concretamente l'operazione rientri nell'ambito della disciplina dei *golden power*¹²⁰, soluzione che potrebbe avere benefici sia per le imprese notificanti, che potrebbero ridurre così i costi correlati alla notifica, sia per gli stessi organi deputati alla valutazione delle operazioni rilevanti¹²¹.

¹²⁰ G. NAPOLITANO, (nt. 19), 121 ss.

¹²¹ Un simile meccanismo è già previsto nella *Comunicazione concernente alcuni aspetti procedurali relativi alle operazioni di concentrazione di cui alla legge 10 ottobre 1990, n. 287*, in relazione alle comunicazioni delle operazioni di concentrazione da trasmettere all'AGCM, allo scopo instaurare un confronto con l'Autorità prima della comunicazione formale e si svolge attraverso la sottoposizione, almeno quindici giorni prima della comunicazione formale, di un documento informale contenente alcune basilari informazioni sull'operazione da effettuare, destinate a formare oggetto di confronto in relazione alle possibili problematiche connesse: A. DE PRA, *Aspetti antitrust della fusione*, in *Trasformazione fusione scissione*, (nt. 92), 670.