

ALESSANDRO TRISCORNIA *

Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario **

SOMMARIO: 1. Un breve *excursus* sulla genesi dei poteri speciali, in Italia e altrove. — 2. I poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale *ex art.* 1 D.L. 15 marzo 2012 n. 21: la circolazione del capitale. — 3. *Segue*: i derivati. — 4. *Segue*: il prestito titoli, l'usufrutto e il pegno. — 5. *Segue*: la fase istruttoria e i provvedimenti. — 6. *Segue*: le operazioni societarie, una sintesi critica del dettato normativo. — 7. I poteri speciali nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e dell'alta tecnologia *ex art.* 2 D.L. 15 marzo 2012 n. 21: l'ingresso di soggetti *extra* UE nel capitale. — 8. *Segue*: le operazioni societarie, una sintesi critica del dettato normativo. — 9. Come la prassi applicativa abbia esteso l'ambito di intervento del Governo anche all'acquisto di partecipazioni di controllo nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni da parte di soggetti *intra* UE. — 10. Prescrizioni di *golden power*: una prima analisi dei possibili profili di interferenza sulla

(**) Avvocato in Milano.

(**) Nelle more della pubblicazione dell'articolo, il Governo ha approvato il D.L. 25 marzo 2019, n. 22, convertito con modificazioni dalla L. 20 maggio 2019, n. 41, che ha esteso i poteri speciali del Governo alle reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G (cfr. art. 1-bis del D.L. 15 marzo 2012, n. 21, convertito in L. 11 maggio 2012, n. 56) e il D.L. 11 luglio 2019, n. 64 — non ancora convertito in legge — che ha apportato alcune modifiche all'impianto normativo qui commentato, al dichiarato fine di « far fronte alla complessità delle valutazioni da svolgere da parte delle amministrazioni competenti ». In particolare e senza pretesa di esaustività, l'ultimo decreto (i) ha significativamente esteso i termini procedurali entro i quali il Governo è chiamato a esercitare i propri poteri, (ii) ha previsto che le richieste istruttorie in merito alle notifiche — precedentemente rivolte solo alla parte notificante — possano essere formulate anche a soggetti terzi; (iii) ha imposto obblighi di collaborazione alle autorità indipendenti; (iv) ha modificato aspetti formali della disciplina delle comunicazioni per le « società ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati »; (v) ha equiparato società quotate e non ai fini della soglia per le notifiche, innovando rispetto alla regola per le non quotate commentata nell'articolo; e (vi) ha precisato la nozione di « soggetto esterno all'Unione europea », al fine di dare rilevanza alle situazioni di controllo (anche indiretto) e a eventuali condotte elusive della disciplina *de qua* (cfr. art. 2, comma 5-bis del D.L. n. 21/2012). In pendenza del termine per la conversione del D.L. n. 64/2019, ho preferito non modificare il testo già prossimo alle stampe.

governance societaria. — 11. La comune architettura degli artt. 1 e 2 rispetto all'esercizio del diritto di voto nelle società soggette a *golden power*: sospensione del diritto di voto tra procedimento amministrativo e accertamento (incidentale) dinanzi all'A.G.O. — 12. Una nota conclusiva.

1. L'onda lunga della stagione neoliberista, ideologicamente annunciata dal *Washington consensus* ⁽¹⁾ alla fine anni degli anni '80 e di lì a poco pragmaticamente inaugurata anche in Italia sulla scia di una "famosa" crociera del *Britannia* ⁽²⁾, si è ormai da tempo spenta, aprendo così le porte a fenomeni di riflusso che, pur differenti in funzione delle singole geografie economiche, presentano il tratto comune di una crescente volontà politica di sorvegliare, quando non ostacolare ⁽³⁾, il passaggio dei "campioni nazionali" (o presunti tali) in mani straniere, in una evidente, ancorché spesso negata,

⁽¹⁾ L'espressione, coniata dall'economista inglese John Williamson, identificava una pluralità di azioni, tra loro interconnesse, di politica economica di stampo liberista, in cui la piena apertura dei mercati agli investimenti esteri, le privatizzazioni e la *deregulation* rivestivano un ruolo essenziale. Peraltro, lo stesso Williamson ha in più occasioni preso le distanze dalla concreta attuazione delle politiche neo liberiste ispirate al suo pensiero: « doubtless I am most famous for having coined the phrase the "Washington Consensus", which makes me somewhat unhappy, partly because some reformers have taken this to suggest that the main credit for reform lies in Washington rather than with them, and partly because the term is so often used in an abusive sense markedly different from that which I intended. I originally formulated what I termed the Washington Agenda, or the Washington Consensus, in the background paper "What Washington Means by Policy Reform" for a conference held by the Institute for International Economics in November 1989 (...). My idea was to demonstrate to a Washington audience that still seemed to think that Latin America was stuck in the mind-frame of the 1960s and pleading for debt relief under the Brady Plan without doing anything to earn it that they were wrong, and that Latin America deserved some help. For that purpose it made sense to list the reforms that most of Washington could agree were needed in Latin America and then get authors from the region to say how much had been done along those lines in each of their countries. And in that endeavor I like to think the exercise was rather successful. Unfortunately, my prosaic list of policy reforms that could command a consensus (...) came to be interpreted as a policy manifesto for the "neoliberal" right, or a revelation of what the Washington-based international institutions were trying to impose on the rest of the world. My reaction to these interpretations can be found in "Revisiting the Washington Consensus," a paper I wrote for an IDB conference just before I joined the World Bank (published in 1997 by the IDB in Louis Emmerij, ed., *Economic and Social Development into the XXI Century*), and in *What Should the [World] Bank Think About the Washington Consensus?* a paper I wrote for an internal World Bank conference in July 1999, and in *Economic Reform: Content, Progress, Prospects*, a lecture delivered at the University of Baroda in India in November 1999 » (cfr. <https://web.archive.org/web/20150705172400/http://www.iie.com/content/?ID=1#topic3>).

⁽²⁾ Il riferimento è ovviamente all'incontro, fonte di polemiche mai sopite, ospitato nel giugno 1992 a bordo del *Britannia*, il panfilo della Corona d'Inghilterra, nel corso del quale *managers* ed economisti italiani discussero con esponenti del mondo finanziario britannico della prospettiva delle privatizzazioni in Italia — cfr. il resoconto critico di S. ROMANO in un interessante articolo pubblicato sul Corriere della Sera tutt'ora reperibile all'indirizzo <https://www.corriere.it/romano/09-06-16/01.spm>.

⁽³⁾ Ricorrente è la tentazione, non solo italiana, di invocare interventi di governo o legislativi a tutela della nazionalità delle imprese: « (...) ogniqualvolta si prospetti la possibilità che un'impresa estera possa arrivare a detenere il controllo di società storicamente radicate nel

logica di concorrenza tra gli stati nei settori chiave dell'economia ⁽⁴⁾. Ed è in questo contesto che si inserisce l'accresciuto rilievo applicativo del D.L. 15 marzo 2012 n. 21, per lo più conosciuto come decreto *golden power*, che attribuisce al governo italiano poteri speciali sugli assetti proprietari e sulle operazioni straordinarie delle imprese (quotate e non) che operano nel campo della difesa e in altri settori ritenuti strategici, con uno spettro di prerogative che, rinviando ogni approfondimento ai successivi paragrafi, possono essere così sintetizzate:

(i) facoltà di opporsi all'acquisto di partecipazioni in società italiane attive nei settori della sicurezza e della difesa nazionale (cfr. art. 1, primo comma, lettera c) ovvero, in alternativa, di imporre all'acquirente specifiche condizioni a tutela degli interessi nazionali (cfr. art. 1, primo comma, lettera a);

(ii) potere di veto, nei confronti delle società italiane attive nei settori della sicurezza e della difesa nazionale, all'adozione di delibere societarie di natura straordinaria (fusione, scissione, cessione d'azienda, ecc.) ovvero, in alternativa, di subordinare il nullaosta all'adozione, da parte della società, di

territorio, si torna a discutere di salvaguardia della nazionalità delle imprese e si sollecita il legislatore ad intervenire con provvedimenti finalizzati alla tutela di settori strategici e di interesse nazionale »: cfr. R. MAGLIANO, *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e sviamento protezionistico*, in *Dir. Comm. Int.* 2014, 319. Peraltro, l'efficacia degli interventi nazionali è tanto più intensa quanto più agli strumenti legislativi si affianca un "arrocco" di sistema, come frequentemente è accaduto soprattutto in Francia (cfr. la vicenda Elf Acquitaine ricostruita nel recente lavoro di G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici*, Torino 2018, 222 e ss. o la fusione tra Suez e Gaz de France che secondo quanto riferito dalle cronache dell'epoca venne orchestrata dal governo francese per impedire che Electrabel, società controllata da Suez, venisse acquisita da Enel (cfr. su <https://www.lastampa.it/2006/02/25/economia/parigi-annuncia-fusione-suez-gdf-per-fermare-enel>).

⁽⁴⁾ Osserva F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato nell'economia*, in *Studi sull'integrazione economica*, 2014, 78, che « la fase storica attuale è caratterizzata da una ripresa delle politiche protezionistiche degli Stati, che tentano di difendersi da una globalizzazione non adeguatamente regolata ». E ovviamente la spinta protezionistica diviene più marcata ove siano in gioco *assets* rilevanti ai fini della sicurezza nazionale: « la necessità (...) di una modifica della disciplina in senso maggiormente protettivo degli interessi nazionali nei settori strategici dimostra come gli Stati gestiscano con difficoltà il proprio ruolo di protettori degli interessi generali in un contesto di crisi economica e in una realtà globalizzata (...). Nella competizione globale gli attori non sono più solamente imprese, ma, in misura sempre maggiore, i sistemi-Paese nel loro insieme e le politiche economiche decise dai Governi. In questo scenario, anche il Paese tradizionalmente amico o alleato può trasformarsi in un formidabile concorrente e la protezione degli asset strategici per la sicurezza nazionale è diventata un'esigenza primaria »: cfr. G. D'ALPA, *La golden share e i golden power nel diritto europeo*, dicembre 2017, reperibile su www.sicurezza nazionale.gov.it, 5. Il tema della concorrenza tra Stati in campo economico è oggetto di un'approfondita analisi in un recente lavoro di L. ARNAUDO, *À l'économie comme à la guerre. Nota su golden power, concorrenza e geo-economia*, in *Mercato concorrenza regole*, 2017, 435 e ss.. In argomento vedi anche 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 *NLCC* 2013, 110-111.

specifiche misure a tutela degli interessi nazionali (cfr. combinato disposto dell'art. 1, primo comma, lettera *b*) e dell'art. 1, quarto comma);

(iii) facoltà di imporre a chi, essendo soggetto esterno all'Unione Europea, acquisti partecipazioni di controllo in società italiane attive nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni o ad alta intensità tecnologica, specifiche condizioni a tutela degli interessi nazionali ovvero, in casi eccezionali, di opporsi all'acquisto (cfr. combinato disposto dell'art. 2, quarto e quinto comma);

(iv) potere di veto nei confronti delle società italiane attive nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni o ad alta intensità tecnologica, all'adozione di delibere societarie di natura straordinaria (fusione, scissione, cessione d'azienda, ecc.) ovvero, qualora ciò sia sufficiente per la tutela degli interessi nazionali, di subordinare il nullaosta all'adozione, da parte della società, di specifiche misure a tutela degli interessi nazionali (cfr. combinato disposto dell'art. 2, secondo, terzo e quarto comma).

Il *background* dell'intervento governativo è noto: all'inizio del 2012 era divenuta indifferibile ⁽⁵⁾ l'esigenza di porre rimedio alla procedura comunitaria d'infrazione, ormai prossima alla decisione in Corte di Giustizia, con cui era stata contestata allo Stato italiano l'ennesima riscrittura dei poteri speciali che il nostro paese, a partire dal 1994, si era riservato sulle società privatizzate secondo il modello della cd. *golden share* ⁽⁶⁾. Nel disegnare il quadro normativo destinato a disciplinare la dismissione delle partici-
pa-

⁽⁵⁾ Ne danno atto le stesse premesse del decreto legge: « (...) ritenuta la straordinaria necessità e urgenza di modificare la disciplina normativa di poteri speciali attribuiti allo Stato nell'ambito di società privatizzate, oggetto della procedura d'infrazione n. 2009/2255 — allo stadio di decisione di ricorso *ex art.* 258 TFUE — in quanto lesiva della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali garantite dal Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea ».

⁽⁶⁾ Come è noto, lo strumento della *golden share* è stato concepito in Inghilterra, nel contesto della campagna di privatizzazioni avviata dal governo Thatcher nella seconda metà degli anni '80, con la finalità di garantire allo stato, per un determinato periodo, ampi poteri sulla gestione e sugli assetti proprietari delle società privatizzate; nell'esperienza inglese, la *golden share* non aveva tuttavia una disciplina legislativa organica, atteso che « il legislatore inglese (...) si concentrò maggiormente sulla regolamentazione dei settori divenuti privati, e non anche sulla disciplina dei relativi poteri speciali riservati all'azionista pubblico. Le sole previsioni rilevanti in materia di *golden share* si limitarono, di norma, ad abilitare l'autorità ministeriale competente, di concerto con il tesoro, a procedere all'acquisto di azioni delle società privatizzate entro una certa soglia, ad esercitare i diritti da azionista anche tramite delegati e a prescrivere il consenso del Tesoro in relazione alle attività di gestione delle azioni di proprietà pubblica. I poteri derivanti dal possesso di tale azione dorata, dunque, traevano origine da una fonte contrattuale, gli statuti societari, le cui caratteristiche andarono a variare in base al tipo di società privatizzata e all'approccio specifico sul quale si optava all'atto dell'introduzione della *golden share* »: cfr. G. SCARCHILLO (nt. 3), 13. Il concetto della *golden share* si è poi rapidamente diffuso in Europa continentale, ove più di uno stato alle prese con la privatizzazione di proprie imprese pubbliche ne ha trasposto il meccanismo secondo le caratteristiche e specificità del singolo ordinamento interno. L'espressione è quindi divenuta termine di uso comune per contrassegnare i poteri che uno Stato esercita in una società privatizzata, a prescindere dal fatto

zioni azionarie dello Stato e degli enti pubblici con la legge 30 luglio 1994 n. 474 (di conversione del D.L. 31 maggio 1994 n. 332), il legislatore aveva infatti previsto la facoltà del Governo di introdurre negli statuti delle società erogatrici di pubblici servizi, in procinto di essere privatizzate, clausole volte ad attribuire al Ministro del Tesoro incisivi poteri di gradimento e veto sulla circolazione del loro capitale e sulle principali delibere di assemblea straordinaria (7). Il meccanismo endosocietario dei poteri speciali rispondeva all'esigenza di conservare in mano pubblica strumenti di intervento per la salvaguardia dell'interesse generale (atteso che con la privatizzazione veniva meno il controllo dello Stato su società attive in settori fondamentali per il buon funzionamento della nazione), ma è stato ben presto censurato in sede comunitaria perché ritenuto, per come configurato, in contrasto con le regole sulla libertà di stabilimento e la libera circolazione dei capitali (8). Lo Stato italiano ha quindi ripetutamente cercato un punto di equilibrio con le istanze comunitarie: dapprima modificando in sede legislativa, a seguito di

che i poteri in questione discendano dallo statuto (come in Inghilterra) o da un atto normativo o regolamentare (come, ad esempio, nell'esperienza francese e tedesca).

(7) Cfr. il primigenio testo dell'articolo 2, primo comma, della legge n. 474/1994, rubricato per l'appunto "Poteri speciali": « Tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, sono individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri (...) quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, deve essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisca al Ministro del tesoro la titolarità di uno o più dei seguenti poteri speciali (...): a) gradimento da rilasciarsi espressamente all'assunzione (...) di partecipazioni rilevanti, per tali intendendosi quelle che rappresentano almeno la ventesima parte del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie o la percentuale minore fissata dal Ministro del tesoro con proprio decreto. Il gradimento deve essere espresso entro sessanta giorni dalla data della comunicazione che deve essere effettuata dagli amministratori al momento della richiesta di iscrizione nel libro soci. Fino al rilascio del gradimento e comunque dopo l'inutile decorso del termine, il cessionario non può esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante. In caso di rifiuto del gradimento o di inutile decorso del termine, il cessionario dovrà cedere le stesse azioni entro un anno. In caso di mancata ottemperanza il tribunale, su richiesta del Ministro del tesoro, ordina la vendita delle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante secondo le procedure di cui all'articolo 2359-bis del codice civile; b) gradimento da rilasciarsi espressamente, quale condizione di validità, alla conclusione di patti o accordi [parasociali] nel caso in cui vi sia rappresentata almeno la ventesima parte del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la percentuale minore fissata dal Ministro del tesoro con proprio decreto. (...) In caso di rifiuto di gradimento o di inutile decorso del termine, gli accordi sono nulli; c) veto all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri di cui al presente articolo; d) nomina di almeno un amministratore o di un numero di amministratori non superiore ad un quarto dei membri del consiglio e di un sindaco ».

(8) Cfr. la comunicazione della Commissione UE 97/C220/06 relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari.

una sentenza di condanna della Corte di Giustizia nel maggio del 2000 ⁽⁹⁾, taluni profili della disciplina; successivamente, in conseguenza di una seconda condanna del marzo 2009 ⁽¹⁰⁾, rimodulando gli strumenti amministrativi preordinati alla concreta applicazione della *golden share*. Nessuno degli interventi ⁽¹¹⁾ si è però rivelato risolutivo e così, nel corso del 2011, la Commissione ha nuovamente dedotto la (persistente) contrarietà della *golden share* italiana alle regole comunitarie, forte di un consolidato orientamento della Corte di Giustizia che, oltre alla disciplina del nostro paese, già aveva bocciato analoghe normative di altri Stati membri ⁽¹²⁾. Nell'arco di quasi un ventennio, infatti, la Corte, pur non avendo mai ravvisato una « incompatibilità ontologica » dei meccanismi di *golden share* con l'ordinamento comunitario, è giunta, in concreto, a riconoscerne la liceità soltanto in

⁽⁹⁾ Cfr. sentenza della Corte di Giustizia del 23 maggio 2000 nella causa C-58/99, *Commissione c. Italia*, il cui dispositivo così recita: « la Repubblica italiana, adottando gli artt. 1, n. 5, e 2 del testo coordinato del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni nella legge 30 luglio 1994, n. 474, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni della Stato e degli enti pubblici in società per azioni, nonché i decreti relativi ai « poteri speciali » nel caso delle privatizzazioni dell'ENI S.p.A. e di Telecom Italia S.p.A., è venuta meno agli obblighi che ad essa incombono in forza degli artt. 52, 59 del Trattato CE (divenuti, in seguito a modifica, artt. 43 CE e 49 CE) e 73 B del Trattato CE (divenuto art. 56 CE ». A seguito di tale pronuncia, l'articolo 2, primo comma, della legge n. 474/1994 venne modificato (ad opera dell'art. 4, 227° comma, della legge n. 350/2003) con la previsione di un sistema di opposizione *ex post* in luogo del gradimento preventivo (dunque non più gradimento all'assunzione di partecipazioni rilevanti o alla sottoscrizione di patti parasociali, ma un potere di opposizione da esercitarsi in un ristretto arco temporale successivamente al compimento dell'atto). Alla modifica in sede legislativa si accompagnò poi la sostituzione del d.p.c.m. dell'11 febbraio 2000 (che dettava i criteri per l'esercizio dei poteri speciali) con un nuovo d.p.c.m. (datato 10 giugno 2004) in cui si cercò di meglio circoscrivere in quali condizioni e per quali obiettivi fosse possibile il ricorso alla *golden share*.

⁽¹⁰⁾ Cfr. sentenza della Corte di Giustizia del 26 marzo 2009 nella causa C-326/07, *Commissione c. Italia*, cui conseguì la parziale abrogazione del d.p.c.m. del 10 giugno 2004 (nt. 9).

⁽¹¹⁾ Per un'esauritiva ricostruzione dello scrutinio critico quasi ventennale che la Commissione UE ha riservato ai meccanismi di *golden share* via via adottati dal governo italiano, cfr. A. DENTAMARO, *Dai servizi di pubblica utilità alle attività strategiche: "poteri speciali" ex artt. 1 e 2 d.l. n. 21/2012 nella circolazione delle partecipazioni azionarie*, in RDS 2014, 344-361; A. SACCO-GINEVRI - F. M. SBARBARO (nt. 4), 112 e ss.; G. SCARCHILLO (nt. 3), 111-194; ASSONIME, circolare n. 21 del 20 giugno 2014, 17-21; C. SAN MAURO, *I golden powers tra legislazione e applicazione concreta*, disponibile all'indirizzo <http://www.sipotra.it/wp-content/uploads/2017/11/I-golden-powers-tra-legislazione-e-applicazione-concreta.pdf>; F. GASPARI, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici*, Torino 2015, 19 *et passim*.

⁽¹²⁾ In ordine cronologico, la Corte di Giustizia ha sanzionato i meccanismi di *golden share* portoghesi (C-367/98), italiani (C-58/99), francesi (C-483/99), spagnoli (C-463/00), inglesi (C-98/01), olandesi (C-282 e 283/04), tedeschi (C-112/05) e (nuovamente) italiani (C-326/07). Per un'articolata disamina della giurisprudenza comunitaria in materia di poteri speciali, vedi J.R. LANGLOIS, *Evaluating Special Rights of Public Shareholders in the EU Legal Order*, in LSEU, 2016, vol. 3, 7 e ss., disponibile anche all'indirizzo <https://www.law.lu.se/webuk.nsf/>.

un caso ⁽¹³⁾, a testimonianza della difficoltà di concepire poteri speciali che siano, per un verso, efficaci in un'ottica statuale e, per altro verso, rispettosi delle condizioni di ammissibilità stabilite dalla giurisprudenza comunitaria (*in primis*, perseguimento di interessi generali predeterminati e chiaramente individuati, proporzionalità nell'estensione dei poteri rispetto al fine perseguito, assenza di discriminazione nell'uso o nella finalità dei poteri, obbligo di motivazione ed effettivo controllo giurisdizionale sul loro esercizio). In questo senso il D.L. 15 marzo 2012 n. 21 (di seguito, talora, anche il "Decreto Golden Power") segna un punto di rottura rispetto alla previgente disciplina ⁽¹⁴⁾; e la veste della decretazione d'urgenza, scelta dall'Italia per prevenire una terza condanna ad opera della Corte di Giustizia, non deve trarre in inganno. L'antefatto dell'intervento governativo nulla toglie alla portata innovatrice ⁽¹⁵⁾ del passaggio dai meccanismi della *golden share* al sistema del *golden power*: se la matrice dei poteri speciali è, per tipologia e contenuti, largamente sovrapponibile nella nuova e nella previgente disciplina ⁽¹⁶⁾, l'ambito soggettivo delle prerogative statuali di *golden power* e le condizioni per il loro esercizio si distaccano invece, significativamente, dal

⁽¹³⁾ Allorquando ha convalidato la legislazione belga, che prevede un diritto di opposizione dello stato rispetto ad operazioni o decisioni straordinarie che riguardino *assets* strategici essenziali per garantire la sicurezza negli approvvigionamenti di energia — cfr. per le relative motivazioni, ASSONIME (nt. 5), 14. Osserva J.R. LANGLOIS (nt. 12), che: « special rights held by public authorities to retain control in privatized entities, sometimes referred to as golden shares, are not per se prohibited under European law. However, for almost two decades, the European Court of Justice has on all but one occasion interpreted golden shares to be an infringement upon the free movement of capital. Yet, this has not discouraged Member States from continuing to enact new and innovative golden share legislation structured so as to survive the Court's scrutiny ». In argomento, vedi anche G. SCARCHILLO (nt. 3), 237 e F. BASSAN (nt. 4), 61 e ss.

⁽¹⁴⁾ Tra l'altro, « il nuovo plesso normativo [ha tra l'altro determinato] a cascata che tutte le clausole speciali inserite negli statuti delle società privatizzate, ritenute non compatibili con il nuovo regime, hanno cessato di produrre i propri effetti »: cfr. C. SAN MAURO, *I poteri speciali del governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici: dalla golden share ai golden power*, in *Il Foro Amm.* 2015, 2955.

⁽¹⁵⁾ Di cui, anzi, più di un interprete segnala l'ambizione a porsi quale modello per altri ordinamenti all'interno dell'Unione Europea: « è facile prevedere (...) che la disciplina italiana del 2012 diventerà un benchmark europeo per il superamento della giurisprudenza golden share, mentre costituisce già un avamposto di frontiera per la tutela degli interessi nazionali nella prassi internazionale », così F. BASSAN (nt. 4), 59. Analogamente, G. SCARCHILLO (nt. 3), 299. Vedi anche M. LAMANDINI, *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giur. Comm.* 2016, I, 687.

⁽¹⁶⁾ Con l'importante novità della possibilità di esercitare i poteri speciali, per autorizzare l'acquisto di partecipazioni rilevanti o il compimento di operazioni strategiche, nella forma del nullaosta con prescrizioni. Da segnalare, nel passaggio dalla normativa della *golden share* al Decreto Golden Power, anche l'eliminazione del potere di nomina di un amministratore (che, peraltro, che nella versione da ultimo vigente della legge 30 luglio 1994 n. 474 era previsto essere senza diritto di voto - cfr. art. 2, primo comma, lettera d).

precedente modello della *golden share* ⁽¹⁷⁾. Il perimetro applicativo della nuova disciplina, infatti, non è più circoscritto alle sole società privatizzate, ma si estende ad un vasto catalogo di società impegnate in settori o attività essenziali: con il Decreto Golden Power, i poteri speciali abbandonano l'originaria funzione di sorveglianza attiva sulle attività strategiche nel momento della transizione dal controllo pubblico a quello privato e si trasformano in uno strumento generale di salvaguardia dell'interesse statale nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni o comunque ad alta intensità tecnologica ⁽¹⁸⁾. Il nuovo paradigma italiano è dunque effettivamente innovativo per il panorama europeo, tradizionalmente incentrato sul binomio privatizzazione/riserva statale di poteri speciali, ma non lo è in assoluto, poiché replica ⁽¹⁹⁾, in tutta

⁽¹⁷⁾ Il mutamento di paradigma è ben descritto da A. SACCO-GINEVRI - F. M. SBARBARO (nt. 4), 110: « prendendo atto dello stato avanzato di privatizzazione sostanziale, il legislatore italiano ha svalutato la strumentalità della golden share alla conservazione dell'influenza pubblica post dismissione del controllo societario su imprese strategiche privatizzate e, trasformando i poteri speciali in dispositivi di salvaguardia degli interessi pubblici essenziali a respiro più generale (...) ha contribuito a segnare il passaggio, in materia, dall'età della privatizzazione all'età della regolamentazione ». Analogamente, A. COMINO, *Golden Powers per dimenticare la Golden Share*, in *Riv. Ital. Dir. Pubbl. Comunitario* 2014, 1021: « nell'area europea, alcuni Stati, tra cui l'Italia, hanno recentemente mostrato un approccio nuovo all'esercizio dei poteri speciali, oggi non più veicolato dai fenomeni di privatizzazione, né finalizzato al mantenimento di forme di controllo sulle società privatizzate, bensì orientato verso un sistema di controllo pubblico degli investimenti stranieri, sulla falsariga del modello americano. Si vedrà come tale processo di transizione possa essere efficacemente descritto come passaggio dall'epoca della golden share all'epoca dei golden powers ».

⁽¹⁸⁾ Il settore delle attività ad alta intensità tecnologica non faceva parte dell'originario perimetro del Decreto Golden Power ed è stato aggiunto solo successivamente (cfr. art. 14 del D.L. 16 ottobre 2017 n. 148, convertito in legge con modificazioni dalla legge 4 dicembre 2017 n. 172); peraltro, l'effettivo perimetro del nuovo settore è a tutt'oggi solo genericamente definito, non essendo ancora stato adottato (alla data di preparazione di questo articolo) il regolamento volto ad individuare le specifiche attività cui si applicheranno i poteri speciali ex art. 2, comma 1-ter, del Decreto Golden Power.

⁽¹⁹⁾ Osserva ancora A. COMINO (nt. 17), 1038, che « in questa fase, Stati come la Francia, la Germania e l'Italia hanno posto maggiormente l'attenzione al tema degli investimenti stranieri e ai rischi da essa derivanti per la sicurezza e gli interessi nazionali. In questi paesi sono stati introdotti sistemi di controllo affatto dissimili da quello americano, che ne è stato evidentemente il modello di ispirazione ». E a ben vedere, per quanto riguarda l'Italia, l'aspetto tecnicamente più innovativo del Decreto Golden Power, ossia la possibilità di graduare l'esercizio dei poteri attraverso l'imposizione di prescrizioni, richiama immediatamente alla mente proprio un elemento qualificante della disciplina americana: « sin dall'entrata in vigore della Exon-Florio provision nel 1980, infatti, il CFIUS [acronimo per *Committee on Foreign Investment in the United States*; n.d.e.] ha sviluppato la prassi di negoziare con le aziende condizioni particolari per mitigare o rimuovere gli accordi commerciali che sollevassero preoccupazioni per la sicurezza nazionale. Inizialmente, tali accordi informali non avevano una base giuridica certa e — solo con le più recenti riforme del 2007 — hanno trovato una maggiore definizione anche a livello legislativo e una crescente applicazione sul campo. Le mitigation measures sono condizioni negoziate tra il CFIUS e l'investitore straniero, trasposte generalmente in un accordo scritto o in un ordine dispositivo del comitato. Il CFIUS ricorre alle mitigation me-

evidenza, un modello che gli Stati Uniti hanno “affinato” in oltre quarant’anni di esperienza applicativa. Sebbene, infatti, l’ordinamento giuridico americano sia tendenzialmente privo di ostacoli o restrizioni alla libera iniziativa economica, ciò non significa che, negli USA, vi sia piena libertà di investimenti esteri (diretti) in settori strategici; al contrario, un sistema di controllo sugli investimenti esteri, a presidio della sicurezza nazionale, si è sviluppato negli Stati Uniti ben prima che in Europa. Il tema, peraltro, proprio in considerazione dei suoi potenziali riflessi sulla sicurezza nazionale, è stato storicamente affrontato negli USA sul piano strettamente politico più che in chiave giuridica (a differenza di quanto avvenuto in seno all’Unione Europea, ove è mancato, almeno sino a tempi recentissimi ⁽²⁰⁾), un dibattito politico-istituzionale in argomento, con la conseguenza che una dottrina comunitaria sui poteri speciali si è formata in via giudiziaria, attraverso la stratificazione delle sentenze della Corte di Giustizia). Del resto, i poteri speciali americani hanno una genesi del tutto diversa dalla *golden share* secondo il “modello europeo”. Mentre infatti i meccanismi di *golden share* adottati in più di un ordinamento europeo, pur nell’ovvia diversità delle

asurs quando ritiene che l’operazione dia luogo a preoccupazioni per la sicurezza nazionale tali da non consentire il via libera dell’operazione senza l’adozione di particolari condizioni e misure ». Del resto, l’ambiente istituzionale italiano aveva avuto diretta esposizione al meccanismo delle *mitigation measures* sin dal 2008, allorquando Finmeccanica ottenne il nullaosta del governo USA all’acquisizione della DRS Technologies, società USA *leader* nelle tecnologie della difesa, solo previa adesione ad un articolato piano di condizioni e misure: « [Finmeccanica] has obtained approval from the Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) for Finmeccanica S.p.A. to proceed with its \$5.2 billion acquisition of DRS Technologies, Inc. Finmeccanica, which is partially owned by the Italian government, is the main Italian industrial group operating globally in the aerospace, defense, and security sectors, employing more than 60,000 people and generating revenues of more than \$18 billion. DRS is a leading US defense contractor serving the US military, major aerospace and defense prime contractors, the intelligence community, international military forces, and industrial markets. Due to the extremely sensitive nature of DRS’s work, CFIUS clearance hinged upon the Department of Defense’s approving a plan to mitigate Finmeccanica’s foreign ownership, control or influence (FOCI) » (cfr. su <https://www.arnoldporter.com/en/services/experience/finmeccanica-spa/cfius-approval-for-acquisition-of-drs>).

⁽²⁰⁾ Soltanto nel settembre del 2017 e solo a fronte delle pressanti sollecitazioni di alcuni Stati membri (principalmente Italia, Francia e Germania) la Commissione Europea ha formulato una proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all’istituzione di un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell’Unione Europea; per una prima analisi della proposta della Commissione, cfr. R. MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e di controllo degli investimenti diretti: la proposta di regolamento delle Istituzioni Europee*, in *Dir. Comm. Int.* 2018, 699 *et passim*. Per una lettura istituzionale della proposta, vedi il resoconto stenografico dell’intervento dell’allora Ministro dello Sviluppo Economico, Carlo Calenda, in audizione avanti la Commissione X, Camera dei Deputati, seduta del 6 dicembre 2017. Ovviamente, la proposta di regolamento riguarda esclusivamente gli investimenti, all’interno di uno stato membro, di soggetti di provenienza *extra* UE (cfr. L. ARNAUDO (nt. 4), 441), laddove la normativa italiana si occupa sia di questi sia degli investimenti da parte di soggetti *intra* UE.

single discipline nazionali, hanno condiviso un collegamento funzionale con le privatizzazioni e la finalità degli stati di conservare voce in capitolo sulla gestione e circolazione di aziende strategiche che fuoruscivano dall'ambito pubblico, i poteri speciali del governo americano si sono invece sviluppati con l'unico obiettivo della tutela della sicurezza nazionale, prescindendo dunque dalla natura, pubblica o privata, dell'impresa e avendo riguardo, unicamente, ai rischi del suo passaggio in mani straniere. Il quadro normativo dei poteri speciali attualmente vigente negli Stati Uniti ha preso le mosse negli anni '50, in piena guerra fredda, con l'approvazione del *Defense Production Act*, che attribuiva al Presidente « executive authority (...) to control national economic policy (...) in the interest of national defense » ⁽²¹⁾. Nel solco così tracciato ⁽²²⁾ si è poi inserito il *Committee on Foreign Investment in the United States* (per brevità, CFIUS) istituito nel 1975 sotto la Presidenza Ford ⁽²³⁾, con il compito di assistere il Presidente degli Stati Uniti nel monitoraggio dell'impatto degli investimenti esteri sugli interessi nazionali; nel corso degli anni il ruolo del CFIUS ⁽²⁴⁾ si è progressivamente ampliato e le sue competenze, inizialmente stabilite solo da *Executive Orders* presidenziali, sono state codificate per la prima volta nel 1988 ⁽²⁵⁾. L'attuale disciplina dei poteri speciali, frutto di successivi inter-

⁽²¹⁾ Il *background* e l'evoluzione del *Defense Production Act*, nato come provvedimento legislativo temporaneo ma poi più volte rinnovato e tutt'ora vigente, sono descritti in un recente studio del *Congressional Research Service* disponibile su <https://fas.org/sgp/crs/natsec/R43767.pdf>: *The Defense Production Act of 1950: History, Authorities, and Considerations for Congress*, updated November 20, 2018.

⁽²²⁾ « CFIUS operates pursuant to section 721 of the Defense Production Act of 1950 ... and as implemented by Executive Order 11858 (...) »: cfr. <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/the-committee-on-foreign-investment-in-the-united-states-cfius>.

⁽²³⁾ *Executive Order 11858* del 7 maggio 1975, disponibile su <https://www.archives.gov/federal-register/codification/executive-order/11858.html>.

⁽²⁴⁾ Come è noto, « the Committee on Foreign Investment In the United States (CFIUS) is an interagency committee that serves the President in overseeing the national security implications of foreign investment in the economy. It reviews foreign investment transactions to determine if (1) they threaten to impair the national security; (2) the foreign investor is controlled by a foreign government; or (3) the transaction could affect homeland security or would result in control of any critical infrastructure that could impair the national security. The President has the authority to block proposed or pending foreign investment transactions that threaten to impair the national security. The CFIUS review process is a voluntary system of notification by investors. Firms largely comply with the provision, because foreign acquisitions that do not notify CFIUS remain subject indefinitely to divestment or other actions by the President »: cfr. lo studio del *Congressional Research Service* (nt. 21).

⁽²⁵⁾ Per una sintetica ma efficace ricostruzione della stratificazione normativa del CFIUS sino a tempi recenti, cfr. sempre lo studio del *Congressional Research Service* (nt. 21): « CFIUS initially was created and operated through a series of Executive Orders. In 1988, Congress passed the Exon-Florio amendment to the [Defense Production Act], granting the President authority to review certain corporate mergers, acquisitions, and takeovers, and to investigate the potential impact on national security of such actions. This amendment codified the CFIUS review process due in large part to concerns over acquisitions of U.S. defense-related

venti legislativi, l'ultimo dei quali dell'agosto 2018 ⁽²⁶⁾, resta incentrata sulle funzioni del CFIUS, quale autorità amministrativa cui compete ⁽²⁷⁾ l'analisi delle operazioni societarie suscettibili di incidere su temi di sicurezza nazionale (cd. *covered transactions*). Una volta conclusa la propria istruttoria, il CFIUS, alternativamente: (a) concede il nullaosta all'operazione (« CFIUS concludes action (...) if it has determined that there are no unresolved national security concerns ») ⁽²⁸⁾; (b) condiziona il nullaosta all'adozione di misure o condizioni idonee a mitigare i rischi alla sicurezza nazionale conseguenti al perfezionamento dell'operazione (« CFIUS is authorized to enter into or impose, and enforce, agreements or conditions to mitigate any national security risk posed by the covered transaction ») ⁽²⁹⁾;

firms by Japanese investors. In 2007, amid growing concerns over the proposed foreign purchase of commercial operations of six U.S. ports, Congress passed the Foreign Investment and National Security Act of 2007 to create CFIUS in statute ».

⁽²⁶⁾ Il *Foreign Investment Risk Review Act* (FIRRMA) del 13 agosto 2018 « expands the jurisdiction of the Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) to address growing national security concerns over foreign exploitation of certain investment structures which traditionally have fallen outside of CFIUS jurisdiction. Additionally, FIRRMA modernizes CFIUS's processes to better enable timely and effective reviews of covered transactions »: cfr. <https://www.treasury.gov/resource-center/international/Documents/Summary-of-FIRRMA.pdf>.

⁽²⁷⁾ « Where CFIUS arguably has jurisdiction over a given transaction, the parties voluntarily notify CFIUS of the transaction in the first instance (CFIUS also is authorized to commence reviews on its own, although it uses this power infrequently). Parties — and particularly foreign investors — opt to undergo the CFIUS process voluntarily because once a transaction is cleared by CFIUS, it is cleared forever (with some limited exceptions) and CFIUS-related risk is largely eliminated. In contrast, CFIUS can review — at any time — a transaction that it did not clear prior to closing — with uncertain and potentially devastating results, including requiring divestiture many years after the deal has closed (although this is extremely rare) » — cfr. LATHAM&WATKINS, *Overview of the CFIUS process*, 4, disponibile all'indirizzo <https://www.hw.com/thoughtLeadership/overview-CFIUS-process>. Sulla natura (originariamente solo) volontaria della notifica, vedi anche DEPARTMENT OF THE TREASURY - Office of Investment Security, *Guidance Concerning the national Security Review Conducted by the Committee on Foreign Investment in the United States*, in *Federal Register*/Vol. 73, No. 236/Monday, December 8, 2008/Notices, 74568, paragrafo II.B (consultabile al link: <https://www.treasury.gov/resource-center/international/foreign-investment/Documents/CFIUSGuidance.pdf>); in effetti, il meccanismo della notifica volontaria è stato solo recentemente integrato con una fattispecie notifica obbligatoria: « FIRRMA introduces for the first time a category of mandatory filings with CFIUS. FIRRMA also provides that the filing of a declaration with CFIUS is mandatory in the case of a transaction that results in the acquisition of a substantial interest in a sensitive U.S. business by a foreign person in which a foreign government has, directly or indirectly, a substantial interest »: cfr. <https://www.paulweiss.com/practices/transactional/mergers-acquisitions/publications/president-trump-signs-cfius-reform-legislation?id=26899>.

⁽²⁸⁾ Cfr. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Guidance* (nt. 27), 74568.

⁽²⁹⁾ Cfr. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Guidance* (nt. 27). Proprio in relazione alle *mitigation measures*, risulta evidente come la disciplina italiana e la prassi applicativa che si è sviluppata in questi anni abbia tratto ispirazione dalla consolidata esperienza statunitense: « mitigation instruments can range from assurance letters between CFIUS and the parties (whereby the parties undertake minimal corporate steps to address security concerns) to complex agree-

(c) rimette ogni decisione alla determinazione presidenziale, senza assumere proprie conclusioni (« CFIUS refers a covered transaction to the President if CFIUS (...) seeks a Presidential determination on the transaction ») ⁽³⁰⁾; (d) propone al Presidente l'esercizio dei poteri presidenziali di divieto o sospensione dell'operazione (« CFIUS refers a covered transaction to the President if CFIUS (...) recommends suspension or prohibition of the transaction. Only the President has the authority to suspend or prohibit a cover transaction [when he believes that] there is credible evidence that the foreign interest (...) might take action that threatens to impair the national security (...) ») ⁽³¹⁾. Il CFIUS assomma quindi competenze istruttorie e decisorie (limitatamente alle ipotesi di nullaosta o nullaosta condizionato), ma è solo al Presidente che compete il potere di porre il veto nei casi in cui valuti preminente l'interesse alla sicurezza nazionale rispetto alla libertà di mercato che pure è — e resta anche nel contesto dei poteri speciali ⁽³²⁾ — un

ments that can impose burdensome operational restrictions or even require restructuring aspects of the transaction itself. In all events, the purpose of the underlying conditions is to constrain foreign control that otherwise would result from the transaction. The aim of such conditions can include: (i) limiting access to certain facilities or information to authorized US citizens; (ii) ensuring that only US citizens handle certain critical functions; (iii) establishing governance mechanisms to place critical decisions in the hands of US citizens and/or ensure compliance with all required actions; (iv) imposing reporting and independent audit requirements, or requiring company personnel to meet with US government personnel periodically to discuss the company's products, services and business activities, or market conditions and developments generally; (v) establishing guidelines and terms for handling existing or future US government contracts, customer information and other sensitive information; (vi) providing the US government with the right to review certain business decisions and object if those decisions raise national security concerns. Cases concluded with mitigation agreements can be reopened at any time in the event of material breach — and the US government will monitor compliance closely. In recent years, we have seen an increase in the number of mitigation agreements with hook, allowing the US government to monitor the US business on an ongoing basis and reassert jurisdiction in the event of triggering condition(s) that might raise concerns (e.g., an increase in business with certain foreign parties). Because the costs of complying with these conditions can be substantial — and their imposition means that CFIUS-related risk is never entirely eliminated — such conditions can have a significant impact on the economics of the transaction and its underlying rationale »: cfr. LATHAM&WATKINS (nt. 27), 8.

⁽³⁰⁾ Cfr. LATHAM&WATKINS (nt. 27).

⁽³¹⁾ Cfr. LATHAM&WATKINS (nt. 27).

⁽³²⁾ Come emerge chiaramente dalla *Guidance* del DEPARTMENT OF THE TREASURY (nt. 27), in cui, da un lato, si enfatizza che « CFIUS focuses solely on any genuine national security concerns raised by a covered transaction, not on other national interests » e, dall'altro lato, si riafferma la piena adesione degli Stati Uniti ai principi di libertà mercatistica (« the United States has a longstanding commitment to welcoming foreign investment. In May 2007, the President's Statement on Open Economies reaffirmed that commitment, recognizing that our prosperity and security are founded on our country's openness »). Ferma la dottrina, la realtà dei fatti mostra tuttavia che, in più di un'occasione, anche negli Stati Uniti lo strumento dei poteri speciali è stato utilizzato in chiave marcatamente, se non esclusivamente, protezionistica. Un chiaro esempio in questo senso è la recente decisione del Presidente Trump di vietare la vendita ad un gruppo cinese di una società, peraltro italiana, molto attiva negli USA nel settore dei ri-

valore fondante dell'ordinamento giuridico ed economico americano. La gradazione dell'iter decisionale, che rimette le prerogative più invasive alla valutazione presidenziale, insindacabile in quanto immune da ogni scrutinio giurisdizionale ⁽³³⁾, lascia effettivamente trasparire l'anima eminentemente politica dei poteri speciali negli USA. I punti di contatto tra la disciplina statunitense e le norme italiane, per quanto indubbi, hanno dunque più a che fare con l'articolazione tecnica dei poteri speciali che non con la filosofia ispiratrice della disciplina. Il legislatore italiano deve infatti contemperare la dimensione politica dei poteri speciali con i limiti ordinamentali interni e comunitari, con la conseguenza che l'esercizio dei poteri speciali resta pur sempre un atto amministrativo, per quanto di alta amministrazione e come tale soggetto a sindacato giurisdizionale; ed anzi la sindacabilità giudiziaria rappresenta una condizione in assenza della quale verrebbe di per sé meno la compatibilità dei poteri speciali con il quadro comunitario. In effetti, nella prospettiva italiana, i vincoli posti al Parlamento (nel plasmare i poteri speciali) e al potere esecutivo (nell'esercitarli in concreto) discendono dal diritto sovranazionale europeo ben più che dall'ordinamento interno, laddove, invece, nel sistema USA il modello federale assicura che legislatore e governo siano sovrani nel ricercare, attraverso la disciplina degli investimenti esteri, un punto di equilibrio tra la libertà di mercato e gli interessi nazionali (nel rispetto, ovviamente, dei limiti costituzionali interni e degli accordi internazionali di libero commercio di cui gli Stati Uniti sono parte) ⁽³⁴⁾. Peraltro, a prescindere da ogni considerazione su vantaggi e li-

vestimenti esterni per l'edilizia; decisione che, come era stato del resto paventato all'entrata in vigore del FIRRMA nel 2018 (cfr. il *paper* del 13 agosto 2018 di WHITE&CASE, *CFIUS Reform Becomes Law: What FIRRMA Means for Industry*, disponibile su <https://www.whitecase.com/publications/alert/cfius-reform-becomes-law-what-firma-means-industry>) si iscrive chiaramente in un contesto di contrapposizione commerciale tra gli USA e la Cina: cfr. MARCO LO CONTE, *L'italiana Permasteelisa fa litigare la Cina e Trump (che blocca l'acquisizione)*, in *Il Sole 24 ore* del 28 ottobre 2018, reperibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-mercato/2018-10-28/l-italiana-permasteelisa-fa-litigare-cina-e-trump-che-blocca-l-acquisizione-173353.shtml?uuid=AEwYjGXG>.

⁽³³⁾ Per una approfondita disamina dell'insindacabilità dell'esercizio dei poteri presidenziali di divieto o sospensione, cfr. A. COMINO (nt. 16), 1033 *et passim*, in cui si legge, tra l'altro, il seguente passaggio della decisione del Giudice Jackson, della Corte Distrettuale della Columbia, che costituisce a tutt'oggi il *leading case* in materia: « there is nothing about this statute [i.e. la *Exon-Florio provision*], which gives the President absolute, unreviewable discretion to prohibit a covered transaction, that could give rise to any expectation that a particular transaction will be approved, much less an expectation that rises to the level of an entitlement that warrants due process protection under the Constitution, the statute involved does not make a benefit available or create any kind of entitlement to a benefit - it simply authorized the President to stop a transaction from going forward. In addition, Ralls's argument that it has an expectation interest in acquiring the property fails because the President's determination about whether to prohibit the transaction is entirely discretionary ».

⁽³⁴⁾ Così A. COMINO (nt. 17), 1043, che osserva che: « al modello federale degli Stati Uniti, si contrappone quello frammentato dell'Europa, dove gli Stati membri, sebbene sovrani

miti di un approccio incondizionatamente aperto agli investimenti esteri, la lettura degli atti parlamentari mostra come le preoccupazioni alla base della disciplina *golden power* italiana siano influenzate dall'assenza di reciprocità (percepita o reale che sia) nella circolazione del capitale delle imprese strategiche all'interno dell'Unione Europea, prima ancora che al di fuori del "circolo comunitario" ⁽³⁵⁾. In questo senso, la disciplina italiana dei poteri

nell'adozione di normative in materia di investimenti stranieri, trovano nei principi e nelle disposizioni del diritto sovranazionale quei limiti tesi ad assicurare — *in primis* — il rispetto delle libertà fondamentali nel mercato unico europeo ».

⁽³⁵⁾ Emblematiche di questa preoccupazione sono le numerose e articolate mozioni per « l'estensione dei cosiddetti poteri del governo al fine di salvaguardare gli assetti proprietari delle aziende italiane di rilevanza strategica » presentate alla Camera dei Deputati in una seduta del marzo 2017: « il nostro Paese è da tempo soggetto ad una serie di acquisizioni da parte di competitor stranieri, sia comunitari che *extra* comunitari, che, con tutta evidenza, ne stanno riducendo la base produttiva, economica e, da ultimo, finanziaria. Non si disconosce la rilevante importanza, per il nostro Paese, dell'apporto dei capitali esteri, sia come significativo contributo alla crescita economica e all'occupazione, sia come segnale della fiducia degli investitori internazionali. Tuttavia, taluni aspetti di queste cessioni e di queste scalate azionarie mettono comunque in luce una problematica che dovrebbe essere valutata e risolta; secondo i dati elaborati (...) [da] Kpmg (...) la somma investita dagli investitori internazionali in Italia arriva a 200 miliardi di euro dal 2006 (...). Un trend che, negli ultimi anni, ha subito una buona accelerazione con picchi di 27 e 32 miliardi di euro tra il 2014 e il 2015 (...). Nel 2016 gli investitori esteri hanno chiuso 240 operazioni su asset della Penisola, con una crescita del 19,4 per cento; in tale ambito, tra la fine del 2015 e il 2016, la Francia ha effettuato operazioni di acquisizione di quote in Italia per 5 miliardi di euro, tra la quota in Telecom Italia e quella appena spuntata in Mediaset. Dal 2006, la Francia ha acquisito quote d'impresa per circa 52 miliardi di euro comprando 185 aziende, 34 lo scorso anno. L'alta finanza italiana è sempre più francese. Unicredit ha da poco venduto, per poco meno di 4 miliardi di euro, la sua Pioneer (un'ottima società di gestione del risparmio con 200 miliardi di soldi italiani investiti sui suoi prodotti) alla francese Amundi. Non esiste, nel credito, un esempio in direzione opposta, cioè acquisizioni da parte di banche italiane in Francia (...) c'è una sproporzione evidente tra il controvalore delle acquisizioni fatte nell'ultimo decennio da aziende italiane in Francia e i numeri dello shopping francese in Italia. Kpmg calcola che, a fronte dei 52 miliardi di euro spesi dagli investitori francesi in Italia tra il 2006 e il 2016, gli italiani abbiano messo sul piatto appena 7,6 miliardi di euro; se si analizzano i trend dal punto di vista qualitativo, si può notare che le acquisizioni transalpine riguardano principalmente settori strategici come finanza, telecomunicazioni, tecnologia, media e lusso»; od ancora «alcuni recenti fatti, quali il tentativo di scalata di Vivendi o la paventata acquisizione di Assicurazioni generali spa da parte della francese Axa, dimostrano come la valenza strategica, ai fini della crescita del sistema Paese, dell'attrazione degli investimenti esteri debba essere perseguita e realizzata in un quadro che garantisca la tutela degli interessi e degli asset strategici economici nazionali: non solo, dunque, la difesa nazionalistica della proprietà delle imprese, ma la permanenza sul suolo nazionale di asset produttivi, competenze e posti di lavoro; in un contesto fortemente globalizzato risulta con evidenza che aziende italiane di importanti settori dell'economia esercitano un forte appeal su quei gruppi economici stranieri che operano con obiettivi di acquisizione e controllo. Del resto anche la vicenda dell'acquisizione di Parmalat da parte della francese Lactalis o quelle, nel settore bancario, di Bnl-Bnp o Cariparma-Credit agricole confermano quell'aggressività del capitalismo francese venuta di recente allo scoperto con i casi di Telecom e Mediaset; l'acquisizione di quote di controllo di società da parte di azionisti esteri è un fenomeno naturale in un'economia aperta e può permettere l'afflusso di importanti capitali necessari allo sviluppo ed alla preservazione della società in que-

speciali ricerca un (difficile) punto di equilibrio tra una *ratio legis* interna (di tutela del tessuto industriale strategico) e un vincolo esterno (di libertà di stabilimento e circolazione dei capitali nel rispetto dei trattati dell'Unione Europea) che si muovono in direzioni evidentemente opposte. Quanto la normativa italiana sia effettivamente destinata a divenire il *benchmark* europeo ⁽³⁶⁾ dipenderà soprattutto dalla sua concreta applicazione ⁽³⁷⁾, non

stione, come pure può sostenere la crescita economica più in generale. Inoltre la storica difficoltà di compagini azionarie italiane a fornire ingenti capitali per gli investimenti o ad acquisire quote importanti di grandi aziende pubbliche in corso di dismissione o di apertura al capitale privato rende indispensabile il ricorso ad investitori esteri. Tuttavia negli ultimi anni il processo è diventato in una certa misura sbilanciato dal punto di vista quantitativo, con un aumento delle acquisizioni di imprese italiane dall'estero e un forte calo dell'acquisizione di imprese straniere da parte di azionisti italiani, in un contesto di arretramento dell'industria italiana, che dal 2007 ad oggi ha assistito ad un ridimensionamento della produzione industriale di circa il 25 per cento; dall'ultima indagine Mediobanca-Unioncamere emerge che nel periodo 2004-2013 la quota di medie imprese del campione sotto controllo estero è cresciuta dal 28,5 per cento al 36,2 per cento e per quelle manifatturiere dal 14,3 per cento al 26,7 per cento. Nei tre anni successivi, dal 2014 al 2016, il fenomeno ha toccato ulteriormente molte medie e grandi imprese italiane, senza una capacità di acquisizione comparabile di aziende estere da parte di investitori italiani; secondo il rapporto Kpmg mergers and acquisitions per il 2015 sono avvenuti acquisti di imprese italiane dall'estero per 32,1 miliardi di dollari (raggiungendo il record stabilito nel 2008 per queste operazioni e in forte aumento rispetto ai 26,6 miliardi del 2014 e i 13,2 del 2013), contro acquisizioni di imprese estere da parte di soggetti italiani per appena 10 miliardi di euro. Nel 2015 società statunitensi hanno acquisito imprese italiane per 10 miliardi di euro, quelle cinesi per 9,1 miliardi e quelle francesi per 4,2 miliardi. Nel periodo 2005-2009, secondo i dati Kpmg, invece vi era un sostanziale equilibrio tra acquisti di soggetti esteri in Italia e di soggetti italiani all'estero; tra l'altro, nel solo biennio 2014-2015 sono state acquistate da soggetti esteri importanti imprese italiane operanti nel campo della siderurgia (Acciaierie di Terni dalla Germania e di Piombino dall'Algeria), della telefonia (Telecom Italia dalla Francia e Wind dalla Russia), dell'industria (Pirelli dalla Cina, Italcementi dalla Germania, Indesit dagli USA), della farmaceutica (Rottapharm dalla Svezia, Sorin dagli Usa, Sigma-Tau Pharma Ltd dagli Usa e Gentium S.p.a. dall'Irlanda), del credito (Istituto centrale delle banche popolari italiane s.p.a. dagli Usa, Bsi - Banca della Svizzera italiana dal Brasile), della moda e del lusso (Krizia dalla Cina, oltre a numerose operazioni negli anni precedenti da Francia e Paesi arabi in particolare), dell'alimentazione (numerose operazioni di dimensioni minori) »: cfr. <http://documenti.camera.it/leg17/odg/assemblea/xhtml/2017/03/23/20170325.html>. Vedi anche la "Relazione concernente l'attività svolta sulla base dei poteri speciali" presentata dal Ministro per i rapporti con il Parlamento, trasmessa alla Presidenza della Camera dei Deputati il 22 dicembre 2016, Atti Parlamentari, XVII Legislatura, Doc. CCXLIX, n. 1, 31-32.

⁽³⁶⁾ Come nei voti di F. BASSAN (nt. 4), 59; in argomento vedi anche M. LAMANDINI (nt. 15), 687 e P. DI PALMA, *National case study: Italian law on strategic asset; Golden Power*, in *Rass. Avvocatura dello Stato* 2014, 62. Osserva invece A. DENTAMARO (nt. 11), 365, che « la questione (...) non sembra di così agevole e immediata soluzione ».

⁽³⁷⁾ E di ciò l'entourage governativo ha piena consapevolezza, come emerge dalle parole dell'allora Ministro dello Sviluppo Economico, Carlo Calenda, nel corso della già citata audizione alla Camera dei Deputati del dicembre 2017: « devo anche dire che se ci fosse un eccesso di uso di golden power ovviamente ci sarebbe anche un intervento dell'Unione Europea, perché a quel punto si falserebbero i principi (...) » (nt. 19), 7. Al tempo stesso, la tentazione di invocare l'uso ogniquale volta un'azienda italiana di dimensioni importanti passa in mani straniere è inevitabile: « Pessima notizia. Così Carlo Calenda, ex ministro dello Sviluppo economico,

essendo peraltro trascurabile, in un giudizio prognostico al riguardo, la tendenza a dilatarne progressivamente la portata (sia per effetto della recente estensione legislativa del perimetro della disciplina ⁽³⁸⁾ sia per le ambiguità testuali ⁽³⁹⁾ che già hanno condotto, come si vedrà nei successivi paragrafi, ad ampliare l'ambito di intervento governativo). In questo lavoro vorrei tuttavia concentrare l'attenzione non già sui profili di compatibilità con il diritto comunitario, bensì sugli aspetti più strettamente societari della disciplina, perché se è vero che i meccanismi del *golden power* non sono più endosocietari ⁽⁴⁰⁾ (come accadeva invece in vigenza della normativa di *golden share*), è pur sempre sul piano societario (della circolazione del capitale e del funzionamento degli organi sociali) che le norme finiscono per produrre i loro effetti. Tra l'altro, la disciplina italiana dei poteri speciali, analogamente a quanto è avvenuto nell'esperienza statunitense, coglie l'obiettivo del controllo degli investimenti esteri all'interno di un quadro normativo di carattere generale, che assicura allo Stato uno strumento di vigilanza sugli assetti proprietari e sulla *governance* delle società strategiche a prescindere dalla nazionalità del loro azionista: il meccanismo del *golden power*, infatti, può essere esercitato indifferentemente nei confronti di soggetti italiani, comunitari o *extra* UE (con l'unica differenza che nei confronti degli investitori *extra* UE il legislatore ha previsto un potere di intervento "rafforzato" ⁽⁴¹⁾).

commenta su Twitter la vendita di Magneti Marelli a Calsonic Kansei (gruppo nato in Giappone e controllato dal fondo americano Kkr). È uno di quei rari casi in cui i rischi di delocalizzazione dei brevetti e delle competenze sono reali. Il governo ha a disposizione la nuova Golden Power su tecnologia. La usi per mettere paletti forti. Subito » - cfr. *Ansa* 11:04 Lunedì 22 Ottobre 2018.

⁽³⁸⁾ Che comprende oggi anche i settori di attività ad alta intensità tecnologica; cfr. precedente nota n. 17.

⁽³⁹⁾ Che discendono non solo dall'ormai sempre più frequente approssimazione nella tecnica legislativa, ma anche da una probabile volontà di affidare al governo uno strumento a perimetro flessibile; di ambiguità normativa si parla non a caso anche in relazione alla disciplina statunitense del CFIUS (« as a practical matter, the scope of CFIUS's jurisdiction is often ambiguous »: LATHAM&WATKINS (nt. 27), 3).

⁽⁴⁰⁾ Più di un autore enfatizza l'estraneità al diritto societario della disciplina *golden power* (cfr., tra gli altri, L. ARDIZZONE - M. VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. Comm.* 2013, I « (...) l'attuale configurazione del potere di veto, così come le modalità per il suo esercizio, confermano il completo arretramento dello Stato da qualsiasi prospettiva di diritto societario »; nonché R. MAGLIANO (nt. 3), 331: « il meccanismo attualmente delineato appare estraneo al diritto societario »). Il che è indubbio, ma ciò che rileva non è la natura societaria o meno dei poteri speciali, quanto piuttosto una loro ricostruzione applicativa in termini coerenti con regole e principi di diritto societario e del Testo Unico della Finanza (in questo senso, A. SACCO-GINEVRI - F. M. SBARBARO (nt. 4), 112).

⁽⁴¹⁾ Cfr. la facoltà di imporre a chi, essendo soggetto esterno all'Unione Europea, acquisti partecipazioni di controllo in società italiane attive nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni o ad alta intensità tecnologica, specifiche condizioni a tutela degli interessi nazionali ovvero, in casi eccezionali, di opporsi all'acquisto (cfr. combinato disposto del quarto e quinto comma dell'art. 2 D.L. 15 marzo 2012 n. 21); nonché la previsione della clausola di reciprocità ex art. 3, primo comma. Osserva F. BASSAN (nt. 4), 79, che « non c'è diversità di

In questo senso, è difficile non riconoscere al D.L. 15 marzo 2012 n. 21 la natura di disciplina settoriale, con assoggettamento delle imprese strategiche ad un sistema di supervisione e controllo ⁽⁴²⁾ non troppo dissimile da quello cui sono tradizionalmente sottoposte le società che operano in campi in cui entrano in gioco valori costituzionali primari (*in primis*, la tutela del pubblico risparmio nelle attività finanziarie rivolte al pubblico, il pluralismo nell'editoria, l'accesso universale all'energia e alle telecomunicazioni, ecc.). Da più parti, del resto, si sottolinea come il passaggio dal regime della *golden share* al nuovo paradigma dei poteri speciali si iscriva in un più ampio filone di sviluppo regolatorio ⁽⁴³⁾; anche se non mi pare prevedibile, alla luce della *ratio* della disciplina, quale enucleabile anche dalla sua genesi storica e dal confronto con simili strumenti in altri ordinamenti, uno sviluppo dei poteri speciali in una direzione pienamente regolatoria. Infatti, la natura degli interessi tutelati, che attengono alla sicurezza nazionale in senso ampio, impone pur sempre, ai fini del concreto esercizio dei poteri, una valutazione politica ⁽⁴⁴⁾ (o di alta amministrazione), che, come tale, non può che pro-

trattamento degli investimenti nei settori essenziali in ragione della nazionalità dell'investitore, applicandosi la disciplina a investitori nazionali, di Stati membri e di Paesi terzi, questi ultimi vincolati a regime di reciprocità e a scrutinio separato in caso di stabilimento, nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni [e ora anche dell'alta tecnologia] ».

⁽⁴²⁾ In questo senso, espressamente, A. SACCO-GINEVRI - F. M. SBARBARO (nt. 4), 147: « emblema del mutamento di prospettiva richiamato è l'eliminazione di congegni di diritto societario a contenuto "singolare" piegati a esigenze pubblicistiche — quali, ad esempio, le clausole statutarie immodificabili (i.e. quelle che contenevano i precedenti poteri speciali) o gli amministratori di nomina pubblica obbligatoriamente privi del diritto di voto — a fronte dell'attrazione delle imprese strategiche vigilate entro schemi di supervisione esterna e "per settore", coerentemente con quanto accade in altri contesti affini in cui i poteri pubblici intervengono a tutela di valori costituzionali rafforzati. Non è una novità, del resto, che imprese operanti in settori che incidono sul pubblico risparmio (banche, assicurazioni, agenzie di rating, soggetti abilitati in genere, *et similia*) o coinvolte in operazioni che producono impatti sul mercato o sui consumatori (v. società quotate, ovvero società che pongono in essere operazioni rilevanti a fini antitrust) o comunque esercenti servizi strategici (editoria, energia, comunicazioni, ecc.) operino entro vincoli di sistema di natura pubblicistica »; con una diversa sfumatura, L. ARDIZZONE - M. VITALI (nt. 40), 923: « l'ascendenza costituzionale — unitamente alla totale irrilevanza del rapporto partecipativo — conduce, quindi, a considerare l'intervento dello Stato nelle vicende societarie nei settori rilevanti su un piano *extra*-sociale, estraneo ai meccanismi di gestione secondo le regole comuni. Si verifica, quindi, una sorta di accidentale interferenza nell'applicazione della disciplina societaria nel caso di esigenze collettive contingenti, senza che ne derivi però una sua conformazione e tipizzazione relativamente ai settori rilevanti, come invece avvenuto per le società quotate e quelle operanti nei mercati finanziari ».

⁽⁴³⁾ Osserva F. BASSAN (nt. 4) che, in funzione delle indicazioni ricevute in sede comunitaria nel contesto dell'evoluzione della disciplina della *golden share*, « il potere dello Stato doveva spostarsi da un piano privatistica (dei rapporti societari) in cui venivano inseriti elementi pubblicistici (di controllo) ad un piano meramente pubblicistico (regolatorio) »; concetto ripreso anche da M. LAMANDINI (nt. 15), 687.

⁽⁴⁴⁾ Così A. SACCO-GINEVRI - F. M. SBARBARO (nt. 4), 119, ove osservano che « a giustificazione dell'esercizio dei poteri speciali possono essere addotti anche argomenti di natura politica, quali l'esistenza di legami tra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di

manare dai vertici del potere esecutivo, laddove invece un modello regolatorio in senso proprio difficilmente può prescindere dall'esistenza di un'autorità indipendente. Ciò detto, resta la sensazione che, come cercherò di porre in evidenza nei successivi capitoli, il legislatore abbia profuso sforzi ed energie, anche tramite il confronto con le istituzioni comunitarie, nel ricercare la compatibilità della nuova disciplina con i trattati dell'Unione Europea, ma abbia invece trascurato l'aspetto, altrettanto centrale, del coordinamento con il diritto societario (anche nell'interazione con il TUF). Mi attenderei quindi nel tempo aggiustamenti a più di un meccanismo, anche procedurale, del D.L. 15 marzo 2012 n. 21, in funzione del progredire dell'esperienza applicativa che, per il vero, in qualche caso già si è mostrata particolarmente problematica ⁽⁴⁵⁾.

2. L'analisi dei poteri del Governo che incidono sulla circolazione del capitale delle società italiane attive nei settori della sicurezza e della difesa nazionale (cfr. art. 1, primo comma, lettere *a*) e *c*)) richiede, innanzi tutto, un'interpolazione delle regole sostanziali e procedurali contenute nell'articolo 1 del D.L. 15 marzo 2012 n. 21 e nei D.P.R. attuativi (D.P.R. 19 febbraio 2014 n. 35 ⁽⁴⁶⁾ e D.P.R. 6 giugno 2014 n. 108 ⁽⁴⁷⁾), sì da ricostruire, commentandola nei passaggi più problematici, una sequenza di lettura più agevole di quella consentita dall'ordine espositivo, non proprio felice, della norma di legge. A questo fine, imprescindibile punto di partenza è l'obbligo, che la legge impone a chiunque acquisisca una partecipazione in imprese « che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale [come individuate negli articoli 1, 2 e 3 del D.P.R. 6 giugno 2014 n. 108] » ⁽⁴⁸⁾, di notificare l'acquisizione, con la precisazione che « nel

democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale ». Per una qualificazione degli atti di esercizio dei poteri speciali in termini di alta amministrazione, vedi R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, in *RDS* 2018, 708 *et passim*.

⁽⁴⁵⁾ Il riferimento è soprattutto al caso TIM, che è oggetto di un giudizio di impugnazione, pendente, alla data di preparazione del presente articolo, avanti al T.A.R. del Lazio, in cui, come si vedrà nel prosieguo del presente articolo, si dibatte tra l'altro dell'estensione soggettiva e oggettiva dei poteri speciali.

⁽⁴⁶⁾ Contenente « Regolamento per l'individuazione delle procedure per l'attivazione dei poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, a norma dell'articolo 1, comma 8, del decreto-legge 15 marzo 2012 n. 21 ».

⁽⁴⁷⁾ Contenente « Regolamento per l'individuazione delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale a norma dell'articolo 1, comma 1, del decreto-legge 15 marzo 2012 n. 21 ».

⁽⁴⁸⁾ Il DPR in questione contiene una elencazione, necessariamente formulata su base concettuale e dunque inevitabilmente "aperta" in una certa misura, di attività di rilevanza strategica di competenza del Ministero della Difesa (art. 1), del Ministero dell'Interno (art. 2) e di competenza mista dei due ministeri (art. 3). Particolarmente discussa è stata la scelta del Go-

caso in cui l'acquisizione abbia ad oggetto azioni di una società ammessa alla negoziazione nei mercati regolamentati la notifica deve essere effettuata qualora l'acquirente venga a detenere, a seguito dell'acquisizione, una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, del [TUF] e sono successivamente notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 3 per cento, 5 per cento, 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento ». La notifica deve essere effettuata alla Presidenza del Consiglio nel termine di dieci giorni dal perfezionamento dell'acquisto ovvero, come più frequentemente avviene in concreto, dalla sottoscrizione di un negozio traslativo condizionato al nullaosta *golden power*; sebbene, infatti, la norma imponga la notifica di una « acquisizione », il termine utilizzato è sufficientemente atecnico per ricomprendere anche accordi di acquisto vincolanti seppur sospensivamente condizionati al positivo esperimento della procedura ⁽⁴⁹⁾; e del resto la prassi ⁽⁵⁰⁾ si è pacificamente orientata in questa direzione. La procedura di notifica non richiede particolari appro-

verno di adottare prescrizioni *ex art.* 1 relativamente a reti di telecomunicazione; scelta che alcuni commentatori legano alla volontà governativa di contrastare eventuali acquisizioni ostili su Telecom Italia, pur con il rischio di « screditare l'intero impianto normativo novellato » — così R. MAGLIANO, *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e sviamento protezionistico*, in *Dir. Comm. Int.* 2014, 334. In realtà, sul piano strettamente normativo, le reti di telecomunicazione sono qualificate come *assets* strategici per l'interesse nazionale nel settore delle comunicazioni, cui è in via generale applicabile la disciplina sui poteri speciali prevista nell'art. 2 e nei decreti attuativi del 2014 (in particolare artt. 3 e 4 del DPR n. 85/2014 e DPR n. 86/2014 per le procedure). Non risulta, invece, una norma, né uno specifico atto a contenuto generale, in cui si stabilisca che le reti di telecomunicazione rientrino nel regime giuridico (più rigido) di *golden power* in materia di sicurezza e difesa nazionale. Dagli atti del Governo sembra però emergere che sia prevalsa, nel caso Telecom Italia, una tesi interpretativa secondo cui le reti di telecomunicazione, comprese quelle di proprietà privata, possono essere oggetto di poteri pubblici speciali *ex art.* 1 quando sono funzionali allo svolgimento di attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale o comunque in caso di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale. La valutazione sul punto sarebbe quindi rimessa caso per caso allo Stato che potrebbe discrezionalmente identificare l'interesse pubblico alla difesa e sicurezza nazionale, pur nei limiti dell'art. 1 e decreti attuativi. Non sarebbe rilevante, quindi, la natura comunitaria o *extracomunitaria* del soggetto interessato. In effetti, il DPCM su Vivendi/Telecom — reperibile su <http://www.astrid-online.it/economia-finanza-pubblica/responsabi/golden-power/materiali/normativa/index.html> — rappresenta il primo caso concreto in cui alle reti TLC è stato applicato il regime sui poteri speciali in materia di sicurezza e difesa, alla luce di una specifica e concreta valutazione dell'interesse pubblico da parte di diversi Ministeri oltre che della Presidenza del Consiglio.

⁽⁴⁹⁾ In questi termini A. DENTAMARO (nt. 11), 367. Egualmente, L. ARDIZZONE - M. VITALI (nt. 40), 947, osservano che « sembra probabile che il negozio traslativo venga in concreto convenzionalmente sottoposto alla condizione sospensiva della mancata opposizione, in tal modo rendendo il (mancato esercizio del) potere dello Stato un presupposto di efficacia del trasferimento. Tale condizione non sembra di ostacolo a che l'acquisizione sia notificata dall'acquirente alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, pur non ancora del tutto efficace: sussisterebbero, infatti, già tutte le informazioni ai fini del relativo vaglio di merito. Meno probabile è la previsione di una condizione risolutiva dell'esercizio dell'opposizione: in considerazione della brevità della procedura di valutazione pubblica (quindici giorni) poco si giustifica un

fondimenti, anche perché le regole e i modelli di notifica sono piuttosto generici e certo non raggiungono il livello di sofisticazione ormai proprio di altre procedure autorizzative settoriali (ad esempio, per la partecipazione al capitale delle banche) o generali (come in materia antitrust). È pertanto sufficiente ricordare qui che, ai sensi dell'articolo 5, secondo comma, lettera b), del già citato DPR 19 febbraio 2014 n. 35, il soggetto tenuto alla notifica deve corredarla con « il progetto industriale perseguito con l'acquisizione (...) con il relativo piano finanziario e una descrizione generale del progetto di acquisizione e dei suoi effetti, nonché informazioni dettagliate sull'acquirente e sul suo ambito di operatività, oltre che tutte le informazioni idonee a consentire le valutazioni [dell'ufficio] » ⁽⁵¹⁾. Più problematica è invece l'individuazione delle operazioni soggette ad obbligo di notifica, posto che la norma è del tutto priva del dettaglio attuativo posto a corredo, ad esempio, delle procedure di comunicazione (delle partecipazioni rilevanti *ex art.* 120 del TUF) o propriamente autorizzative (all'assunzione di partecipazioni qualificate nel capitale delle banche *ex art.* 19-23 del Testo Unico Bancario). La lacuna è duplice: manca, innanzi tutto, una definizione di « partecipazione in un'impresa » e manca poi un criterio che consenta di identificare, al di là dell'ovvio paradigma dell'acquisto, quali altre fattispecie ricadano nel novero delle « acquisizioni » soggette a notifica. È difficile stabilire se l'ambiguità del testo sia frutto di una volontà consapevole (di preservare al Governo uno spettro di applicazione non sottoposto a rigidi confini, come è certamente nel modello americano ⁽⁵²⁾) o se sia invece dipesa dalla difficoltà di approntare regole di dettaglio, in una materia così tecnica, nel contesto di un provvedimento che nasce pur sempre con la veste del decreto legge; sta di fatto che il riferimento testuale ad « azioni e quote che rappresentano la partecipazione rilevante », che si rinviene più volte nel prosieguo del quinto comma dell'articolo 1, non sembra sufficiente per identificare nelle azioni (o quote) ordinarie l'unica categoria di strumenti finanziari soggetta all'obbligo

doppio trasferimento (dal venditore all'acquirente e viceversa), pur secondo il principio della retroattività della condizione ».

⁽⁵⁰⁾ Come desumibile dai comunicati stampa della Presidenza del Consiglio che danno conto dell'esito delle singole procedure di notifica.

⁽⁵¹⁾ Gli stessi moduli di notifica approvati con decreto della Presidenza del Consiglio dei Ministri del 18 febbraio 2015, nel disciplinare il contenuto della notifica, si limitano sostanzialmente alla parafrasi dell'articolo 5, secondo comma, lettera b), del DPR 19 febbraio 2014 n. 35 - cfr. allegato A), punto 2). Peraltro, i moduli non distinguono tra acquisizioni partecipative di controllo o minoritarie (e potenzialmente anche puramente finanziarie atteso che per le società quotate la prima soglia scatta al 3%) e richiedendo pertanto informazioni (progetto industriale, piano finanziario, ecc.) normalmente disponibili nei soli casi di acquisizioni finalizzate al controllo.

⁽⁵²⁾ Al punto che si parla di « inherent ambiguity » della regolamentazione e competenza del CFIUS: cfr. LATHAM&WATKINS (nt. 27), 3.

di notifica ⁽⁵³⁾. Di converso, non mi pare che assuma alcun rilievo sistematico il rinvio, per l'obbligo di notifica di partecipazioni nelle società quotate, all'articolo 120, comma 2, del TUF, che viene richiamato non già per recepire, ai fini e nel contesto del Decreto Golden Power, i meccanismi del TUF in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, ma al solo fine di individuare, sul piano quantitativo, la prima soglia di notifica, mancando invece ogni riferimento testuale, esplicito o anche solo implicito ⁽⁵⁴⁾, da cui possa desumersi un intendimento del legislatore di integrare, *per relationem*, la disciplina del Decreto Golden Power con il complesso *corpus* di regole contenute negli altri commi dell'articolo 120 del TUF e, soprattutto, nella disciplina attuativa del Regolamento Emittenti ⁽⁵⁵⁾. Semmai, la fonte di ispirazione andrebbe ricercata nelle norme del Testo Unico Bancario ⁽⁵⁶⁾ (artt. 19-24) che regolano la procedura autorizzativa per l'acquisto di partecipazioni qualificate nelle banche secondo un'architettura quasi sovrapponibile ⁽⁵⁷⁾, *mutatis mutandis*, a quella contemplata dal comma quinto

⁽⁵³⁾ Come suggerisce invece A. DENTAMARO, (nt. 11), 366: « deve al riguardo presumersi che si debba trattare di trasferimento di partecipazioni con diritto di voto pieno », ma *contra* L. ARDIZZONE - M. VITALI (nt. 40), 943 e ASSONIME (nt. 11), 26 (« il riferimento al capitale con diritto di voto sembra includere tutte le azioni con diritto di voto, non solo quelle ordinarie con diritto di voto nell'assemblea ordinaria, anche quelle speciali che possono essere emesse ai sensi dell'art. 2351 c.c. »). Del resto, se è vero che la norma contiene più di un riferimento ai diritti di voto, è altrettanto vero che manca ogni distinzione tra azioni a voto pieno o limitato; inoltre, l'enfasi è posta non solo sul voto ma anche sugli altri diritti amministrativi connessi alle azioni (tra l'altro, considerati, in un passaggio dell'articolo, in via disgiuntiva: « qualora il potere di veto sia esercitato nella forma dell'imposizione di condizioni (...), in caso di inadempimento o violazione delle condizioni imposte all'acquirente (...) i diritti di voto o comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni o quote che rappresentano la partecipazione rilevante, sono sospesi »).

⁽⁵⁴⁾ In particolare, è lo stesso art. 1, comma quinto, del Decreto Golden Power ad indicare le successive soglie di comunicazione, che solo in parte coincidono con quelle dettate dal combinato disposto dell'articolo 120, quarto comma, del TUF e dell'articolo 117, primo comma, del Regolamento Emittenti; mentre infatti il Decreto Golden Power si arresta al 25%, il Regolamento Emittenti impone la comunicazione anche del superamento delle soglie del 30%, 50%, 66,6% e 90%.

⁽⁵⁵⁾ Peraltro, proprio perché il riferimento alla « soglia prevista dall'articolo 120 [del TUF] » si esaurisce nel richiamo "statico" di una percentuale, il rinvio, in realtà, è oggi divenuto superfluo: se infatti all'epoca del Golden Power la soglia prevista dall'art. 120, comma 2, del TUF coincideva con il 2%, la percentuale è stata successivamente portata al 3% (con la modifica dell'art. 120, comma 2, del TUF ad opera dell'articolo 1 del D.lgs. n. 25 del 15 febbraio 2016), percentuale già autonomamente prevista dal Decreto Golden Power.

⁽⁵⁶⁾ Di seguito, per brevità, "TUB":

⁽⁵⁷⁾ La principale differenza consiste nel meccanismo autorizzativo che nel TUB è preventivo (art. 19, primo comma: « è soggetta ad autorizzazione preventiva l'acquisizione a qualsiasi titolo in una banca di partecipazioni che comportano il controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla banca stessa o che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute »; art. 19, secondo comma: « sono soggette ad autorizzazione preventiva le variazioni delle partecipazioni quando la quota dei diritti di voto o del capitale raggiunge o supera il 20 per cento,

dell'articolo 1 del Decreto Golden Power (sia nei meccanismi della comunicazione sia per quanto riguarda le ipotesi di sterilizzazione del diritto di voto e di vendita coattiva delle partecipazioni per le quali l'autorizzazione non sia stata ottenuta).

Quale che sia il modello preso a riferimento dal legislatore, resta il fatto che mancano, nel Decreto Golden Power, previsioni dettagliate che consentano di individuare con chiarezza l'effettivo perimetro dell'obbligo di notifica; diviene dunque indispensabile enuclearlo facendo ricorso alla *ratio* della norma, quale chiaramente esplicitata nel primo comma dell'articolo 1, laddove si consente al Governo di intervenire (con l'imposizione di condizioni o, nei casi più gravi, con il veto) in presenza di acquisizioni che, in funzione del livello di partecipazione al capitale con diritto di voto o comunque dei connessi diritti amministrativi, siano in grado di mettere a rischio gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale (art. 1, comma primo, lettere *a*) e *c*)). Che le azioni ordinarie rientrino sempre e comunque in questo perimetro è fuor di dubbio, ma altrettanto rilevano, a mio giudizio, anche tutti gli strumenti finanziari, ulteriori rispetto alle azioni ordinarie, che consentano al loro titolare di avere voce in capitolo sulla gestione delle società strategiche per la difesa. Non solo, dunque, eventuali categorie di azioni a voto limitato *ex art.* 2351, secondo comma, cod. civ., ma anche strumenti finanziari partecipativi emessi ai sensi dell'articolo 2346, sesto comma, cod. civ. nella misura in cui siano dotati di diritto di voto su argomenti sensibili o consentano la nomina di un componente del consiglio di amministrazione ⁽⁵⁸⁾. Del resto, che gli strumenti finanziari partecipativi possano attribuire al loro titolare un potere di influenza sulla gestione aziendale è dato acquisito, ad esempio, nella disciplina sull'autorizzazione

30 per cento e 50 per cento e, in ogni caso, quando le variazioni comportano il controllo sulla banca stessa », mentre nel Decreto Golden Power è successivo (art. 1, quinto comma, « chiunque acquisisce una partecipazione (...) notifica l'acquisizione entro dieci giorni »). Nei fatti, la distanza tra i due meccanismi è tuttavia più apparente che reale posto che l'esperienza applicativa dell'art. 1, quinto comma, del Decreto Golden Power mostra che, eccezion fatta per le ipotesi di acquisti sul mercato telematico di Borsa, le parti tendono a sottoscrivere accordi vincolanti sospensivamente condizionati al nullaosta governativo (vedi *supra* nel testo). Ed egualmente si ritiene che nel caso di lancio di offerta pubblica di acquisto, l'OPA ben possa essere subordinata al preventivo *placet* del governo, come è concretamente avvenuto, ad esempio, nell'offerta pubblica di acquisto volontaria e totalitaria congiuntamente promossa da F2i e Mediaset su Ei Towers (operazione notificata ai sensi dell'articolo 2 del Decreto Golden Power, ma la circostanza non rileva ai fini che qui interessano) - cfr. comunicato stampa della Presidenza del Consiglio dei Ministri del 9 agosto 2018; in argomento vedi anche A. SACCO-GINEVRI - F. M. SBARBARO (nt. 4), 116.

⁽⁵⁸⁾ Come è noto, l'articolo 2351, ultimo comma, cod. civ. prevede che « gli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di amministrazione o di un sindaco (...) ».

preventiva all'acquisto di partecipazioni nel capitale delle banche; l'articolo 2, comma 8, della Delibera CICR del 27 luglio 2011 prevede infatti espressamente che il possesso di strumenti finanziari partecipativi, dotati dei diritti previsti dall'art. 2351, ultimo comma, cod. civ., possa configurare un'ipotesi di influenza notevole sulla banca (con conseguente necessità di un'autorizzazione preventiva per il loro acquisto). Peraltro, mentre il potere speciale nei settori *ex art. 2* del Decreto Golden Power è, come si vedrà, incentrato sull'acquisto del controllo e dunque sul potere di indirizzare la gestione aziendale, le previsioni dell'articolo 1 entrano in gioco ben prima che si sia giunti alla soglia del controllo, sicché lo scrutinio governativo riguarda, strutturalmente, anche l'acquisto di partecipazioni di minoranza, come tali prive di diritti diversi dal semplice voto. È dunque impensabile che sfuggano al vaglio governativo operazioni di acquisto di strumenti finanziari potenzialmente idonei ad incidere sulle scelte aziendali. Non solo: a differenza del regime dell'articolo 2 del Decreto Golden Power in cui l'interesse primario tutelato è la continuità operatività delle infrastrutture destinate a servizi pubblici essenziali, la materia della sicurezza nazionale impone strumenti di tutela anticipata, poiché è necessario presidiare, ancor prima di occuparsi dell'influenza sulla gestione aziendale, l'accesso alle informazioni sensibili ⁽⁵⁹⁾, come ben potrebbe avvenire in virtù dell'acquisto di strumenti finanziari che garantiscano la nomina di un consigliere (per quanto connotato da indipendenza nei confronti della società). In questo senso, la norma italiana ha precorso anche la disciplina statunitense, avendo da subito ravvisato il potenziale rilievo delle partecipazioni non di controllo, diversamente dalle regole US storicamente rivolte unicamente alle operazioni di acquisto del controllo su società strategiche. Infatti, è solo con l'approvazione del FIRRMA nel 2018 che la competenza del CFIUS è stata estesa anche all'acquisto di partecipazioni non di controllo, se e nella misura in cui ne consegua il potenziale accesso ad informazioni riservate o una compartecipazione al governo aziendale ⁽⁶⁰⁾.

⁽⁵⁹⁾ Cfr. art. 1, primo comma, lettera *a*), del Decreto Golden Power, che ricollega espressamente l'esercizio dei poteri speciali alla « sicurezza delle informazioni ».

⁽⁶⁰⁾ Cfr., relativamente all'entrata in vigore del FIRRMA, la precedente nota 26. L'estensione del controllo del CFIUS anche a operazioni di minoranza è ben sintetizzata in questo estratto da un recente *alert* informativo: « Prior to the enactment of FIRRMA, CFIUS jurisdiction — and the related ability of the President to block or unwind a transaction — was limited to acquisitions, investments and joint ventures that could result in foreign control over any U.S. business (direct or indirect). Subject to implementing regulations, FIRRMA expands the range of transactions subject to CFIUS jurisdiction (covered transactions) to include the following: a non-controlling investment by a foreign person in any unaffiliated U.S. business that meets the following criteria: the U.S. business (i) owns, operates, manufactures, supplies or services critical infrastructure, (ii) produces, designs, tests, manufactures, fabricates or develops one or more critical technologies, or (iii) maintains or collects sensitive personal data of U.S. citizens that may be exploited in a manner that threatens national security (...); and the investment provides the foreign person with any of the following: (i) access to any material

3. Naturalmente, la distinzione tra società quotate e non porta con sé anche un diverso grado di tipizzazione nella struttura del capitale e nei meccanismi di *governance*, il che giustifica pienamente la scelta del legislatore di non prevedere alcuna soglia minima per le società a capitale chiuso ⁽⁶¹⁾ e di stabilire invece l'obbligo di notifica solo a partire da partecipazioni superiori al 3% per le società quotate. Egualmente, se la maggior flessibilità delle società "chiuse" nel disegnare la propria *governance* rende plausibile il ricorrere di fattispecie di notifica per l'acquisto di azioni "speciali" o strumenti finanziari partecipativi, l'obbligo di notifica, nel caso di società quotate, potrà invece verosimilmente discendere, oltre che dall'ipotesi principe dell'acquisto di azioni ordinarie, dalla sottoscrizione di strumenti derivati sul capitale ordinario. È noto come i derivati siano stati — e per certi versi tuttora siano — strumento principe per la scalata occulta su

nonpublic technical information related to critical technologies or critical infrastructure, (ii) membership or observer rights on the board of directors or equivalent governing body of the U.S. business, or (iii) any involvement (other than through the mere voting of shares) in decision-making of the U.S. business with respect to critical technologies, critical infrastructure or sensitive personal data of U.S. citizens; (...) » reperibile su <https://www.paulweiss.com/practices/transactional/mergers-acquisitions/publications/president-trump-signs-cfius-reform-legislation?id=26899>.

⁽⁶¹⁾ Vedi tuttavia R. MAGLIANO (nt. 48), 332, secondo cui « la formulazione della norma non risulta puntuale come invece ci si sarebbe potuti attendere in merito all'individuazione dell'entità della soglia di rilevanza per l'esercizio del golden power ». Non dissimili le osservazioni di A. SACCO-GINEVRI - F. M. SBARBARO (nt. 4), 117: « è piuttosto intuitivo che l'ampiezza della formulazione normativa circa l'entità della soglia di rilevanza che rende azionabile il potere speciale di opposizione (...) porrà in concreto numerose questioni ermeneutiche, in quanto mancano presupposti applicativi dotati di un minimo di oggettività (...) ». Sotto altro profilo e senza entrare nel merito della scelta legislativa di non stabilire a priori una soglia di rilevanza per la partecipazione al capitale delle società chiuse, va tuttavia segnalato che le soglie progressive dal 3% al 25% si applicano solo alle società quotate su mercati regolamentati. La definizione di « mercato regolamentato » è contenuta nell'articolo 1, comma 1, *w-ter*, del TUF: « sistema multilaterale che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti, e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente ». Ora, tra i mercati gestiti da Borsa Italiana ha assunto negli ultimi anni un rilievo degno di nota l'AIM, che tuttavia non è un mercato regolamentato in senso proprio, ma un sistema multilaterale di negoziazione (o MTF, per acronimo dall'espressione inglese *multilateral trading facilities* — la definizione di « sistemi multilaterali di negoziazione » è contenuta nell'articolo 1, comma 5-*octies*, del TUF: « per gestione di sistemi multilaterali di negoziazione si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti »). A stretto rigore, ove una società quotata all'AIM ricadesse nel perimetro applicativo dell'art. 1 del Decreto Golden Power, la negoziazione dei suoi titoli sarebbe resa sostanzialmente impossibile dall'obbligo di notificare l'acquisto di qualsivoglia quantitativo di azioni, salvo applicare analogicamente le soglie previste nel comma quinto dell'articolo 1 per le società quotate su mercati regolamentati anche alle società i cui titoli sono trattati su sistemi multilaterali di negoziazione che, come nel caso dell'AIM, assicurino adeguata trasparenza dell'assetto azionario.

società anche di grandi dimensioni ⁽⁶²⁾. Solo in tempi relativamente recenti i regolatori di mercato, avendo progressivamente preso consapevolezza dei potenziali effetti distorsivi dei derivati sui meccanismi di *governance* e di trasparenza societaria, hanno apprestato specifiche contromisure. Le ragioni dell'intervento regolatorio sono ben illustrate nei lavori preparatori della Consob propedeutici alle modifiche regolamentari in tema di derivati ⁽⁶³⁾. L'osservazione di reali accadimenti sul mercato ⁽⁶⁴⁾ aveva infatti evidenziato come i derivati, anche quando strutturati con clausola di liquidazione per contanti (cd. *cash settlement*) e dunque senza la previsione di una consegna materiale dei titoli sottostanti (cd. *physical settlement*), ben potessero essere utilizzati per costruire rapidamente posizioni azionarie anche prossime al (o comunque funzionali all'acquisto del) controllo, senza che, nel durante, la società *target* e il mercato in generale ne avessero conoscenza. Per quanto ogni episodio fosse connotato da specificità proprie e senza voler qui entrare nei dettagli di un argomento di notevole complessità tecnica, il minimo comune denominatore era costituito dal fatto che « il soggetto che emette lo strumento derivato (la parte corta, generalmente una banca d'affari) tende a coprire il rischio assunto acquistando sul mercato i titoli sottostanti e questo rende possibile che le controparti optino per una consegna fisica degli stessi una volta giunti alla scadenza del contratto » ⁽⁶⁵⁾. Ed anzi qualora il derivato (o, come accadeva in concreto, l'insieme dei derivati) fosse stato sottoscritto proprio con l'obiettivo di rastrellare riserva-

⁽⁶²⁾ Come ampiamente illustrato nel recente lavoro di G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano 2017, 46 *et passim*.

⁽⁶³⁾ Per il vero, « l'ordinamento italiano non è nuovo a tecniche di dissociazione artificiale della partecipazione azionaria: alcuni tipi contrattuali che rendono possibili forme di *decoupling* (si pensi al riporto e alla vendita a termine, quando hanno a oggetto azioni) sono disciplinati dal nostro codice civile fin dall'origine. Va però osservato che, nell'ultimo decennio, l'attenzione del dibattito internazionale si è rivolta al tema qui oggetto di analisi in conseguenza di episodi di *decoupling* realizzati a partire da tecniche atipiche e di più recente introduzione sul mercato, che hanno consentito una più efficiente gestione del fenomeno dissociativo, sia per la spiccata flessibilità che esse consentono, sia per la elevata standardizzazione e diffusione internazionale degli strumenti negoziali di riferimento, sia, ancora, per la sofisticazione raggiunta dalla consulenza finanziaria in tale ambito. Si tratta, principalmente, del ricorso a contratti derivati su azioni (*equity derivatives*) e di contratti di prestito titoli (*stock lending*) » - G. SANDRELLI (nt. 60), 6. La progressiva diffusione delle tecniche finanziarie collegate all'uso dei derivati ha ovviamente attirato l'attenzione delle autorità di mercato. In particolare, l'inquadramento del fenomeno dei derivati ha portato in Italia ad un nuovo *set* di regole sulla comunicazione delle partecipazioni rilevanti (cfr. artt. 116-*terdecies* e seguenti del Regolamento Emittenti) e al computo degli strumenti finanziari derivati (che esprimano per il titolare una posizione lunga, ossia un interesse economico positivamente correlato all'andamento del titolo azionario sottostante) ai fini del calcolo delle soglie di offerta pubblica obbligatoria (cfr. art. 44-*ter* del Regolamento Emittenti).

⁽⁶⁴⁾ Cfr. il *position paper* Consob in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash settled*, 8 ottobre 2009, 3.

⁽⁶⁵⁾ Cfr. il *position paper* Consob (nt. 61), 3.

tamente un consistente pacchetto azionario, le banche di controparte, alla scadenza del derivato, avrebbero comunque chiuso l'operazione, con la conseguente necessità di rivendere i titoli acquistati in copertura; dunque, a prescindere da ogni volontà delle parti di modificare i termini del regolamento contrattuale da *cash settlement* a *physical settlement*, il naturale acquirente in ogni simile operazione è giocoforza il sottoscrittore del derivato⁽⁶⁶⁾. Ed è proprio la "cronaca di una morte annunciata" ad attrarre i derivati nel perimetro dell'obbligo della notifica (anche) ai sensi del Decreto Golden Power. Come osserva la Consob, la diffusione degli strumenti derivati può « incidere, snaturandolo, su un sistema di regole di corporate governance che tradizionalmente ipotizza, almeno per categorie omogenee di azioni, una proporzionalità diretta tra diritti patrimoniali e di voto. In particolare, mentre una situazione di (accentuato) *empty voting* può addirittura spingere l'azionista a votare in modo non coerente con gli interessi della società, situazioni di *hidden (morphable) economic ownership* possono nascondere in parte o del tutto l'identità di azionisti rilevanti che sono invece in grado di entrare rapidamente in possesso dei diritti di voto connessi alle partecipazioni detenute occultamente, quando non già di esercitare indirettamente i diritti di voto corrispondenti attraverso l'esercizio di un'influenza sulle scelte dell'eventuale intermediario controparte dell'operazione che si sia coperto acquistando le azioni sul mercato »⁽⁶⁷⁾. Non si tratta, dunque, di supplire ad una lacuna della normativa *golden power* applicando in via suppletiva o estensiva le regole sulla trasparenza degli assetti proprietari dettate dal TUF e dal Regolamento Emittenti (che, come è noto, impongono di tener conto dei derivati a partire dal calcolo della soglia del 5%), poiché è piuttosto l'interpretazione diretta, ancorché analogica, del quinto comma dell'articolo 1 del Decreto Golden Power ad attrarre i derivati nel computo delle soglie. Se infatti la funzione della notifica è quella di consentire al Governo di verificare che la titolarità del diritto di voto (discendente dal possesso di azioni ordinarie) non sollevi minacce alla sicurezza nazionale, è evidente che il termine « partecipazione all'impresa » deve intendersi riferito anche a quelle forme di partecipazione che, al di là della loro apparenza e forma tecnica, assicurano nei fatti, al loro titolare, la disponibilità di diritti di voto in misura eccedente le soglie fissate per legge. È per identità di *ratio*, dunque,

⁽⁶⁶⁾ Così il *position paper* Consob (nt. 61), 10: « più in generale può rilevarsi che, anche a prescindere da una specifica collaborazione o disponibilità della controparte a modificare i termini di regolamento del contratto alla scadenza, ove ricorrano determinate condizioni di liquidità dei titoli azionari oggetto del contratto derivato, questo può essere utilizzato per realizzare un acquisto/vendita in termini reali e ad un prezzo prefissato delle azioni utilizzando i differenziali monetari positivi derivanti dal regolamento in contanti. In altre parole, è stato osservato che, anche laddove non si alteri a scadenza la clausola di *cash settlement* trasformandola in *physical delivery*, il sottoscrittore del contratto si trova comunque in una condizione di forza economica che gli consente di poter entrare più facilmente in possesso dei titoli sottostanti ».

⁽⁶⁷⁾ Cfr. il *position paper* Consob (nt. 61), 13.

che il possesso di derivati (che incorporano una posizione lunga) rientra a pieno titolo nella definizione di partecipazione all'impresa e, conseguentemente, nell'obbligo di notifica al superamento (nelle società quotate) delle soglie del capitale con diritto di voto previste dall'articolo 1, comma quinto, del Decreto Golden Power ⁽⁶⁸⁾.

4. In generale, le regole sulla trasparenza degli assetti proprietari dettate dal TUF e dal Regolamento Emittenti ⁽⁶⁹⁾ rappresentano una cartina di tornasole utile per declinare il perimetro applicativo dell'obbligo di notifica imposto dal Decreto Golden Power secondo una casistica coerente con la *ratio legis*. Entrambe le discipline prevedono, infatti, un meccanismo di monitoraggio delle posizioni di potere nelle società quotate, pur perseguendo, ovviamente, finalità del tutto diverse. Mentre la funzione dell'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti *ex art.* 120 del TUF si esaurisce nella trasparenza informativa che ne consegue ⁽⁷⁰⁾, il dovere di notifica imposto dalla normativa *golden power* è invece funzionale all'avvio del procedimento istruttorio per l'eventuale attivazione dei poteri speciali. Ciò che conta, tuttavia, è che il TUF ha nel tempo enucleato un articolato catalogo delle fattispecie di cui il mercato deve avere conoscenza in quanto rilevanti ai fini degli assetti di potere attuali o potenziali, ponendo il *focus* non solo, come è ovvio, sulla proprietà azionaria, ma, con altrettanta enfasi, anche sulla (mera) titolarità di diritti di voto per quanto eventualmente scissi dalla formale proprietà del pacchetto azionario sottostante. Mi pare che un ragionamento del tutto analogo debba essere svolto anche ai fini dell'applicazione del Decreto Golden Power, le cui scelte lessicali sono peraltro in

⁽⁶⁸⁾ L'interpretazione qui proposta trova peraltro riscontro in un recente nullaosta della Presidenza del Consiglio dei Ministri che ha dato assenso ad una notifica di superamento della soglia del 5% in una società quotata a seguito di un acquisto di azioni appena oltre il 3% e di una posizione lunga di oltre il 2%: cfr. comunicato stampa del Consiglio dei Ministri del 21 marzo 2018 (« Il Consiglio dei Ministri, su proposta del Presidente Paolo Gentiloni, ha deliberato (...) di non esercitare i poteri speciali in relazione all'operazione, notificata da Elliott International L.P., Elliott Associates L.P. e The Liverpool Limited Partnership, di acquisizione di una partecipazione in TIM S.p.a., formulando una specifica raccomandazione volta a prevedere la notifica, ai sensi e per gli effetti del decreto legge 15 marzo 2012, n. 21, di eventuali modifiche che intervengano rispetto ai contenuti dell'operazione già notificata ») e cove comunicazioni *ex art.* 120 TUF disponibili sul sito istituzionale della Consob.

⁽⁶⁹⁾ Analoga utilità interpretativa hanno le disposizioni del Testo Unico Bancario sull'acquisto di partecipazioni qualificate nelle banche. Il riferimento è ovviamente agli artt. 19-24 del TUB.

⁽⁷⁰⁾ Osserva G.F. CAMPOBASSO, in *Testo Unico della Finanza, Commentario* diretto da G.F. CAMPOBASSO, Vol. **, Torino 2002, 978, che funzione dell'articolato sistema di trasparenza dettato dall'articolo 120 del TUF e dalle connesse disposizioni regolamentari è quella di « rendere note le reali posizioni di potere dei maggiori azionisti delle società quotate ». Ne sottolinea la natura di adempimento solo informativo anche A. GIANNELLI, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza, Commentario* a cura di P. Marchetti - L.A. Bianchi, Tomo I, Milano 1999, 779.

larga misura atecniche (« acquisizione di una partecipazione ») sì da suggerirne una lettura più aderente alle finalità della norma che non una interpretazione semanticamente orientata. In questo senso, le ipotesi contemplate dall'art. 118 del Regolamento Emittenti (titolarità del diritto di voto per usufrutto, riporto, prestito titoli, e pegno ecc.) rappresentano, a mio avviso, altrettante fattispecie rilevanti ai fini della normativa *golden power*. Se ne rinviene del resto conferma, sul piano dell'interpretazione sistematica della disciplina, dall'ultimo periodo del primo comma dell'articolo 1 del Decreto Golden Power, laddove si precisa che, ai fini dell'esercizio dei poteri speciali, il Governo deve tener conto non solo della partecipazione detenuta dal soggetto notificante (direttamente, indirettamente o tramite interposti), ma anche dei diritti di voto che fanno capo a soggetti terzi con cui egli abbia stipulato patti parasociali ⁽⁷¹⁾. Ora, se assume rilievo la semplice partecipazione ad un patto parasociale (che non necessariamente comporta un obbligo di voto uniforme in capo agli aderenti), a maggior ragione dovranno essere computati, nel calcolo delle soglie cui è collegato l'obbligo di notifica, i diritti di voto di cui un soggetto possa discrezionalmente disporre in forza di un sottostante rapporto contrattuale o diritto reale (di godimento o garanzia). Peraltro, a differenza dell'usufrutto che non solleva particolari questioni interpretative, la prassi applicativa della disciplina di *golden power* in tema di garanzia pignoratizia offre invece indicazioni non univoche ⁽⁷²⁾. In una lettura della norma coerente con la *ratio legis* il pegno dovrebbe infatti

⁽⁷¹⁾ Ai sensi dell'articolo 1, primo comma, lettera c), del Decreto Golden Power, il Governo esercita il potere di opposizione all'acquisto « qualora l'acquirente venga a detenere, direttamente o indirettamente, anche attraverso acquisizioni successive, per interposta o tramite soggetti altrimenti collegati, un livello di partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. A tale fine si considera altresì ricompresa la partecipazione detenuta da terzi con i quali l'acquirente ha stipulato uno dei patti di cui all'articolo 122 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, ovvero di quelli di cui all'articolo 2341-bis del codice civile ».

⁽⁷²⁾ Il riferimento è al comunicato stampa del 29 agosto 2017 della Presidenza del Consiglio dei Ministri in cui si legge che « il Consiglio dei Ministri, su proposta del Presidente Paolo Gentiloni, ha deliberato di non esercitare i poteri speciali e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione alla costituzione di un pegno sulla totalità delle azioni di Open Fiber S.p.a., detenute da CDP Equity S.p.a. e da Enel S.p.a., per il finanziamento di investimenti necessari alla realizzazione del proprio piano industriale 2017-2026. Il Consiglio dei Ministri ha comunque raccomandato alla società Open Fiber S.p.a. e ai suoi soci l'obbligo di un'ulteriore notifica all'eventuale verificarsi dell'escussione della garanzia pignoratizia ». Dal tenore del comunicato non è dato comprendere se la notifica fosse ai sensi dell'art. 1 o, come è per il vero più probabile, dell'art. 2 del Decreto Golden Power, ma la circostanza è irrilevante ai fini delle considerazioni che vengono qui svolte sul tema del pegno, dato che oggetto della notifica non era « l'assegnazione in garanzia di attivi » ad opera della società che ne è proprietaria (fattispecie espressamente prevista dal secondo comma dell'articolo 2 e che invece non ricorre nell'articolo 1), ma la costituzione in pegno del pacchetto azionario totalitario di Open Fiber S.p.A. ad opera dei suoi soci.

rilevare, ai fini della notifica e, conseguentemente, dell'attivazione dei poteri speciali, soltanto nel caso in cui il creditore pignoratizio disponesse del diritto di voto (come prevede di *default* l'articolo 2352 cod. civ., che tuttavia legittima la scelta opposta per convenzione *inter partes*). Nei casi — che per un dato di comune esperienza rappresentano la normalità nelle operazioni di finanza strutturata — in cui il proprietario delle azioni conservi il diritto di voto sino a quando non si verifichi un inadempimento agli obblighi del finanziamento garantito dal pegno, non vi sarebbe invece ragione alcuna di equiparare la concessione del pegno ad una « acquisizione di una partecipazione nell'impresa » ai fini della normativa *golden power*. La convenzione contraria *ex art.* 2352 cod. civ. consente infatti di mantenere inalterato, almeno sino al verificarsi di un inadempimento da cui possa discendere il trasferimento del diritto di voto a beneficio del creditore pignoratizio, l'assetto di potere nella società, posto che, laddove le parti abbiano così pattuito, non solo il diritto di voto ma anche gli altri diritti amministrativi che competono alle azioni date a pegno permangono in capo al proprietario, senza che il creditore pignoratizio possa influire sul loro esercizio (se non, in taluni limitati casi, qualora, come di frequente accade nella prassi, l'atto di pegno preveda il necessario coinvolgimento del creditore pignoratizio su eventuali decisioni di assemblea straordinaria suscettibili di incidere sul valore della cosa data in pegno; ma, per l'appunto, in un'ottica di protezione del credito e non certo per volontà di influire sulla *governance* societaria). Egualmente, i meccanismi di escussione del pegno, per come disegnati dal codice civile, assicurano che, anche laddove il creditore pignoratizio volesse chiedere l'assegnazione della cosa data in pegno, non vi sarebbe comunque alcun automatismo, sicché ben si potrebbe procedere alla notifica ai sensi del Decreto Golden Power solo nel momento in cui si verificasse, ad esito dell'escussione, il trasferimento della proprietà (al creditore pignoratizio in caso di assegnazione, ma parimenti nell'ipotesi di escussione con cessione a terzi). Soluzione questa che, ad esempio, è espressamente accolta nella disciplina USA, secondo una linea interpretativa che mi pare esportabile *tel quel* anche nel nostro ordinamento: « a lending transaction generally is exempt from CFIUS review because it is not considered a transaction except where the foreign person acquires economic or governance rights in the U.S. business characteristic of an equity investment, but not a loan. Absent such a finding, typical loan covenants giving the lender negative rights over certain decisions of the borrower do not implicate CFIUS jurisdiction. However, a loan or other financing arrangement whereby the lender acquires an interest in profits, a right to appoint directors or other financial or governance rights characteristic of equity investments may constitute a covered transaction potentially subject to review. Furthermore, a secured lending transaction may create a notifiable acquisition if the lender forecloses on collateral. The acquisition of collateral may only be notified for review when default is im-

minent, not at the time of the initial secured loan » ⁽⁷³⁾. Analogamente alla prassi invalsa negli Stati Uniti, la costituzione del pegno su azioni di una società attiva nel settore della difesa e sicurezza nazionale dovrebbe formare oggetto di notifica *ex art. 1*, comma quinto del Decreto Golden Power, soltanto in caso di attribuzione del diritto di voto al creditore pignoratizio all'atto della sua costituzione ⁽⁷⁴⁾; diversamente, nessuna notifica risulterebbe dovuta all'atto di concessione del pegno e un obbligo in tal senso potrebbe sorgere, durante la vita del finanziamento, solo nell'ipotesi in cui, in presenza di un inadempimento alle obbligazioni garantite, il diritto di voto fosse (effettivamente) ⁽⁷⁵⁾ attribuito al creditore pignoratizio. Un obbligo di notifica sorgerebbe ovviamente anche nel caso in cui, ad esito di un'escussione del pegno, intervenisse un trasferimento a terzi delle azioni date in garanzia o la loro assegnazione al creditore pignoratizio.

5. L'istruttoria sulle notifiche *ex art. 1* del Decreto Golden Power è coordinata dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri (art. 2, primo comma, DPR 19 febbraio 2014 n. 35 ⁽⁷⁶⁾) ed è affidata al Ministero dell'Economia (per le società da questo ministero direttamente o indirettamente partecipate) ovvero, per le altre società, alternativamente al Ministero della Difesa o al Ministero degli Interni in funzione delle rispettive competenze (art. 3 del DPR testé citato). La decisione governativa deve essere assunta entro quindici giorni dalla notifica; tuttavia, qualora il Ministero responsabile dell'istruttoria ritenga necessario richiedere ulteriori informazioni, il termine resta sospeso, per una sola volta ⁽⁷⁷⁾, sino alla ricezione delle informazioni integrative, che debbono essere fornite entro dieci giorni. Nel mentre, i diritti di voto e tutti i diritti diversi da quelli patrimoniali connessi alle « azioni

⁽⁷³⁾ Cfr. *U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, edited by E. F. Greene - E.J. Rosen - L.N. Silverman - D.A. Braverman - S.R. Sperber, New York 2015, Vol. 2, 9-115.

⁽⁷⁴⁾ Come avverrebbe in assenza di convenzione contraria *ex art. 2352* cod. civ.

⁽⁷⁵⁾ Come è noto, gli atti di pegno accessori ai finanziamenti bancari prevedono, di prassi, che il passaggio del voto al creditore pignoratizio non consegua automaticamente al verificarsi di un *event of default*, ma richieda una apposita comunicazione in tal senso al debitore (o al terzo datore di pegno).

⁽⁷⁶⁾ Come detto, contenente « Regolamento per l'individuazione delle procedure per l'attivazione dei poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, a norma dell'articolo 1, comma 8, del decreto-legge 15 marzo 2012 n. 21 ».

⁽⁷⁷⁾ Ai sensi dell'art. 1, quinto comma, del Decreto Golden Power « eventuali richieste di informazioni successive alla prima non sospendono i termini ». Occorre tuttavia tener conto che ai sensi dell'art. 5 DPR 19 febbraio 2014 n. 35 il termine di quindici giorni decorre solo dalla ricezione di una notifica che sia ritenuta completa e regolare: « Il Ministero responsabile dell'istruttoria e della proposta, anche tenendo conto di eventuali indicazioni della Presidenza del Consiglio o di altri Ministeri interessati, dando comunque immediata comunicazione alla Presidenza del Consiglio e al gruppo di coordinamento, informa tempestivamente i soggetti notificanti nel caso di notifica incompleta o irregolare. In tal caso, il termine per l'esercizio dei poteri speciali (...) decorre dal ricevimento della nuova notifica completa ».

che rappresentano la partecipazione rilevante » ⁽⁷⁸⁾ restano sospesi e le delibere eventualmente adottate con il voto determinante di tali azioni sono nulle. Il sintagma legislativo è tuttavia ambiguo, posto che non fornisce un'indicazione univoca su cosa debba intendersi per partecipazione rilevante. E se l'ambiguità non rileva nel caso di acquisto di partecipazioni non quotate, dato che la norma impone la notifica quale che sia la misura della partecipazione acquisita (sicché partecipazione rilevante e partecipazione acquisita coincidono perfettamente) ⁽⁷⁹⁾, diverso è il caso dell'acquisto di azioni quotate: in questo caso infatti poiché la notifica è dovuta solo al superamento delle soglie progressive previste dalla legge, occorre stabilire se la sospensione dei diritti (amministrativi e di voto) riguardi l'intera partecipazione detenuta dal soggetto notificante ovvero, secondo l'interpretazione che mi parrebbe preferibile, solo la parte eccedente la soglia che abbia determinato l'obbligo di notifica. Due mi paiono gli argomenti in questa direzione: il primo *lato sensu* logico-letterale, atteso che l'espressione « partecipazione rilevante » sembra identificare la partecipazione che rileva ai fini dell'obbligo di notifica, e dunque solo la parte del pacchetto azionario che ecceda la quota di possesso di converso « irrilevante » ai fini della norma. Il secondo, di analogia con la lettura dell'articolo 24 del TUB ⁽⁸⁰⁾ che, nel prevedere la sospensione del diritto di voto per le partecipazioni al capitale delle banche per le quali manchi l'autorizzazione all'acquisto, presenta un simile dubbio interpretativo, generalmente risolto applicando la sospensione del voto alla sola quota partecipativa in eccesso rispetto alla soglia rilevante ai fini autorizzativi ⁽⁸¹⁾. L'architettura del procedimento autorizza-

⁽⁷⁸⁾ Questa è l'espressione utilizzata dall'articolo 1, quinto comma, del Decreto Golden Power.

⁽⁷⁹⁾ Come già osservato in precedenza, nel caso di società non quotate, l'articolo 1, comma quinto, del Decreto Golden Power dispone che « chiunque acquisisce una partecipazione in imprese che svolgono una attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, notifica l'acquisizione (...) »; mentre la stessa norma prevede che « nel caso in cui l'acquisizione abbia a oggetto azioni di una società ammessa alla negoziazione nei mercati regolamentati la notifica deve essere effettuata qualora l'acquirente venga a detenere, a seguito dell'acquisizione, una partecipazione superiore alla soglia [del 3%] e sono successivamente notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 5 per cento, 10 per cento, 15 per cento, 20 per cento e 25 per cento ».

⁽⁸⁰⁾ O anche degli articoli 15 e 16 del TUF che nel disciplinare la partecipazione al capitale degli intermediari finanziari replicano, in più di un passaggio quasi *verbatim*, il modello di autorizzazione preventiva del TUB.

⁽⁸¹⁾ Il dubbio interpretativo, peraltro poi espressamente chiarito dalle Istruzioni di Vigilanza — cfr. A. BENOCCHI, in *Testo Unico bancario, Commentario A.A.V.v.*, Milano 2010 — era comunque già stato risolto in via esegetica: « la regola posta dall'art. 24, 1° comma dà luogo a taluni problemi esegetici ed applicativi. Con riferimento alle fattispecie di cui all'art. 19, si pone ad esempio la questione dell'area della partecipazione coinvolta dalla sospensione del voto. Si ricorderà che, per determinare la quota di partecipazione rilevante a fini autorizzativi, non si tiene solo conto delle azioni che afferiscono ad un determinato negozio, ma esse si cumulano con quelle già possedute e, per cui è l'acquisto marginale a far sorgere l'obbligo di richiedere

tivo del TUB (autorizzazione preventiva per il superamento delle soglie di legge, sospensione del diritto di voto in assenza dell'autorizzazione, impugnabilità delle delibere assunte con il voto determinante delle azioni sospese ⁽⁸²⁾ e obbligo di alienazione delle partecipazioni per cui l'autorizzazione non venga ottenuta) costituisce infatti, in tutta evidenza, la matrice cui il legislatore, pur con le ovvie differenze ⁽⁸³⁾, si è ispirato per modellare i meccanismi autorizzativi del Decreto Golden Power, sicché le soluzioni esegetiche adottate nell'applicazione del sistema originale acquistano inevitabilmente una particolare persuasività anche nel sistema derivato (salvo ovviamente che ricorrano, ma non è questo il caso, diverse indicazioni testuali o specificità legate alla differente *ratio* delle due normative). Del resto, nel contesto di un procedimento autorizzativo volto a verificare l'idoneità di un determinato soggetto a detenere partecipazioni in società che operano in ambiti rilevanti per l'interesse pubblico, la circostanza che le norme prevedano la necessità di un'autorizzazione o nullaosta (preventivo o successivo che sia) soltanto al superamento di una soglia prestabilita (sia essa indicata in termini quantitativi o qualitativi ⁽⁸⁴⁾) discende da una valutazione, svolta *ex ante* dal legislatore, su quale sia il livello partecipativo cui consegua la possibilità di influire in qualche modo sui destini aziendali. Al di sotto di quel livello partecipativo non vi è dunque ragione di vagliare se l'azionista sia in effetti idoneo ad assumere un ruolo diverso da quello di mero investitore passivo; e coerentemente con la *ratio legis*, la sospensione del voto si giustifica solo per la parte eccedente la soglia di legge ⁽⁸⁵⁾ (ossia soltanto per quel

l'autorizzazione. In tal caso, sorge il problema se la paralisi del voto involga solo la partecipazione marginale ovvero l'intera partecipazione, che comunque nel suo complesso è soggetta a vaglio autorizzativo. Soluzione preferibile a me pare la prima, dato che è la partecipazione marginale a far attingere al voto del socio il peso rilevante ai fini del sorgere dell'obbligo di autorizzazione, mentre resta immodificata la situazione legata alla precedente partecipazione»: cfr. A. ANTONUCCI, in *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, AA.VV., Bologna 2007, 341. Eguali considerazioni in G. BOCCUZZI, *Gli assetti proprietari delle banche, regole e controlli*, Torino 2010, 59 e A. SACCO GINEVRI, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Capriglione, Tomo Primo, Vicenza 2018, 259.

⁽⁸²⁾ Sebbene l'articolo 24 del TUB sia rubricato « Sospensione del diritto di voto e degli altri diritti, obbligo di alienazione » è forse più corretto parlare di « divieto di voto » per le partecipazioni per le quali l'autorizzazione all'acquisto non sia stata ottenuta: così G. BOCCUZZI (nt. 81), 58.

⁽⁸³⁾ Cfr. la precedente nota n. 57.

⁽⁸⁴⁾ Ad esempio, negli artt. 19-24 del TUB ove le soglie rilevanti sono sia percentuali prefissate sia partecipazioni idonee ad attribuire al loro detentore il controllo o il potere di esercitare un'influenza notevole sulla banca.

⁽⁸⁵⁾ Diverso è invece il caso in cui il legislatore disponga la sospensione del diritto di voto quale conseguenza sanzionatoria di una violazione ad un precetto normativo, così come avviene, secondo l'opinione prevalente, in caso di mancata comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del TUF: « altra questione (...) è se la sanzione della sospensione del voto sia da irrogarsi con riferimento all'intera partecipazione, ovvero solamente per l'eccedenza, rispetto alla soglia, superata, in assenza di comunicazione. Benché in dottrina sia stata

quid pluris in forza del quale il titolare della partecipazione potrebbe acquisire peso ⁽⁸⁶⁾ all'interno della compagine sociale, con ciò mettendo a rischio, ove non fosse idoneo per ragioni soggettive od oggettive, il bene primario tutelato dalla norma che impone l'autorizzazione al possesso: la solidità e stabilità del sistema finanziario nel TUB, la sicurezza nazionale nel Decreto Golden Power).

Ciò detto, ad esito dell'istruttoria, il Ministero responsabile formula alla Presidenza del Consiglio una proposta di esercizio dei poteri speciali ovvero indica le motivazioni per le quali non ne ritiene necessaria l'attivazione. Nel primo caso, il Presidente del Consiglio dei Ministri provvede all'esercizio dei poteri speciali con apposito decreto di cui dà immediata comunicazione al soggetto notificante e alle competenti Commissioni Parlamentari; in caso contrario, viene comunicata al soggetto notificante la decisione di non esercitare i poteri speciali. La legge prevede che i poteri possano essere esercitati solo « in caso di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale » (art. 1, primo comma). Al ricorrere di tale circostanza, il Governo, come già anticipato, può opporsi all'acquisto di partecipazioni nel capitale delle società italiane nei settori della sicurezza e della difesa nazionale (cfr. art. 1, primo comma, lettera c) ovvero, in alternativa, imporre all'acquirente specifiche condizioni a tutela degli interessi nazionali (cfr. art. 1, primo comma, lettera a). A differenza di quanto previsto per l'esercizio del potere speciale *ex* art. 1, primo comma, lettera b) ⁽⁸⁷⁾ — che incide sulle decisioni consiliari e assembleari delle società rilevanti

anche autorevolmente sostenuta la tesi opposta, prevale sulla base di argomenti sia grammaticali (la norma parla di partecipazione e non di eccedenza), sia sistematici (nell'art. 121, ove si ha sospensione solo per la parte eccedente, il legislatore lo ha espressamente statuito), la tesi secondo la quale la sospensione coinvolge l'intera partecipazione. Tale opinione pare da preferirsi, non solo per gli argomenti sopra riportati, ma anche per il fatto che una piccola variazione dell'entità di una partecipazione può comportare notevoli ricadute sulle qualità dei poteri ad essa legati; non sembra dunque eccessivo prevedere che il segreto circa l'acquisizione di una determinata posizione di potere sia sanzionato con la totale perdita di influenza»: cfr. M.C. CORRADI, *Art. 120 Tuf*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, Tomo II, Torino, 2012, 1253. Analogo ragionamento può svolgersi per la sospensione del diritto di voto dell'intera partecipazione detenuta da chi, essendovi tenuto, si sia sottratto all'obbligo di promuovere un'offerta pubblica totalitaria - cfr. art. 110, primo comma, del TUF, con un'indicazione testuale questa volta esplicita.

⁽⁸⁶⁾ Le considerazioni qui svolte si applicano parimenti alla sospensione del diritto di voto per chi, avendo già ottenuto l'autorizzazione al superamento di una soglia, incrementi ulteriormente la partecipazione e superi una delle soglie successive. Anche in questo caso il vaglio governativo ha ad oggetto l'accresciuto peso partecipativo ed è in relazione alla sola quota di partecipazione che ecceda l'ulteriore soglia che trova giustificazione la sospensione del diritto di voto. Così, rispetto alle partecipazioni progressive nel capitale delle banche, G. BOCCUZZI (nt. 81), 59.

⁽⁸⁷⁾ Cfr. il quarto comma dell'articolo 1, ove, nel disciplinare l'esercizio della facoltà di veto o condizionamento delle delibere assembleari o consiliari delle società italiane attive nei settori della sicurezza e della difesa nazionale si precisa che « il potere (...) è esercitato nella

per la sicurezza nazionale — manca, per i poteri relativi alla circolazione del capitale, l'esplicitazione del criterio di gradazione tra facoltà di opposizione e facoltà di imposizione di condizioni, ma il principio mi pare immanente alla disciplina e comunque è “recuperato” dall'articolo 6, secondo comma, del già citato “Regolamento per l'individuazione delle procedure per l'attivazione dei poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale”. Il regolamento, infatti, tratta in modo unitario i poteri relativi alla circolazione del capitale e agli atti societari e dispone per entrambi che « la proposta di esercizio dei poteri speciali [ad opera del Ministero responsabile dell'istruttoria] indica dettagliatamente le minacce di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale, nonché l'impossibilità di esercizio dei poteri nella forma di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni », subordinando dunque il ricorso al potere più invasivo (di opposizione) alle sole situazioni in cui l'imposizione delle prescrizioni non garantirebbe adeguatamente la tutela dell'interesse nazionale.

Condizione imprescindibile per l'esercizio dei poteri speciali è, in ogni caso, il nesso logico tra il grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa nazionale e la potenziale influenza che il soggetto notificante potrebbe acquisire all'interno della società in funzione dell'entità della partecipazione acquisita ⁽⁸⁸⁾. In presenza di una effettiva minaccia ⁽⁸⁹⁾, la valutazione del Governo diviene “binaria”: (i) il pregiudizio è ostativo (ossia troppo intenso per essere mitigato e contenuto tramite prescrizioni *ex art.* 1, primo comma, lettera c), nel qual caso il Presidente del Consiglio è legittimato a porre il veto all'acquisto ⁽⁹⁰⁾; ovvero (ii) il Governo, pur ravvisando un *clear and present danger*, giudica di poterlo gestire attraverso l'imposizione di condizioni e prescrizioni all'acquirente *ex art.* 1, primo comma, lettera a) ⁽⁹¹⁾. Il Decreto

forma di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni ogniqualvolta ciò sia sufficiente ad assicurare la tutela degli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale ».

⁽⁸⁸⁾ Cfr. art. 1, primo comma, lettera c) e terzo comma. Come già ricordato, ai fini della valutazione dell'entità della partecipazione si tiene conto anche di eventuali possessi indiretti e patti parasociali con terzi; cfr. art. 1, primo comma, lettera c).

⁽⁸⁹⁾ Da valutarsi, nell'*an* e nell'intensità, in applicazione dei criteri dettati dal terzo comma dell'art. 1.

⁽⁹⁰⁾ Come è in concreto avvenuto nel caso Next Ast, allorché « il Consiglio dei Ministri, ai sensi dell'articolo 1, comma 1, del decreto legge 15 marzo 2012, n. 21, in ragione della tutela degli interessi della difesa e della sicurezza nazionale, ha deliberato di esercitare i poteri speciali, mediante opposizione, relativamente all'operazione di acquisizione da parte di ALTRAN Italia S.p.a. della totalità del capitale sociale di NEXT AST S.r.l. La decisione di opposizione all'operazione di acquisizione è stata presa in considerazione della necessità di specifiche forme di salvaguardia e tutela, valutando che, nel caso di specie, la tutela degli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale non può essere esercitata nella forma di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni » - cfr. comunicato stampa del Consiglio dei Ministri del 2 novembre 2017.

⁽⁹¹⁾ Ad esempio, nel caso di Piaggio Aero Industries S.p.A., allorché « il Consiglio dei Ministri ha deliberato il decreto del Presidente del Consiglio per l'esercizio di poteri speciali,

Golden Power non fornisce indicazioni specifiche sul contenuto concreto delle condizioni che il Governo è legittimato ad imporre *ex art.* 1, primo comma, lettera a), ma ne detta le finalità, individuandole nella sicurezza degli approvvigionamenti, nella segretezza delle informazioni, nel presidio sulla titolarità della tecnologia e nel controllo sulle esportazioni. L'ampia delega operativa affidata dal legislatore al Governo si è tradotta in una prassi applicativa che, pur rispecchiando istituti giuridici e paradigmi nazionali, trae evidente ispirazione dai consolidati meccanismi dell'*approval conditioned on mitigation agreement* adottati dal CFIUS nel contesto del controllo sugli investimenti diretti esteri in imprese strategiche negli U.S.A. ⁽⁹²⁾. Rinvio tuttavia al successivo paragrafo 10 l'analisi delle prescrizioni imposte dal Governo nei principali casi affrontati sino ad oggi poiché mi interessa non tanto la descrizione del loro contenuto quanto piuttosto il profilo della loro (non sempre scontata) coerenza con i principi cardine del diritto societario in tema di *governance*. Egualmente riservo qui, a chiusura della disamina della "fase provvedimentale", soltanto un breve cenno all'ulteriore possibile provvedimento di esercizio dei poteri speciali: l'ordine di vendita delle azioni in caso di opposizione all'acquisto. Il quinto comma dell'articolo 1 del Decreto Golden Power prevede, infatti, che in caso di esercizio del potere di opposizione all'acquisto da parte del Governo, l'acquirente non possa esercitare i diritti di voto o aventi contenuto diverso da quello patrimoniale della partecipazione rilevante e debba cedere le relative azioni entro un anno. Anche in questo caso riterrei valgano i criteri interpretativi proposti in precedenza in relazione al concetto di partecipazione rilevante ⁽⁹³⁾, tanto più che sfuggirebbe la logica di imporre la vendita anche della quota di

come definiti dal decreto-legge n. 21 del 2012, riguardo l'acquisizione da parte di Mubadala Development Company delle quote di maggioranza di Piaggio Aero Industries S.p.A. Il Governo, esercitando i propri poteri speciali di sorveglianza su tutte le attività che sono connesse allo svolgimento della funzione istituzionale della difesa e della sicurezza nazionale, si è espresso positivamente per l'acquisizione, indicando specifiche condizioni per la tutela delle capacità tecnologiche e industriali, della continuità di produzione, delle attività di rilevanza strategica sviluppate da Piaggio Aero Industries S.p.A., in particolare nel settore dei velivoli a pilotaggio remoto»: cfr. comunicato stampa del Consiglio dei Ministri del 18 aprile 2014.

⁽⁹²⁾ « CFIUS may enter into or impose (and enforce) any agreement or condition with any party to a transaction in order to mitigate any national security threat that arises in connection with the transaction, and CFIUS may refuse to approve a transaction until a satisfactory agreement is in place. Mitigation agreements have become increasingly prevalent in CFIUS reviews, particularly for transactions involving classified contracts or critical infrastructural sectors such as energy, telecommunications and transportation. Typical agreements might require a security plan, restrictions on foreign personnel, restrictions on locating assets outside the United States, reserving certain matters to U.S. management and reporting or cooperation obligations. In more difficult cases, a sensitive business may have to be segregated in a subsidiary with an independent board. »: cfr. *U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets* (nt. 73), 29-114.

⁽⁹³⁾ Come, proseguendo il parallelo con la disciplina del TUB, avviene nel contesto dell'ordine di vendita *ex art.* 24: cfr. *ex multis*, A. SACCO GINEVRI (nt. 80), 261.

azioni che il venditore potrebbe successivamente riacquistare legittimamente ⁽⁹⁴⁾. Di nuovo, il tema assume ovviamente rilievo solo per le società quotate per le quali il legislatore ha previsto una franchigia iniziale del 3% e successive soglie di intervento governativo; per le società non quotate, la scelta di non prevedere un quantitativo minimo quale presupposto per l'obbligo di notifica determina necessariamente la piena identità tra la « partecipazione rilevante » e le azioni colpite dall'obbligo di vendita. Piuttosto, una *nuance* differente potrebbe cogliersi nel caso in cui un soggetto che già fosse stato autorizzato al possesso di una partecipazione superiore ad una delle soglie, si vedesse negare il nullaosta ad un acquisto incrementale oltre soglia. In questo caso, infatti, senza volermi addentrare nel complesso problema dell'esaurimento del potere amministrativo, non mi sentirei di escludere che le ragioni addotte dal Governo per opporsi all'acquisto incrementale possano comportare anche, in funzione di fattori sopravvenuti, una rivalutazione dell'interesse pubblico relativamente agli acquisti precedenti, giustificando quindi un ordine di vendita non solo delle azioni incrementali ma dell'intera partecipazione (o, nel caso di società quotata, della partecipazione che ecceda la soglia del 3% che è libera *erga omnes*). Nel caso in cui l'acquirente non dovesse ottemperare all'ordine del Governo di cessione delle azioni, il Tribunale, su richiesta della Presidenza del Consiglio, ne disporrebbe la vendita secondo le procedure previste dall'articolo 2359-ter cod. civ. ⁽⁹⁵⁾.

Infine, a chiusura del sistema, i commi quinto e ottavo dell'art. 1 prevedono sanzioni pecuniarie per il caso, rispettivamente, di inadempimento alle prescrizioni e di omessa notifica.

⁽⁹⁴⁾ *Contra*, ma senza argomentare specificamente sul punto, salvo per un richiamo alla disciplina egualmente ambigua della *golden share*, L. ARDIZZONE - M. VITALI (nt. 40), 947: « (...) al pari di quanto previsto dalla l. 474/94, deve essere alienata, entro l'anno, l'intera partecipazione e non solo la parte eccedente la soglia ritenuta rilevante »; quest'ultimo inciso riprende un commento di C. SAN MAURO sulla norma dell'epoca: cfr. *La disciplina della golden share dopo la sentenza della Corte di giustizia C-326/07*, in *Concorrenza e Mercato* 2010, 413.

⁽⁹⁵⁾ Il costrutto rispecchia quello del comma 3 del TUB prima della modifica apportata dal D.lgs. n. 21/2010 in attuazione della Direttiva 2007/44/CE, allorquando « era previsto il potere della Banca d'Italia di richiedere al tribunale la vendita coattiva delle partecipazioni detenute in violazione del divieto posto a presidio del principio di separatezza tra banca e industria (ormai abrogato ad opera dell'art. 14 del d.l. n. 185/2008, conv. in legge n., 2/2009). In dottrina se ne è dedotto che, essendo venuta meno la vendita coattiva di cui sopra, l'obbligo di alienazione rimarrebbe privo di *enforcement* ove dovesse essere disatteso, giacché il solo potere che sembrerebbe residuare in capo alla Banca d'Italia parrebbe quello di *moral suasion* »: cfr. A. SACCO GINEVRI (nt. 80), 261. Se nel caso dell'ordine di cessione delle azioni il governo ha dunque previsto un effettivo potere di *enforcement*, così non è avvenuto per l'intero spettro provvidenziale dei poteri speciali, come si vedrà nel successivo paragrafo 6, *in fine*. Peraltro, qualora si dovesse effettivamente giungere ad una fase esecutiva dell'ordine di vendita, gli azionisti terzi potrebbero essere esposti ad un *vulnus* collaterale, atteso che la procedura di vendita *ex art. 2359-ter* cod. civ. può portare, in ultima istanza, allo scioglimento della società (cfr. il combinato disposto degli artt. 2359-ter e 2497-quater cod. civ.).

6. I poteri speciali sulle società italiane attive nei settori della sicurezza e della difesa nazionale presidiano poi il versante endosocietario, con la facoltà del Governo di subordinare l'efficacia delle delibere consiliari o assembleari più rilevanti all'adozione, da parte della società, di specifiche misure a tutela degli interessi nazionali (cfr. art. 1, quarto comma) ovvero di opporre il veto nei casi in cui la minaccia⁽⁹⁶⁾ che ne deriverebbe alla sicurezza nazionale sia troppo intensa per essere mitigata da prescrizioni (cfr. combinato disposto dell'art. 1, primo comma, lettera *b*) e quarto comma). Anche la disciplina dei poteri speciali endosocietari è frammentata, senza un preciso ordine consequenziale, in più commi dell'articolo 1, sì da imporre all'interprete, innanzi tutto, uno sforzo preliminare di ordinata ricostruzione della sequenza normativa. In questa logica, il punto di partenza mi pare si debba rinvenire nel comma quarto, ove si prevede che l'impresa in procinto di adottare una delibera o atto che rientri tra quelli sottoposti al vaglio dei poteri speciali *ex* art. 1, primo comma, lettera *b*), debba notificare il proprio intendimento alla Presidenza del Consiglio dei Ministri. Ora, l'elenco è (almeno apparentemente) esaustivo per quanto attiene alle delibere di competenza assembleare (delibere di fusione, di scissione, di trasferimento della sede all'estero, di mutamento dell'oggetto sociale, di scioglimento della società⁽⁹⁷⁾ e di modifica delle clausole statutarie di limite al possesso di diritti di voto *ex* art. 2351, terzo comma, cod. civ. o *ex* art. 3, primo comma, del D.L. n. 332/1994⁽⁹⁸⁾), mentre è tendenzialmente solo esemplificativo sul piano degli atti gestori. La lista, infatti, affianca ad una fattispecie tipica (cessione di azienda o di suoi rami) una definizione potenzialmente suscet-

⁽⁹⁶⁾ Da valutarsi, nell'*an* e nell'intensità, in applicazione dei criteri dettati dal combinato disposto del secondo e terzo comma dell'art. 1.

⁽⁹⁷⁾ Il potere di veto sulla deliberazione di scioglimento solleva più di una perplessità. Se il riferimento è alla liquidazione volontaria, mi chiedo come un divieto di liquidazione possa conciliarsi con il principio costituzionale della libertà di impresa *ex* art. 41, primo comma, della Costituzione, in forza del quale, tra l'altro, « lo Stato non può imporre ai singoli le attività da svolgere » (C. LAVAGNA, *Istituzioni di diritto pubblico*, Torino 1985, 440); laddove gli azionisti ritenessero infatti di esprimere il proprio voto per una cessazione dell'attività sociale, non vedo come la loro decisione potrebbe essere posta nel nulla da un ordine di segno opposto del Governo. Semmai, ove l'attività fosse ritenuta strategica per la nazione, lo strumento per assicurarne la continuazione dovrebbe piuttosto rinvenirsi nella nazionalizzazione ai sensi dell'articolo 43 della Costituzione. Se poi il riferimento fosse (anche) alla liquidazione ai sensi del combinato disposto degli articoli 2447 e 2484, primo comma, n. 4 cod. civ., l'effetto dello scioglimento si verificherebbe *ex lege*, sicché l'esercizio del potere speciale non potrebbe certo sovvertire la situazione. Mi pare dunque che rispetto alla delibera di scioglimento il potere speciale possa essere esercitato, in concreto, solo nella forma delle prescrizioni, ossia imponendo alla società condizioni e cautele nella fase della cessazione dell'attività e della conseguente liquidazione dei beni al fine di evitare la dispersione del *know how* aziendale e di programmare un ordinato *phase out* nelle forniture al sistema difesa.

⁽⁹⁸⁾ Recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni, convertito in l. 30 luglio 1994 n. 474, come successivamente modificata (da ultimo proprio con il Decreto Golden Power: cfr. art. 3).

tibile di ricomprendere ogni atto dispositivo (cessione di diritti reali o di utilizzo su beni materiali o immateriali o assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego). Peraltro, la legge non prevede espressamente che il vaglio del Governo sia limitato a quegli atti dispositivi che incidono su beni aziendali direttamente rilevanti per la sicurezza nazionale ⁽⁹⁹⁾, sicché, in base al tenore letterale della norma, una società che operi nel settore della sicurezza nazionale risulterebbe soggetta all'obbligo di notifica anche laddove intendesse cedere o concedere in locazione cespiti (ad esempio immobili o beni fungibili) di nessun reale interesse fini della sicurezza nazionale. Il risultato sarebbe ovviamente paradossale, poiché, senza alcuna utilità, si ingesserebbe, per un verso, l'ordinaria amministrazione aziendale e, per altro verso, verrebbero inflazionate le strutture governative deputate all'istruttoria sulle notifiche di *golden power*. Soccorre, dunque, una doverosa interpretazione dell'articolo 1, primo comma, lettera *b*), del Decreto Golden Power coerente con la *ratio* che lo ispira, intuibile di per sé e comunque chiaramente esplicitata nel secondo comma della disposizione ove si legge che « al fine di valutare la minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale (...) il Governo considera [tra l'altro] la rilevanza strategica dei beni (...) ». Se ne ricava, *a contrario*, che la cessione di *assets* ontologicamente privi di rilevanza strategica fuoriesce dalla logica del vaglio istruttorio ad opera del Governo, fermo restando, ovviamente, che ricade nella responsabilità dell'impresa valutare se la delibera o l'atto abbia o meno ad oggetto beni (anche solo potenzialmente) di rilievo strategico. In questo senso, il D.P.R. 6 giugno 2014 n. 108 ⁽¹⁰⁰⁾, nell'individuare le attività di rilevanza strategica nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, rappresenta un utile strumento interpretativo per identificare quali siano i sistemi produttivi ritenuti strategici, sì da escludere, di converso, dall'applicazione normativa gli atti dispositivi di beni, che per quanto posseduti da aziende strategiche, siano (i) del tutto fungibili con beni equivalenti liberamente disponibili sul mercato e, al contempo, (ii) privi di un nesso strumentale immediato con sistemi produttivi "sensibili" per la difesa e alla sicurezza nazionale ⁽¹⁰¹⁾. Mi pare, del resto, che la prassi applicativa dell'articolo 1, primo comma, lettera *b*), del Decreto Golden Power confermi questa lettura; dalla casistica desumibile dai comunicati della Presidenza del Consiglio emerge, infatti, che sono stati sottoposti al vaglio go-

⁽⁹⁹⁾ A differenza di quanto avviene nell'analoga disposizione dettata dall'art. 2, secondo comma, per le società « infrastrutturali e di alta tecnologia », ove è la norma a precisare che oggetto di notifica sono gli atti e le delibere che incidano sulla titolarità o disponibilità degli attività strategici.

⁽¹⁰⁰⁾ Contenente "Regolamento per l'individuazione delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale a norma dell'articolo 1, comma 1, del decreto-legge 15 marzo 2012 n. 21".

⁽¹⁰¹⁾ Comprensivo, ovviamente, delle fasi di progettazione, manutenzione e logistica: cfr. art. 1 del Regolamento citato nella nota precedente.

vernativo esclusivamente atti dispositivi relativi a beni intrinsecamente rilevanti per la sicurezza nazionale ⁽¹⁰²⁾. Né assume rilievo, in questa analisi, il

⁽¹⁰²⁾ Cfr., tra gli altri, Consiglio dei Ministri del 3 marzo 2015: « su proposta del Presidente, Matteo Renzi, il Consiglio dei Ministri ha deliberato di non esercitare i poteri speciali ed ha consentito al decorso dei termini temporali, come previsto dall'ordinamento, in relazione alle seguenti operazioni: (...) operazione di cessione di know-how aziendale per la realizzazione di materiale nel settore della difesa di B-Max s.r.l. »; Consiglio dei Ministri del 31 luglio 2015: « il Consiglio dei ministri ha accolto la proposta del Ministro della difesa Roberta Pinotti, di non esercitare i poteri speciali in relazione all'operazione di cessione di quote detenute da GE AVIO S.r.l. nella joint venture XAXAC alla società XAE, in quanto l'operazione non comporta cessione di capacità tecnologiche o industriali in attività strategiche svolte da GE Avio S.r.l. e pertanto non si ravvisano minacce per gli interessi essenziali della difesa e dell'interesse nazionale »; Consiglio dei Ministri del 15 giugno 2016: « il Consiglio dei ministri ha approvato un DPCM col quale il Governo esercita i poteri speciali, conferiti dal decreto legge n. 21 del 2012 e dell'art. 4 del decreto del Presidente della Repubblica n. 35 del 2014 per tutelare interessi dello Stato in settori strategici, attraverso specifiche prescrizioni in merito all'operazione di cessione del ramo d'azienda GeoRadar da parte di Ingegneria dei sistemi S.p.a. (IDS) ad Hexagon Geosystems Services s.p.a., notificata da parte delle società IDS ed Hexagon. In particolare il Consiglio ha prescritto alle società interessate di adottare soluzioni tecniche ed organizzative volte a preservare il patrimonio tecnologico, nonché soluzioni gestionali ed organizzative che assicurino il rispetto di quanto previsto dalla normativa vigente in materia di produzione, esportazione, transito, uso, tracciabilità, registrazione e archiviazione dei materiali riconducibili alle tecnologie oggetto dell'operazione »; Consiglio dei Ministri del 14 luglio 2016: « il Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro della difesa, Roberta Pinotti, ha deliberato in favore dell'emanazione di un Dpcm che autorizza, con specifiche prescrizioni, l'operazione di cessione del ramo d'azienda denominato StarMill da parte della società Thales Italia S.p.a. a favore della società Sapura Thales Electronics Sdn Bhd (STE) (Malesia), a norma dell'art. 1 del decreto legge n. 21 del 2012 e dell'art. 4 del decreto del Presidente della Repubblica n. 35 del 2014 »; Consiglio dei Ministri del 23 settembre 2016: « il Consiglio dei ministri ha deliberato di non esercitare i poteri speciali previsti dalle norme vigenti e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione all'operazione di cessione, da parte di Calzoni S.r.l. a Leonardo Finmeccanica S.p.a., di diritti di proprietà intellettuale riguardanti sistemi per la marina militare. Non si configurano infatti controindicazioni sull'idoneità e adeguatezza dell'operazione rispetto alla tutela degli interessi strategici dello Stato, in quanto nei confronti della Finmeccanica Leonardo S.p.a. sono già previste forme regolari di controllo da parte dello Stato »; Consiglio dei Ministri del 19 ottobre 2017: « il Consiglio dei ministri ha deliberato di non esercitare i poteri speciali previsti dalle norme vigenti e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione all'operazione di cessione, da parte di Calzoni S.r.l. a Leonardo Finmeccanica S.p.a., di diritti di proprietà intellettuale riguardanti sistemi per la marina militare. Non si configurano infatti controindicazioni sull'idoneità e adeguatezza dell'operazione rispetto alla tutela degli interessi strategici dello Stato, in quanto nei confronti della Finmeccanica Leonardo S.p.a. sono già previste forme regolari di controllo da parte dello Stato »; Consiglio dei Ministri del 1° dicembre 2017: « il Consiglio dei Ministri, su proposta del Presidente Paolo Gentiloni, ha deliberato: di non esercitare i poteri speciali e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione all'operazione di sottoscrizione, da parte della società AVIO, di un contratto di licenza con la società MT Aerospace AG, per la fabbricazione di componenti per lanciatori spaziali (Settore difesa e sicurezza nazionale); di non esercitare i poteri speciali e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione all'operazione di concessione di licenza d'uso a terzi di diritti di proprietà intellettuale, da parte di LEONARDO S.p.a., all'agenzia Nato Helicopters Management Agency, per la produzione del sistema NGIFF su elicotteri militari (Settore difesa e sicurezza nazionale) »; Consiglio dei Ministri del 22 dicembre 2017: « il Consiglio dei Ministri, su

fatto che il Governo si sia ritenuto competente su di un'operazione di scissione di un compendio immobiliare da parte di una società strategica per la difesa ⁽¹⁰³⁾: a differenza degli atti gestori che formano oggetto di una definizione normativa aperta, l'elencazione degli atti di competenza assembleare soggetti all'obbligo di notifica è infatti tassativa, posto che identifica un numero chiuso di fattispecie. Piuttosto, un ulteriore spunto sulla prassi applicativa può trarsi dalla recente notifica di un'operazione il cui contenuto pare svilupparsi più sul piano dell'organizzazione dell'impresa che sul versante dispositivo ⁽¹⁰⁴⁾, a testimonianza della tendenza sostanzialista del

proposta del Presidente Paolo Gentiloni, ha deliberato di non esercitare i poteri speciali e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione al procedimento concernente la partecipazione della LEONARDO S.p.a. alla gara indetta dalla United States Air Force (USAF) per l'acquisto di elicotteri, in esito alla quale potrà prevedersi la concessione alla società Boeing e alla United States Air Force della licenza d'uso di dati tecnici relativi ad uno specifico modello di elicottero (Settore difesa e sicurezza nazionale) »; Consiglio dei Ministri del 19 gennaio 2018: « il Consiglio dei Ministri, su proposta del Presidente Paolo Gentiloni, ha deliberato di non esercitare i poteri speciali e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione all'operazione di acquisizione del ramo di azienda di ELV S.p.a. inerente allo sviluppo, produzione e commercializzazione lanciatori da parte di AVIO S.p.a. (Settore difesa e sicurezza nazionale) »; Consiglio dei Ministri dell'8 febbraio 2018: « il Consiglio dei Ministri, su proposta del Presidente Paolo Gentiloni, ha deliberato di non esercitare i poteri speciali e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione all'operazione di affitto, da parte di MAGICOM Ingegneria S.r.l., di un ramo dell'azienda S.T.E. (Settore difesa e sicurezza nazionale) »; Consiglio dei Ministri del 10 aprile 2018: « il Consiglio dei Ministri, su proposta del Presidente Paolo Gentiloni, ha deliberato di non esercitare i poteri speciali e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione all'operazione di cessione a Leonardo S.p.a. della proprietà del know how relativa a un prodotto finalizzato alla sicurezza del transito navale da parte della Orizzonte sistemi navali S.p.a., in quanto l'operazione non presenta profili di criticità »; Consiglio dei Ministri del 17 aprile 2018: « il Consiglio dei Ministri ha deliberato: di esercitare i poteri speciali, mediante l'imposizione di specifiche prescrizioni, in relazione all'operazione, notificata dalle società Avio S.p.a. e Ge Avio S.r.l., per la concessione alla società ArianeGroup GmBh di una licenza d'uso relativa allo sviluppo di materiale aerospaziale, nell'ambito di un programma di ricerca congiunto con alcuni partner europei; la modifica delle prescrizioni e delle condizioni imposte con il decreto del Presidente del Consiglio dei ministri del 19 ottobre 2017, relativamente all'esercizio dei poteri speciali, con imposizione di specifiche prescrizioni e condizioni, nei confronti di Piaggio Aero, PAC-Investements SA, MDC PA Cooperatief U.A. e MUBADALA Development Company PJSC e NewCo., in relazione all'operazione di vendita del ramo d'azienda EVO ».

⁽¹⁰³⁾ Cfr. Consiglio dei Ministri del 10 maggio 2016: « il Consiglio dei ministri ha deciso di non esercitare i poteri speciali e di consentire il decorso dei termini temporali in relazione all'operazione infragruppo di scissione parziale e proporzionale delle partecipazioni Salaria Real Estate s.r.l. e Tiburtina Real Estate s.r.l. interamente detenute da Vitrociset s.p.a. La scissione, proporzionale alle quote di possesso delle società controllanti di Vitrociset s.p.a., (Ciset s.r.l. e Finmeccanica s.p.a.), è finalizzata ad un processo di riorganizzazione del gruppo Ciset, destinato all'ingresso di un nuovo socio interessato ad acquisire la sola componente industriale ».

⁽¹⁰⁴⁾ Cfr. Consiglio dei Ministri del 3 marzo 2017: « il Consiglio dei ministri ha esaminato l'operazione di trasferimento della produzione di componenti destinati alle forze armate italiane dagli stabilimenti della GE AVIO s.r.l. di Rivalta (TO) a quelli della General Electric Company con sede negli Stati Uniti d'America. Tenuto conto dell'istruttoria compiuta dalla

Governo nell'esercizio dei poteri speciali (non solo nel campo delle imprese della difesa, ma, come si vedrà nel prosieguo, anche nel contesto delle imprese attive nei settori rilevanti *ex art. 2*). Ciò detto, mi limiterò qui a pochi cenni sulla fase istruttoria, che ricalca quasi pedissequamente il modello già descritto per i poteri speciali relativi alla circolazione del capitale. L'impresa che intenda adottare una delibera, assembleare o gestoria, ricompresa nella lista dettata dall'art. 1, primo comma, lettera *b*), deve notificare alla Presidenza del Consiglio un'informativa completa; la decisione del Governo deve essere assunta entro quindici giorni dalla notifica, salva la possibilità di sospendere il termine, per una sola volta e per massimi dieci giorni, nel caso in cui sia necessario richiedere all'impresa un supplemento informativo ⁽¹⁰⁵⁾. A differenza tuttavia dei poteri speciali che incidono sulla circolazione del capitale, la società non può perfezionare l'atto e sottoporlo poi al vaglio del Governo, ma deve necessariamente condizionarne l'efficacia al nulla osta governativo ovvero notificare un progetto non ancora approvato dagli organi sociali. Sia l'articolo 1, quarto comma, del Decreto Golden Power sia le disposizioni regolamentari attuative richiedono, infatti, che vengano notificati al Governo delibere o atti « da adottare », mentre il quinto comma (relativo all'acquisto di partecipazioni) consente anche la notifica di un acquisto già intervenuto. Decorso i termini per il completamento del vaglio governativo, l'operazione, ove non sia stato esercitato il potere di veto, può essere compiuta, eventualmente nel rispetto delle prescrizioni e condizioni imposte. La violazione degli obblighi di notifica e *stand still* imposti dall'art. 1, quarto comma, determina la nullità degli atti compiuti.

Il legislatore si è peraltro fatto carico anche di disciplinare l'ipotesi in cui un'operazione venga posta in essere in assenza di notifica o in presenza di un divieto a compierla: in tale eventualità, « il Governo può (...) ingiungere alla società e all'eventuale controparte di ripristinare a proprie spese la situazione anteriore ». La previsione solleva tuttavia più di un dubbio sulla sua concreta coercibilità, e impone di interrogarsi sull'adeguatezza — e sulla coerenza coi fini che il Decreto Golden Power si propone di perseguire — dei suestesi meccanismi rimediali. Se infatti la sanzione della nullità dell'atto può, per sé, costituire un adeguato rimedio con riferimento ad alcune delle fattispecie contemplate dall'art. 1, comma 1, lettera *b*) (si pensi ai casi del trasferimento di azienda, di ramo d'azienda, di società controllata, o a quelli di cessione di diritti reali o di utilizzo relative a beni materiali o immateriali),

Presidenza del Consiglio, che ha valutato congiuntamente al Ministero della difesa gli aspetti connessi, il Consiglio dei ministri ha autorizzato l'operazione imponendo specifiche prescrizioni a garanzia dell'idoneità e dell'adeguatezza dell'operazione ai fini della tutela degli interessi strategici dello Stato ».

⁽¹⁰⁵⁾ Anche in questo caso le regole procedurali sono meglio dettagliate nel DPR 19 febbraio 2014 n. 35 che detta disposizioni comuni a tutti i poteri speciali nel settore della difesa e della sicurezza nazionale.

a diverse conclusioni si giunge in altri casi. Nelle ipotesi di atti di fusione o scissione societaria, la sanzione della nullità della deliberazione non pare costituire, da sola, un rimedio sufficiente; tantopiù alla luce dell'art. 2504-*quater* cod. civ. (richiamato, in materia di scissione, dall'art. 2506-*ter*, comma 5, cod. civ.) che impedisce che profili di invalidità dell'atto di fusione (o di scissione) possano essere sollevati successivamente all'iscrizione dell'atto nei registri delle imprese competenti, limitando la tutela degli eventuali danneggiati al diritto al risarcimento del danno. Per consentire una reale tutela dell'interesse nazionale è infatti possibile (e prevedibile) che si renda necessaria una pressoché completa elisione degli effetti della delibera; ne discende che né l'eventuale ristoro economico derivante dall'art. 2504-*quater* cod. civ., né tantomeno la sanzione patrimoniale prevista dallo stesso Decreto Golden Power possono bastare. *Prima facie*, un possibile rimedio parrebbe rinvenirsi nel menzionato potere del Governo di « ingiungere alla società e all'eventuale controparte di ripristinare a proprie spese la situazione anteriore ». Tuttavia, da un lato, lo smantellamento dell'operazione societaria illegittimamente posta in essere può richiedere l'intervento di soggetti ulteriori rispetto a quelli indicati dalla previsione normativa (si pensi al caso della fusione societaria: una volta iscritto l'atto di fusione illegittimo, il ripristino della situazione originaria richiede l'esecuzione di un'operazione di scissione uguale e contraria, che non può in nessun caso essere posta in essere in difetto della volontà dei soci della società scindenda); dall'altro lato, l'eventuale inerzia dei destinatari del provvedimento di ingiunzione potrebbe precludere la tutela in forma specifica dell'interesse pubblico. La possibilità di imporre coattivamente l'adempimento degli obblighi che discendono dal provvedimento, infatti, soggiace alla disciplina dell'art. 21-*ter* della legge 7 agosto 1990, n. 241 sul procedimento amministrativo, che legittima l'esecuzione coattiva nei (soli) casi in cui la legge lo preveda e detti altresì le concrete modalità di esecuzione. In relazione a quest'ultimo profilo, tuttavia, il Decreto Golden Power è (quasi) del tutto silente: se infatti all'inadempimento all'obbligo di fare la disposizione ricollega la possibilità di irrogare una sanzione pecuniaria, *ne verbum quidem* si legge in merito al potere di intervenire direttamente sui processi endosocietari della società interessata per attuare quella tutela in forma specifica dalla quale, in ragione della rilevanza degli interessi salvaguardati dal Decreto Golden Power, non ritengo possa prescindere. L'assenza di un adeguato supporto normativo per l'esecuzione coattiva delle misure ripristinatorie sembra peraltro trovare conferma sia nel citato "Regolamento per l'individuazione delle procedure per l'attivazione dei poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale", ove all'articolo 6, comma 3, lettera *d*) si limita a disporre che il provvedimento individui « le sanzioni previste dal decreto-legge in caso di inottemperanza », anche tenendo conto di quanto previsto all'articolo 8 del regolamento stesso, che tratta delle

(sole) sanzioni amministrative pecuniarie, sia (a contrario) ⁽¹⁰⁶⁾ nel disposto dell'art. 1, comma 5 del Decreto Golden Power, che regola espressamente il rimedio in caso di inerzia: « in caso di mancata ottemperanza » all'obbligo di cessione della partecipazione rilevante successivo all'esercizio del potere di opposizione all'acquisto, « il tribunale, su richiesta della Presidenza del Consiglio dei Ministri, ordina la vendita delle suddette azioni secondo le procedure di cui all'articolo 2359-ter del codice civile ». Uno strumento residuale di tutela dell'interesse statale potrebbe invero ricercarsi nell'art. 650 cod. pen., che punisce la mancata osservanza dei provvedimenti dell'autorità per ragioni, *inter alia*, di sicurezza pubblica o di ordine pubblico. Ma si tratta pur sempre di un mezzo di tutela che consente solo in via mediata e ipotetica di realizzare l'interesse pubblico, in forza del *metus* che ne consegue in capo all'organo amministrativo della società interessata che dovesse rendersi inadempiente all'ordine dell'autorità; la norma pare peraltro difficilmente applicabile alla fattispecie oggetto di analisi, in considerazione della natura sussidiaria dell'art. 650 cod. pen. e della sussistenza di una specifica sanzione (pecuniaria) per il caso di violazione del provvedimento. Pure manifestamente inadeguato pare il rimedio civilistico offerto dall'art. 2409 cod. civ. per il caso in cui la società obbligata sia una società per azioni (ai fini della realizzazione del provvedimento del Governo occorrerebbe la nomina di un amministratore giudiziario, all'esito di un procedimento che può essere instaurato unicamente da organi della società o, solo nei casi di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, dal pubblico ministero), mentre maggiori possibilità di intervento dell'autorità amministrativa paiono sussistere soltanto in relazione alle società cooperative, giusta il disposto dell'art. 2545-sexiesdecies cod. civ. Le considerazioni sopra espresse inducono a ritenere che il Decreto Golden Power, per come è oggi congegnato, non offra al Governo sufficienti mezzi per dar concreta esecuzione ai propri provvedimenti ripristinatori, giacché la minaccia della sanzione amministrativa pecuniaria (e, ricorrendone i presupposti, di quella penale) sono strumenti di mera persuasione, e non di coazione diretta dei soggetti obbligati.

È dunque auspicabile, *de iure condendo*, che il legislatore intervenga dettando una puntuale disciplina sul punto (senza attendere il concretizzarsi delle problematiche qui individuate, che imporrebbero di porvi rimedio facendo ricorso alla decretazione d'urgenza) per consentire alla pubblica amministrazione di ricorrere — nel caso di inerzia da parte dei destinatari del provvedimento di ingiunzione di cui all'art. 1, comma 4, del Decreto Golden Power — a quello che è lo strumento principe per incidere (rigorosamente entro il limite di quanto necessario al perseguimento dell'interesse pubblico)

⁽¹⁰⁶⁾ In argomento vedi la precedente nota 95.

sulla gestione della società, ossia alla nomina di uno o più commissari straordinari.

7. I poteri speciali del Governo nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e dell'alta tecnologia *ex art. 2* del Decreto Golden Power ⁽¹⁰⁷⁾ rispecchiano in larga misura la struttura dell'articolo 1, ma con alcune importanti differenze. Per economia di trattazione, nel presente paragrafo ed in quello successivo, ripercorrerò quindi la struttura dell'articolo 2 soltanto nella misura necessaria ad evidenziarne le specificità, partendo, anche in questo caso, dalle regole relative alla circolazione del capitale. Diversamente, come si è visto, dai poteri speciali *ex art. 1* che si attivano ben prima dell'acquisto di una partecipazione di controllo e che prescindono dalla nazionalità del soggetto acquirente, la circolazione del capitale delle società « infrastrutturali e di alta tecnologia » è sempre libera tra soggetti intra-comunitari (salvo quanto si dirà, nel successivo paragrafo 9, in funzione di una prassi applicativa che, per quanto difforme rispetto al tenore della norma, sembra essersi ormai consolidata) e diviene soggetta al vaglio governativo nel solo caso in cui l'acquisto determini il trasferimento del controllo nelle mani di un soggetto esterno all'Unione Europea ⁽¹⁰⁸⁾. Dispone, infatti, il quinto comma dell'articolo 1 che: « l'acquisto a qualsiasi titolo da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di partecipazioni in società che detengono attivi [nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e dell'alta tecnologia come individuati nei regolamenti attuativi della presente legge] tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo ⁽¹⁰⁹⁾ della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto (...) è notificato entro dieci giorni alla Presidenza del Consiglio »; nel qual caso, ai sensi del sesto comma, il Governo,

⁽¹⁰⁷⁾ Analogamente al meccanismo previsto per la difesa e la sicurezza nazionale *ex art. 1* del Decreto Golden Power, anche i settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni sono stati individuati tramite apposito regolamento (DPR 25 marzo 2014 n. 85 recante « Regolamento per l'individuazione degli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni »). Alla data di questo articolo non risulta invece ancora adottato il regolamento per l'individuazione delle attività di alta tecnologia; l'estensione dei poteri speciali a questo settore è frutto di una integrazione del Decreto Golden Power intervenuta solo nel 2017 (comma 1^{ter} dell'articolo 2 aggiunto *ex art. 14* del D.L. 16 ottobre 2017 n. 148). Per brevità espositiva, utilizzerò, nel prosieguo del presente articolo, l'espressione "società infrastrutturali e di alta tecnologia" per identificare le società che posseggano gli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e dell'alta tecnologia.

⁽¹⁰⁸⁾ Per tale intendendosi qualsiasi persona fisica e 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 stabilito (cfr. art. 1, quinto comma).

⁽¹⁰⁹⁾ Ai sensi dell'articolo 2359 cod. civ. e del TUF e con la precisazione che nel computo della partecipazione rilevante si tiene conto delle azioni detenute da eventuali terzi con cui l'acquirente abbia stipulato patti parasociali (cfr. art. 1, quinto comma).

« qualora l'acquisto (...) comporti una minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato (...) ovvero un pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico » può, entro quindici giorni dalla notifica dell'operazione ⁽¹¹⁰⁾, subordinare l'efficacia dell'acquisto « all'assunzione da parte dell'acquirente di impegni diretti a garantire la tutela dei predetti interessi » ovvero, opporsi al trasferimento del controllo in presenza di circostanze eccezionali che non consentano di eliminare i rischi per gli interessi essenziali dello stato attraverso l'adozione di apposite misure e prescrizioni ⁽¹¹¹⁾.

Come già si è visto per i meccanismi dell'art. 1, in pendenza dell'iter istruttorio, i poteri di voto e amministrativi della partecipazione rilevante sono sospesi; in caso di esercizio del potere di opposizione, l'acquirente deve vendere le azioni entro un anno soggiacendo, altrimenti, al potere di *enforcement* del Governo, che è legittimato a richiedere al Tribunale di ordinarne la vendita (anche in questo caso, secondo le procedure dell'art. 2359-ter cod. civ.: cfr. art. 2, quinto comma). Sia per quanto attiene alla sospensione dei diritti sia per quanto attiene all'eventuale ordine di vendita, riterrei che per partecipazione rilevante debba intendersi l'intera partecipazione posseduta dall'acquirente solo nell'ipotesi in cui l'acquisto del controllo avvenga *uno actu*. Qualora invece l'acquisizione del controllo si realizzi per effetto di un acquisto marginale che si innesti su un preesistente possesso, la notifica diverrebbe dovuta solo in funzione dell'ultimo acquisto in quanto « tale da determinare [l'] assunzione del controllo », sicché ad essere assoggettato alle regole di sospensione e potenziale cessione coattiva dovrebbero essere solo le relative azioni. Sino alla soglia del controllo, infatti, il possesso partecipativo nelle società che ricadono nel perimetro applicativo dell'art. 2 non comporta alcun obbligo di notifica né è assoggettato ad alcun potere speciale.

8. Specularmente all'art. 1, anche per le società « infrastrutturali e di alta tecnologia » è previsto che il Governo disponga di poteri speciali di intervento su determinati atti societari, di competenza, a seconda dei casi, dell'assemblea dei soci o dell'organo amministrativo. Tuttavia, mentre l'art. 1, primo comma, lettera b), utilizza espressioni il cui significato tecnico è

⁽¹¹⁰⁾ Per una evidente svista del legislatore manca qui la previsione della possibilità di sospendere l'istruttoria per un periodo massimo di dieci giorni laddove si renda necessaria l'acquisizione di ulteriori informazioni. Per il resto, infatti, le regole sulla scansione temporale, sul funzionamento e sugli effetti dell'istruttoria sono identiche nei due casi disciplinati dall'art. 1 (circolazione del capitale e atti endosocietari per le società rilevanti per il settore della sicurezza nazionale) e nei due casi previsti dall'art. 2 (circolazione del capitale e atti endosocietari per le società « infrastrutturali e di alta tecnologia »).

⁽¹¹¹⁾ A differenza dell'articolo 1 che disciplina in commi separati i criteri per la valutazione della minaccia cui consegue il ricorso ai poteri speciali nei casi di circolazione del capitale e di atti endosocietari, i parametri dell'intervento governativo *ex art. 2* del Decreto Golden Power sono invece comuni alle due fattispecie (cfr. comma 7 dell'art. 2).

inequivoco, altrettanto non può dirsi dell'art. 2, secondo comma, del Decreto Golden Power. Dispone la norma che « qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da una società che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1 o 1 *ter*, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione, comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento all'estero della sede sociale, il mutamento dell'oggetto sociale o lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'articolo 2351, terzo comma, 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, come da ultimo modificato dall'articolo 3 del presente decreto, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia, è notificato, entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei Ministri dalla società stessa. Sono notificate nei medesimi termini le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione concernenti il trasferimento di società controllate che detengono i predetti attivi ». Vari sono i profili di ambiguità testuale, a partire della stessa matrice logica della norma che esordisce con una definizione generale del proprio perimetro applicativo (« qualsiasi delibera, atto o operazione (...) che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi [strategici] o il cambiamento della loro destinazione »), ma poi ne declina una lista esemplificativa (« comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto (...) ») in cui più d'una fattispecie nulla ha a che vedere con la titolarità, la disponibilità o la destinazione degli attivi strategici. Le delibere di trasferimento della sede all'estero, di mutamento dell'oggetto sociale o di modifica delle clausole sui limiti di possesso dei singoli azionari non comportano, infatti, di per sé alcun mutamento nella titolarità, controllo o disponibilità degli *assets* strategici, che, *post* delibera, permangono esattamente nello stesso *status* giuridico e fattuale in cui si trovavano *ante* delibera. Naturalmente, è comprensibile che il Governo non veda di buon occhio il trasferimento all'estero della sede di un'impresa strategica, ma sul piano giuridico la delibera produce effetti sull'assetto organizzativo, non sul profilo della titolarità o dislocazione dei beni dell'impresa; e del resto, trasferire la sede all'estero non significa che all'estero vengano trasferite le attività aziendali, che permarranno ove si trovano sotto forma di stabile organizzazione italiana dell'impresa. Egualmente, l'eliminazione di clausole statutarie che (*ex* art. 2351, terzo comma, cod. civ. ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 31 maggio 1994 n. 332) limitino il diritto di voto dei singoli azionisti entro soglie massime prestabilite potrebbe potenzialmente incidere sul controllo della società, ma non influirebbe in alcun modo (giuridicamente apprezzabile) sulla titolarità

o disponibilità dei beni aziendali. A meno che, tema che qui solo accenno perché lo affronterò nel successivo paragrafo per economia di trattazione, il lessico atecnico utilizzato nella norma — « controllo e disponibilità degli attivi » — che appare come un'innocua endiadi, non venga strumentalizzato per attrarre nell'ambito della norma anche fenomeni che incidono non sugli *assets* direttamente, ma in via mediata in funzione del mutamento del controllo sulla società che li possiede. Volendo restare ancorati a canoni interpretativi coerenti con il paradigma complessivo del Decreto Golden Power (che sia per il settore difesa sia per il settore « infrastrutturale e dell'alta tecnologia » appronta due distinti poteri speciali, di cui uno relativo alla circolazione del capitale ed uno relativo agli atti endosocietari), la fattispecie oggetto dell'art. 2, secondo comma, presuppone innanzitutto l'esistenza di un atto compiuto o di una delibera assunta o di un'operazione posta in essere da una società che detenga attivi strategici infrastrutturali. La notifica *ex art.* 2, secondo comma, sarà pertanto dovuta solo al ricorrere di una delle seguenti ipotesi alternative: (i) l'organo gestorio o suoi delegati intendano cedere la proprietà, costituire diritti reali di godimento o di garanzia o concedere a terzi diritti personali d'uso su beni strategici (individualmente considerati o sotto forma di compendio aziendale o di suoi rami); (ii) l'organo gestorio o suoi delegati intendano, anche attraverso comportamenti organizzativi o comunque senza rilevanza esterna, mutare la destinazione di beni strategici; (iii) l'assemblea dei soci intenda deliberare la fusione, la scissione, il trasferimento all'estero della sede sociale, il mutamento dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società o la modifica di clausole statutarie di limitazione della partecipazione al voto; (iv) l'organo gestorio o suoi delegati intendano trasferire a terzi società controllate (se e nella misura in cui alcuni beni strategici siano di loro proprietà) ⁽¹¹²⁾. In ciascuno di questi casi la notifica attiverà la consueta istruttoria governativa, ad esito della quale il Governo potrà esprimere il veto all'operazione oppure autorizzarla previa imposizione di condizioni o prescrizioni. Pendente il termine per la notifica e l'istruttoria governativa l'efficacia degli atti (deliberativi od esecutivi dell'operazione notificata) restano privi di ogni effetto giuridico; l'operazione, ove il Governo non abbia esercitato la facoltà di opposizione, potrà dunque essere perfezionata (eventualmente nel rispetto delle prescrizioni imposte dalla Presidenza del Consiglio) solo ad istruttoria conclusa. È interessante notare come nel settore « infrastrutturale e di alta tecnologia » i poteri speciali sugli atti endosocietari siano esercitabili anche quando la controparte della società sia di nazionalità italiana o comunque comunitaria, mentre il diritto di opporsi a (o di imporre condizioni per) l'acquisto del controllo postula lo *status extra* comunitario dell'acquirente. Differenti

⁽¹¹²⁾ Il presupposto di attrazione alla norma resta infatti la circostanza che la società deliberante detenga essa stessa direttamente *assets* strategici. L'*incipit* dell'art. 2, secondo comma, è in questo senso inequivoco.

modalità di acquisizione, pur portando nella sostanza al medesimo risultato economico ed operativo, soggiacciono dunque a condizioni diverse di esercizio dei poteri speciali. E così, ad esempio, un soggetto italiano potrebbe liberamente acquisire il controllo di una società « infrastrutturale o di alta tecnologia » comprandone l'intero capitale, mentre sarebbe soggetta a *golden power* un'operazione di fusione o di trasferimento dell'azienda tra i medesimi soggetti. Questa apparente antinomia discende con ogni probabilità da una specifica sensibilità del legislatore, che, avvertendo un maggior gradiente di rischio nelle operazioni che incidono direttamente sulla struttura aziendale delle imprese strategiche, ha imposto maglie più strette nell'applicazione della norma. In una certa misura la scelta è comprensibile, poiché se la finalità primaria dei poteri speciali nel settore infrastrutturale e dell'alta tecnologia è quella di preservare la continuità nella fornitura di servizi essenziali nella disponibilità delle tecnologie critiche, operazioni che incidono sull'assetto aziendale ben possono presentare, in astratto, un immediato rischio di smembramento o dispersione del patrimonio tecnologico. Diversamente, l'acquisto del controllo non rappresenta un fattore di per sé critico, ma lo diviene solo nel momento in cui il nuovo controllante imponga alla società operazioni suscettibili di metterne a rischio l'integrità patrimoniale o le capacità operative. In questo senso, il differente filtro previsto dal legislatore per la circolazione del capitale (ove il Governo ha facoltà di intervenire a monte, ma solo nel caso in cui, essendo l'acquirente estraneo allo spazio europeo, manchi l'implicita garanzia della comune appartenenza all'ordinamento comunitario) e le operazioni endosocietarie (ove il rischio deriva dall'operazione in sé e prescinde dunque dalla nazionalità della controparte) pare pienamente coerente con la *ratio legis*.

Un'ultima notazione sull'apparato dei rimedi: il sistema già analizzato nel contesto dell'art. 1 (nullità degli atti posti in essere in violazione della norma, ingiunzione di ripristino, sanzioni, ecc.) è replicato anche ai fini del potere speciale *ex art. 2*, secondo comma, senza apprezzabili differenze.

9. Come si è visto, più di un passaggio del Decreto Golden Power solleva dubbi interpretativi. Non così, almeno in teoria, la bipartizione dell'articolo 2, che, in modo del tutto speculare a quanto accade nel contesto dell'articolo 1 per le società del settore difesa, distingue tra poteri speciali che attengono alla circolazione del capitale delle società « infrastrutturali e dell'alta tecnologia » (commi quinto e sesto) e poteri speciali che incidono su determinati atti che le società in questione deliberino di compiere. Chi guardasse dunque solo al tenore della norma sarebbe indotto a ritenere che l'acquisto del controllo di una società che ricada nel bacino applicativo dell'articolo 2 sia soggetto ai poteri speciali solo laddove l'acquirente sia un soggetto *extra* comunitario; e questo, del resto, è stato l'indirizzo interpre-

tativo univoco di chi ha commentato la norma sul punto specifico ⁽¹¹³⁾. Né ci si attenderebbe che la fattispecie disciplinata dal secondo comma dell'articolo 2 assumesse rilievo ai fini della circolazione del capitale, posto che nuovamente il tenore letterale ne limita chiaramente l'applicazione ad atti, delibere od operazioni adottate dalla società (« qualsiasi delibera, atto o operazione, adottato da una società che detiene uno o più degli attivi [strategici nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e dell'alta tecnologia] »), senza occuparsi in alcun modo delle vicende relative al trasferimento del suo capitale sociale (disciplinato per l'appunto da altra specifica sezione della norma). Peraltro, le due sezioni dell'art. 2 si pongono in un rapporto di specialità reciproca, occupandosi, specularmente a quanto avviene nel contesto dell'articolo 1, di due profili distinti (per quanto ovviamente complementari): da un lato la circolazione del capitale e dall'altro le vicende endosocietarie. La somma delle disposizioni dell'art. 2 coglie dunque l'obiettivo del legislatore di garantire che le aziende strategiche non cadano nelle mani sbagliate, a prescindere dal fatto che ciò avvenga per effetto del trasferimento delle loro azioni (art. 2, commi quinto e sesto) o per decisioni degli organi sociali (art. 2, commi secondo, terzo e quarto). Le due sequenze normative restano tuttavia autonome e separate l'una dall'altra, ciascuna dettando in modo esaustivo la disciplina della fattispecie che le è propria. Il tratto qualificante dell'art. 2 rispetto all'analogia disciplinata dall'art. 1 risiede proprio nel fatto che l'ambito settoriale dell'art. 1 tocca inte-

⁽¹¹³⁾ Cfr. A. DENTAMARO (nt. 11), 362: « il potere speciale in punto di circolazione di partecipazione sociali è descritto nel sesto comma dell'art. 2 d.l. n. 21/2012 e riguarda i soli acquisti a qualsiasi titolo da parte di un soggetto esterno all'Unione Europea di partecipazioni in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi del primo comma della medesima disposizione, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto ai sensi dell'art. 2359 c.c. »; A. SACCO-GINEVRI - F. M. SBARBARO (nt. 4), 121: « nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni i poteri speciali dello Stato possono essere esercitati sia con riguardo a talune operazioni delle società (che detengono gli attivi strategici) in grado di pregiudicare gli interessi pubblici in materia sia con riguardo al trasferimento di partecipazioni (di controllo) in tali società (...). Nel secondo caso (v. art. 2, sesto comma) il Governo può limitare l'acquisto, a qualsiasi titolo, da parte di un soggetto esterno all'Unione Europea di partecipazioni che siano di rilevanza tale da determinare (...) [l'] assunzione del controllo »; L. ARDIZZONE - M. L. VITALI (nt. 40), 949: « relativamente ai settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, invece, il presupposto per l'esercizio del potere di opposizione (comune al veto) consiste nel verificarsi di una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti (art. 2, comma 3 del Decreto espressamente per il potere di veto, come richiamato dal comma 6 per il potere di opposizione). Quest'ultimo potere è, dunque, anch'esso subordinato a un grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato (sesto comma dell'art. 2 del Decreto, richiamando il predetto comma 3 del medesimo articolo), tuttavia, a differenza di quanto previsto per i settori della difesa e della sicurezza nazionale, riguarda esclusivamente l'acquisto da parte di un soggetto esterno all'Unione Europea ».

ressi vitali per lo Stato, sì da imporre un vaglio sulla circolazione del capitale ben prima del trasferimento del controllo e a prescindere dalla nazionalità dell'acquirente (sia esso soggetto italiano, *intra* UE o *extra* comunitario); laddove, invece, i settori dell'art. 2, per quanto strategici, presentano un minor gradiente di rischio per gli interessi primari della nazione, sì da consentire che il Governo intervenga nei soli casi in cui il loro controllo passi nelle mani di soggetti che si collocano al di fuori dello spazio europeo.

La prassi applicativa è tuttavia andata in una direzione differente: l'analisi dei provvedimenti della Presidenza del Consiglio mostra infatti che vengono frequentemente notificate, *ex art.* 2 del Decreto Golden Power, operazioni di trasferimento del controllo delle società « infrastrutturali e dell'alta tecnologia » tra soggetti *intra*-UE (quando non tra soli italiani); e, soprattutto, che il Governo dà corso all'istruttoria e provvede sulle notifiche, manifestando dunque di ritenersi titolato all'esercizio dei poteri speciali anche nell'ipotesi di trasferimento del controllo a soggetti *intra* UE ⁽¹¹⁴⁾. Per-

⁽¹¹⁴⁾ Dall'esame dei comunicati stampa della Presidenza del Consiglio nel periodo compreso tra l'aprile 2014 e l'agosto 2018 risultano essere state notificate 13 operazioni di cessione del controllo di società « infrastrutturali » *ex art.* 2 del Decreto Golden Power, di cui: (i) 1 espressamente qualificata come cessione ad un soggetto *extra* UE (Consiglio dei Ministri del 6 agosto 2015: « il Consiglio dei ministri ha deciso di non esercitare i poteri speciali previsti dall'articolo 2 del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21 e dell'articolo 4 del DPR n.86 del 25.3.2014, con riferimento alla notifica effettuata da Italgas Storage e Sandstone Holding BV di aumento di capitale e acquisto da parte di un soggetto estraneo all'Unione europea di Società che detiene attivi individuati come strategici nel settore dell'energia »); (ii) 2 trasferimenti del controllo a soggetti che nel comunicato stampa non sono espressamente qualificati come *extra* UE, ma il cui controllante ultimo tale risulta essere in base alla consultazione dei siti aziendali (Consiglio dei Ministri del 25 settembre 2015: « il Consiglio dei ministri ha deliberato di non esercitare i poteri speciali e di dare consenso al decorso dei termini temporali previsti dal decreto-legge n. 21 del 2012 in relazione alle seguenti operazioni: (...) trasferimento del capitale sociale di TE Connectivity Broadband Solutions S.r.l. da parte di Tyco Electronics AMP Italia S.r.l. in favore di Comm Scope Netherlands B.V. »; e Consiglio dei Ministri del 21 marzo 2018: « il Consiglio dei Ministri, su proposta del Presidente Paolo Gentiloni, ha deliberato: (...) di non esercitare i poteri speciali in relazione all'operazione, notificata da GTT Americas LLC, di acquisizione dell'intero capitale sociale di Interoute Communications Holdings SA e delle relative società controllate, formulando specifiche raccomandazioni nei confronti della società controllata italiana Interoute S.p.a., operante nel settore delle telecomunicazioni, a garanzia della prosecuzione senza soluzione di continuità dei servizi in essere con le amministrazioni dello Stato »); (iii) 1 operazione di cessione di una quota non di controllo a soggetto (che in base al sito aziendale risulta) *extra* UE (cessione del 49% di Eolo S.p.A., società attiva nel settore delle telecomunicazioni, ad una *newco* posseduta dal fondo di *private equity* USA Searchlight Capital Partners L.P.: cfr. comunicato del Consiglio dei Ministri del 18 settembre 2017); (iv) 1 trasferimento del controllo a soggetto la cui qualificazione comunitaria o *extra* comunitaria non è immediata (l'acquirente è una *newco* italiana che fa capo ad un fondo europeo costituito e gestito da una *management company* inglese, ma inserito in un gruppo finanziario australiano — cfr. Consiglio dei Ministri del 28 luglio 2016); (v) 1 cessione del capitale di società di trasporto del gas intervenuta tra due operatori italiani comunque attivi nel settore energetico, per cui l'operazione potrebbe esser stata notificata ai sensi dell'ultimo periodo dell'art.2, secondo comma (cfr. Consiglio dei Ministri del 28 settembre 2017); (vi) 1 trasferimento del controllo di

ché, al contrario, quando non ravvisa la propria competenza ai sensi del Decreto Golden Power, il Governo declina formalmente la notifica¹¹⁵. Le informazioni desumibili dai comunicati stampa della Presidenza del Consiglio non esplicitano, tuttavia, la chiave interpretativa dell'articolo 2 alla base del superamento del suo dettato letterale; né elementi utili in questo senso si ricavano dalla Relazione del Governo al Parlamento « sull'attività svolta sulla base dei poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni » (¹¹⁶).

Una lettura in controluce dell'art. 2, secondo comma, del Decreto Golden Power lascia trasparire alcune aree di ambiguità redazionale su cui la prassi potrebbe aver fatto leva per attrarre sotto lo scrutinio governativo tutte le operazioni di acquisto del controllo di società infrastrutturali e di alta tecnologia, e dunque non solo quelle in cui l'acquirente sia estraneo allo spazio europeo. Posto infatti che il contenuto dell'art. 2 (quinto comma) non è suscettibile di alcuna lettura espansiva, essendo il testo inequivoco nel disporre che l'obbligo della notifica sorge solo quando l'acquirente del controllo sia *extra* comunitario, la forzatura interpretativa non può che discendere dai commi dedicati alle operazioni endosocietarie nel settore infrastrutturale e dell'alta tecnologia. Due, in particolare, sono le aree di incertezza testuale del secondo comma dell'art. 2 su cui concentrerei l'attenzione nell'intento speculativo di ricostruire il ragionamento svolto in sede governativa. La prima, deriva dall'ultimo periodo del secondo comma dell'art. 2, ove si legge che « sono notificate nei medesimi termini le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione concernenti il trasferimento di società controllate che detengono i predetti attivi ». Naturalmente, questa previsione non deve essere letta isolatamente, ma nel contesto dell'intero comma: è dunque evidente che l'assemblea e gli organi di ammini-

una società di logistica portuale a favore di soggetto comunitario, nella specie danese (cfr. comunicato del Consiglio dei Ministri dell'8 maggio 2018; (vii) 6 operazioni di cessione del controllo di società infrastrutturali intervenute tra soggetti italiani (cfr. comunicati dei Consigli dei Ministri del 23 ottobre 2014, 21 luglio 2017, 29 agosto 2017, 19 ottobre 2017, 27 giugno 2018 e 8 agosto 2018). Ben 7 operazioni dunque hanno ad oggetto il trasferimento di società infrastrutturali tra soggetti italiani o comunque comunitari, senza che la relativa cessione possa ritenersi attratta nell'ambito applicativo dell'art 2, quinto comma, in funzione della riserva dettata dal comma 2, ultimo periodo (se il venditore è a sua volta infrastrutturale, la decisione di cedere una controllata che detenga attivi strategici è soggetta a *golden power*, a prescindere dalla nazionalità dell'acquirente).

(¹¹⁵) Cfr., a chiusura del procedimento n. 42/2018, la Presidenza del Consiglio ha declinato la competenza sulla notifica, rilevando che « l'operazione prospettata non rientra nell'ambito di applicabilità della normativa di cui al citato decreto-legge 15 marzo 2012 n. 21 (...) ».

(¹¹⁶) Predisposta ai sensi dell'articolo 3-bis del Decreto Golden Power. La prima relazione, aggiornata al 30 giugno 2016, è disponibile all'indirizzo <http://www.governo.it/dipartimenti/dip-il-coordinamento-amministrativo/dica-att-goldenpower-relparlamento/9298>.

strazione deliberanti non sono quelli di ogni *quivis de populo*, ma sempre e soltanto quelli di società che detengono attivi strategici. Nel caso in cui oltre alla detenzione diretta degli attivi strategici, una parte di essi fosse in capo ad una società controllata, la cessione di quest'ultima formerebbe ovviamente oggetto di vaglio a fini del *golden power*, né più né meno di quanto la norma prevede avvenga per la cessione di rami di azienda o singoli beni strategici. Questa mi pare l'unica interpretazione corretta, già sulla base della semplice lettura dell'intero comma; a ciò si aggiunge ovviamente una evidente considerazione di ordine sistematico: accogliere un'interpretazione che rivolgesse invece l'obbligo di notifica a chiunque, pur non essendo direttamente titolare di attivi strategici, possieda una società che invece sia strategica ai sensi della norma, equivarrebbe ad abrogare implicitamente l'art. 2 nella parte in cui prevede che l'acquisto del controllo su una società strategica debba essere notificato al Governo solo quando l'acquirente sia un soggetto non comunitario. In realtà, la funzione dell'ultimo periodo del secondo comma dell'art. 2 non è quella di dettare regole sulla circolazione del capitale delle società infrastrutturali e di alta tecnologia (a ciò essendo deputato un diverso comma dello stesso articolo), ma più limitatamente di presidiare l'integrità delle imprese strategiche, dando al Governo voce in capitolo su operazioni che queste ultime deliberino, andando ad incidere sul proprio assetto aziendale, che ovviamente comprende anche la titolarità di partecipazioni in società controllate ⁽¹¹⁷⁾.

Più suggestivo, sebbene egualmente non condivisibile, è lo spunto che può trarsi dall'*incipit* del secondo comma dell'art. 2, nel punto in cui, nell'identificare le delibere assoggettate al vaglio governativo, accanto ai termini « titolarità » e « disponibilità » di attivi strategici, utilizza, infelicitamente, anche l'espressione « controllo », cui è difficile dare un significato propriamente giuridico nel contesto di una previsione normativa che si occupa di atti dispositivi sui beni strategici. Una lettura tecnicamente orientata non consentirebbe ovviamente di dedurre alcunché dall'uso del sostantivo « controllo », posto che *condicio sine qua non* per il ricorrere della fattispe-

⁽¹¹⁷⁾ Con la conseguenza che laddove l'impresa strategica ceda una propria controllata (a sua volta titolare di beni strategici) ad un soggetto non comunitario, l'operazione ricadrà sia nell'obbligo di notifica a cura dell'acquirente *ex* art. 2, comma quinto, sia nell'obbligo di notifica previsto a carico dell'impresa strategica cessionaria ai sensi del secondo comma dello stesso articolo. Così, A. SACCO-GINEVRI - F. M. SBARBARO (nt. 4), 122, che osservano che « si viene a creare una duplicazione di adempimenti, e una conseguente sovrapposizione di poteri speciali potenzialmente esercitabili, nell'ipotesi in cui una società che detiene attivi strategici intenda trasferire a un acquirente *extra*-comunitario la propria partecipazione di controllo in un'altra società (appunto controllata) anch'essa detentrica di altri attivi strategici. In tale circostanza sono formalmente attivabili sia il potere di veto dello Stato nei confronti della delibera dell'organo amministrativo della controllante che dovesse approvare il trasferimento della controllata (v. art. 2, comma 2°), sia il potere speciale di condizionare — o, in ultima analisi, di impedire — l'acquisto della partecipazione da parte del terzo potenziale acquirente (v. art. 2, comma 6°) ».

cie considerata dall'articolo, secondo comma, è che vi sia una delibera societaria « che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità di beni ». Quale che sia il significato che si intenda attribuire all'espressione controllo, resta comunque certo che l'acquisto del controllo su una società avviene per effetto dell'acquisto o sottoscrizione del suo capitale, non certo per effetto di una delibera (salve le ipotesi della fusione o della scissione, che fanno ovviamente storia a sé). La questione potrebbe chiudersi qui, senonché gli indizi che pervengono dalla prassi sembrano al contrario indicare che dal lemma « controllo » il Governo abbia tratto il convincimento che, quanto meno al ricorrere di determinate condizioni, siano soggette ai poteri speciali tutte le operazioni di cessione del controllo su imprese infrastrutturali e di alta tecnologia (con ciò abrogando, di fatto e per interpretazione amministrativa, il 5 comma dell'articolo 2, che limita invece espressamente il campo di intervento del Governo alle sole operazioni di acquisto del controllo ove l'acquirente sia *extra* comunitario). Questa mi sembra infatti l'unica possibile lettura di due interventi, di cui il primo ha peraltro avuto grande eco mediatica, di esercizio dei poteri speciali *ex art.* 2 al variare del controllo su imprese delle telecomunicazioni per effetto della nomina di un nuovo consiglio di amministrazione. Il riferimento è, innanzi tutto, al caso TIM; e in particolare, al DPCM del 2 novembre 2017, con cui la Presidenza del Consiglio ha imposto prescrizioni a TIM, *ex art.* 2, secondo, terzo e quarto comma, del Decreto Golden Power sul presupposto che « i cambiamenti intervenuti nella governance di TIM [verosimilmente per tali intendendosi l'intervenuto accertamento del controllo di Vivendi su TIM ad opera della Consob ⁽¹¹⁸⁾ e la successiva dichiarazione di Vivendi di esercizio di attività di direzione e coordinamento su TIM ⁽¹¹⁹⁾] hanno determinato il controllo e la disponibilità in capo a Vivendi, anche alla luce della partecipazione detenuta, degli attivi strategici di TIM » ⁽¹²⁰⁾. Eguale orientamento risulta poi essere stato seguito nell'analogo caso di Retelit ⁽¹²¹⁾. In entrambe le vicende, l'ancoraggio testuale dell'intervento governativo è effettivamente ad una delibera societaria (di nomina di un consiglio di amministrazione espressione del socio di controllo), ma farne discendere una modifica nella titolarità, disponibilità o controllo dei beni strategici equivale a degradare la personalità giuridica e l'autonomia organizzativa di società (peraltro quotate e di grandi dimensioni) ad un fenomeno meramente formale, con una visione connotata da un sostanzialismo estremo che certamente la lettera della legge non consente; ma che neppure trova giustificazione nell'ordine sistematico dei poteri speciali nei settori infrastrutturali e di alta tecnologia,

⁽¹¹⁸⁾ Cfr. comunicazione Consob n. 0106341 del 13-9-2017.

⁽¹¹⁹⁾ Cfr. DPCM 2 novembre 2017.

⁽¹²⁰⁾ Cfr. DPCM 2 novembre 2017.

⁽¹²¹⁾ Per un sintetico resoconto della vicenda, cfr. <https://www.corrierecomunicazioni.it/digital-economy/golden-power-retelit-non-ci-sta-e-impugna-il-provvedimento/>.

essendo il legislatore ad aver espressamente previsto, nell'art. 2, quinto comma, che il vaglio del Governo in caso di *change of control* avvenga solo nell'ipotesi di un acquirente *extra* UE. Sta di fatto, però, che della lettura espansiva fatta dal Governo, gli operatori hanno tenuto conto, con la conseguenza che, in una pluralità di casi, anche imprese italiane od europee hanno notificato l'acquisto del controllo, evidentemente consapevoli che, se anche la lettera dell'art. 2 non lo impone, in assenza di notifica, potrebbero trovarsi esposti a sanzioni, se non all'atto dell'acquisto della partecipazione, al primo rinnovo del consiglio di amministrazione conseguente all'acquisizione del controllo.

10. Come già si è anticipato, il Decreto Golden Power non stabilisce quale sia il contenuto delle condizioni e impegni che il Governo è legittimato ad imporre in sede di esercizio dei poteri speciali nei casi in cui non formuli opposizione all'acquisizione o veto alla delibera societaria, ma ne subordina l'efficacia al rispetto, per l'appunto, di specifiche prescrizioni. Il Governo dispone dunque di una facoltà "aperta" ⁽¹²²⁾, i cui argini si rinvergono unicamente nella proporzionalità dell'intervento, nella coerenza delle misure rispetto alle finalità perseguite dal Decreto Golden Power e nei limiti che discendono dal quadro normativo generale. Mentre proporzionalità e nesso teleologico investono temi di diritto comunitario e amministrativo, il profilo della conformità con l'ordinamento giuridico attiene, in concreto, soprattutto alle regole di funzionamento degli enti su cui le prescrizioni sono destinate ad incidere (in senso lato, dunque, al *corpus* del diritto societario in primo luogo). I primi tentativi di schematizzazione ⁽¹²³⁾, nel prendere le mosse dagli obiettivi che il Decreto Golden Power persegue ⁽¹²⁴⁾, hanno delineato cinque direttrici primarie di articolazione delle prescrizioni di *golden power*: (a) obblighi di localizzazione degli *assets* strategici all'interno del territorio nazionale; (b) gradimento governativo per talune figure chiave dell'organizzazione aziendale; (c) impiego esclusivo di personale italiano nelle attività strategiche di interesse della difesa; (d) obblighi preordinati alla protezione delle informazioni; (d) meccanismi di monitoraggio sul rispetto delle prescrizioni. Si tratta, del resto, di misure del tutto analoghe a quelle da

⁽¹²²⁾ Così A. COMINO (nt. 17), 1050: « per quanto riguarda (...) l'imposizione di condizioni speciali, la legislazione nazionale individua a priori aree su cui il Governo ha il potere di intervenire attraverso l'imposizione di condizioni speciali, ma non specifica l'ampiezza di tali condizioni ».

⁽¹²³⁾ Cfr. P. DI PALMA - F. GASPARI, *L'attuazione del golden power in Italia: dal potere regolamentare alla potestà regolatoria*, in *Rass. Avv. dello Stato* 2013, 178-179, e A. COMINO (nt. 17), 1051.

⁽¹²⁴⁾ Come esplicitati nel primo comma dell'articolo 1 (sicurezza degli approvvigionamenti, sicurezza delle informazioni, controllo sui trasferimenti tecnologici e sulle esportazioni per il settore della difesa) e nel terzo comma dell'articolo 2 (sicurezza e funzionamento delle reti e continuità degli approvvigionamenti per il settore infrastrutturale e dell'alta tecnologia).

tempo adottate dal CFIUS nel contesto della pluriennale esperienza americana ⁽¹²⁵⁾, e l'analisi dei *leading cases* di cui si ha pubblica notizia ⁽¹²⁶⁾ mostra come in effetti il Governo si sia mosso in tale solco. In particolare, il DPCM di « imposizione di specifiche prescrizioni e condizioni in relazione all'operazione di acquisto di partecipazioni della società Vivendi S.A. in TIM S.p.A. » ⁽¹²⁷⁾ rappresenta, allo stato, il *benchmark* di riferimento per chiunque intenda analizzare i profili di potenziale interferenza tra le prescrizioni di *golden power* e i meccanismi societari. Le condizioni imposte dal Governo nel caso Vivendi/TIM sono, infatti, particolarmente articolate e pervasive, sì da esaurire quasi l'intero spettro dei *mitigation remedies* adottati nella prassi statunitense del CFIUS. Peraltro, come forse è inevitabile, il provvedimento è rivolto a Vivendi S.A. (« in qualità di società notificante l'operazione » — art. 1 del DPCM), ma, nei fatti, spiega i suoi effetti esclusivamente su TIM (« in qualità di società titolare delle attività strategiche in ragione degli effetti dell'operazione su tali attività » — art. 1 del DPCM), sollevando quindi, soprattutto rispetto alle società le cui azioni siano quotate, il tema, non irrilevante, del potenziale *vulnus* all'investimento azionario degli azionisti terzi in ragione dei maggiori oneri economici potenzialmente conseguenti all'attuazione delle prescrizioni ⁽¹²⁸⁾. Ciò detto, il perno del DPCM, sotto il profilo societario, è costituito dall'obbligo, imposto a TIM, di istituire, al proprio interno, un'organizzazione aziendale: (a) dotata di piena autonomia economica e finanziaria e di proprio personale dedicato, attraverso la messa a disposizione di risorse umane, finanziarie e strumentali idonee a garantirne l'indipendenza (art. 1, paragrafo 1, lettera a)1) del DPCM); e (b) affidata alla delega gestionale esclusiva di un membro del Consiglio di Amministrazione, cittadino italiano; in possesso del cd. NOS (nulla osta di sicurezza) ⁽¹²⁹⁾, munito della legale rappresentanza dell'ente e

⁽¹²⁵⁾ Cfr. le precedenti note 29 e 92.

⁽¹²⁶⁾ I casi di maggior rilievo ad oggi noti riguardano Avio, Piaggio e TIM. Sui primi due, vedi il capitolo V della relazione del Governo al Parlamento citata nella precedente nota 116.

⁽¹²⁷⁾ Datato 16 ottobre 2017, disponibile nel testo integrale all'indirizzo <http://www.astrid-online.it/economia-finanza-pubblica/responsabi/golden-power/materiali/normativa/index.html>.

⁽¹²⁸⁾ Non a caso nella vicenda Retelit, il Consiglio di Amministrazione della società si è premurato di comunicare prontamente al mercato che l'attuazione delle prescrizioni « non comporta (...) per il Gruppo Retelit costi o investimenti sulla rete ulteriori rispetto a quelli già programmati nell'esercizio della propria attività né mutamenti o restrizioni sulla strategia operativa e commerciale delineata nel piano industriale del Gruppo »: cfr. comunicato dell'8 giugno 2018, disponibile sul sito della società.

⁽¹²⁹⁾ A mente dell'art. 9, l. 124 del 2007 « il rilascio del NOS è subordinato all'effettuazione di un preventivo procedimento di accertamento diretto ad escludere dalla conoscibilità di notizie, documenti, atti o cose classificate ogni soggetto che non dia sicuro affidamento di scrupolosa fedeltà alle istituzioni della Repubblica, alla Costituzione e ai suoi valori, nonché di rigoroso rispetto del segreto ».

gradito al Governo (cfr. art. 1, paragrafo 1, lettera a)2))⁽¹³⁰⁾. Nella visione del DPCM, l'organizzazione di sicurezza costituisce dunque un'autonoma e separata articolazione dell'ente societario, dotata di autosufficienza economica, finanziaria e gestionale. In realtà, la difficoltà di concepire, tanto più all'interno di una società quotata di grandi dimensioni, una struttura aziendale "segregata"⁽¹³¹⁾ e non sottoposta al potere gerarchico del consiglio di amministrazione è evidente. Nel nostro ordinamento non mancano per il vero fattispecie di separazione contabile⁽¹³²⁾ o patrimoniale⁽¹³³⁾, ma altra cosa è concepire una struttura aziendale che pur essendo parte integrante di un ente ne costituisca tuttavia una articolazione autonoma e indipendente. Basti pensare all'impatto sui processi aziendali di pianificazione economica e finanziaria in cui a decidere sull'allocazione delle risorse disponibili per gli investimenti è il consiglio di amministrazione sulla base di valutazioni strategiche, di ritorno economico e di disponibilità finanziaria, laddove un'applicazione letterale del DPCM Vivendi (« delega esclusiva ») finirebbe invece per sottrarre al consiglio di amministrazione ogni potere decisionale sugli investimenti relativi alle attività ricomprese nel perimetro dell'organizzazione di sicurezza. Ne nasce, dunque, una potenziale distonia tra la prescrizione amministrativa e la regola inderogabile dettata dall'art. 2381, comma 3 cod. civ., secondo cui « il consiglio di amministrazione può sempre impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega ». In attuazione del DPCM Vivendi, il diritto di impartire istruzioni viene escluso e la facoltà di avocazione invece compressa, poiché il

⁽¹³⁰⁾ Cfr. art. 1, lettera a) a mente del quale l'obbligato deve « 1) istituire ove non già presente un'unità organizzativa preposta alle attività aziendali rilevanti per la sicurezza nazionale (di seguito "Organizzazione di sicurezza"), in possesso di piena autonomia sia sotto il profilo economico-finanziario che di gestione del personale (...); 2) garantire la presenza nel Consiglio di Amministrazione di un componente, munito di legale rappresentanza, che: i) abbia esclusiva cittadinanza italiana; ii) sia munito di idonea abilitazione di sicurezza personale (NOS); iii) abbia delega esclusiva sull'Organizzazione di sicurezza; iv) abbia comunque l'assenso del Governo circa la sua idoneità all'incarico ai fini della tutela degli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale ».

⁽¹³¹⁾ In linea con il pensiero di chi ritiene che il Governo, ove prescrizioni di contenuto obbligatorio si rivelino insufficienti, possa « imporre misure strutturali, quali la separazione societaria e, in casi estremi, proprietaria, delle funzioni aziendali dirette a garantire interessi meritevoli di tutela »: cfr. F. BASSAN (nt. 4), 57 e ss., spec. 64.

⁽¹³²⁾ Secondo un principio di derivazione comunitaria cui sono improntate diverse norme del nostro ordinamento che impongono alle imprese che erogano servizi pubblici liberalizzati la separazione contabile tra attività in monopolio e attività svolte in condizioni di mercato. Vedi da ultimo, l'art. 6, comma 1, del Testo Unico sulle società a partecipazione pubblica: sulla separazione contabile rivolta alle società a controllo pubblico che svolgono attività economiche protette da diritti speciali o esclusivi, insieme con altre attività svolte in regime di economia di mercato. Per un inquadramento del principio, cfr. H. CAROLI CASAVOLA, *Il principio di separazione contabile, societaria e proprietaria nei servizi pubblici*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2001.

⁽¹³³⁾ Nella forma del patrimonio destinato ad un unico affare ex artt. 2447 e ss. cod. civ.

consiglio, laddove dissentisse da taluni atti del delegato alla sicurezza, non potrebbe, ciononostante, avocarne a sé le funzioni; o meglio, sul piano strettamente societario lo potrebbe certamente fare, ma si esporrebbe così alle sanzioni previste per la violazione delle prescrizioni. Tuttavia, è difficile immaginare che qualora il dissenso rispetto all'agire del delegato alla sicurezza configuri una giusta causa di revoca della delega, il consiglio di amministrazione possa rimanere inerte. Non mi pare, infatti, che si possa ritenere, sul piano sistematico, che le prescrizioni del DPCM possano operare come esimente assoluta rispetto alla responsabilità del consiglio, *ex artt.* 2392 e ss. cod. civ., per gli atti compiuti dal delegato alla sicurezza. Nella patologia, dunque, il Consiglio di Amministrazione sarà comunque tenuto, nel proprio prudente apprezzamento, ad assumersi la responsabilità di una decisione di avocazione ⁽¹³⁴⁾.

11. La simmetria strutturale tra l'art. 1 in tema di difesa e sicurezza nazionale e l'art. 2 dedicato agli attivi strategici, è stata seguita dal legislatore anche con riferimento al profilo della sospensione dei diritti di voto, previsto in entrambe le fattispecie, sia in pendenza di notifica e per la durata del relativo iter autorizzativo, sia in caso di trasferimento di partecipazione rispetto al quale il governo abbia esercitato il potere di opposizione: in quest'ultimo caso, il cessionario non potrà validamente esercitare i diritti di voto inerenti alla partecipazione medesima i quali ritorneranno efficaci solo a seguito della dismissione di quest'ultima (che il Decreto Golden Power prevede debba avvenire entro un anno dall'esercizio del potere di opposizione) ⁽¹³⁵⁾. Nuovamente, dunque, le prescrizioni pubblicistiche dettate dalla disciplina in tema di *golden power* tornano a intrecciarsi con gli effetti e con le conseguenze sul piano civile e societario che dalla loro violazione possono derivare, con riflessi non trascurabili e potenziali conflitti anche in tema di individuazione del giudice — civile o amministrativo — che ha giurisdizione sulle relative controversie o che possa intervenire, se necessario in

⁽¹³⁴⁾ Invocando semmai, ai fini della disapplicazione dell'apparato sanzionatorio delle prescrizioni di *golden power* l'art. 4, primo comma, della legge n. 689/81 secondo cui « non risponde delle violazioni amministrative chi ha commesso il fatto nell'adempimento di un dovere o nell'esercizio di una facoltà legittima ovvero in stato di necessità o di legittima difesa ».

⁽¹³⁵⁾ L'art. 1, comma 5 dispone infatti che « fino alla notifica e, successivamente, comunque fino alla decorrenza del termine per l'imposizione di condizioni o per l'esercizio del potere di opposizione, i diritti di voto (...) connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante, sono sospesi ». Con formulazione analoga, l'art. 2, comma 6 prevede che la sospensione dei diritti di voto si protragga « fino alla notifica e, successivamente, fino alla decorrenza del termine per l'eventuale esercizio del potere di opposizione o imposizione di impegni ». Entrambe le norme citate contengono poi identica disciplina (e formulazione letterale) per l'ipotesi di cessione attuata in violazione del potere di opposizione governativa al trasferimento azionario (*rectius*, della partecipazione): « in caso di esercizio del potere di opposizione il cessionario non può esercitare i diritti di voto (...) connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante e dovrà cedere le stesse azioni entro un anno ».

via d'urgenza, per evitare che, nelle more dell'accertamento di eventuali violazioni, si consolidino o divengano irreparabili effetti giuridici sul piano societario (si pensi al caso in cui i diritti di voto che dovrebbero considerarsi sospesi per difetto di notifica, in attesa dell'emanazione di un provvedimento sanzionatorio, divengano determinanti per il rinnovo delle cariche sociali; ipotesi ancor più delicata quando siano coinvolte società con azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati) ⁽¹³⁶⁾.

In termini generali, il Decreto Golden Power ha integrato l'art. 133 del codice del processo amministrativo ("c.p.a."), dedicato alla individuazione delle materie devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, aggiungendo il comma z)-*quinquies* che vi include anche « le controversie relative all'esercizio dei poteri speciali inerenti alle attività di rilevanza strategica nei settori della difesa e della sicurezza nazionale e nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni ». In applicazione del successivo art. 134 c.p.a., comma 1, lett. c) ⁽¹³⁷⁾, al giudice amministrativo sono conferiti i poteri di accertamento del merito delle vicende che abbiano portato alla irrogazione di sanzioni pecuniarie ⁽¹³⁸⁾. Pertanto, il Tar del Lazio è il giudice competente a conoscere non solo della sanzione pecuniaria in senso stretto, bensì del processo sanzionatorio nel suo complesso, che si articola nell'accertamento dei fatti, nell'attività di sussunzione di questi ultimi all'interno di una delle ipotesi di violazione delle disposizioni legislative o delle prescrizioni imposte nell'esercizio dei *golden powers*, nonché nei passaggi formali del procedimento amministrativo in cui le violazioni sanzionate siano oggetto di valutazione. Ci si chiede, a questo punto, quale possa essere lo spazio residuo per il giudice civile ad avere cognizione di quei medesimi fatti oggetto di valutazione da parte del giudice amministrativo, che producono conseguenze così penetranti sul piano civilistico (quali la nullità negoziale ovvero, nella prospettiva che qui più interessa, la sospensione dei diritti di voto).

La dottrina che si è interrogata sulla questione ritiene che la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo non si estenda alle conseguenze di

⁽¹³⁶⁾ V. M. ALLENA, *Un nuovo ambito di giurisdizione del giudice amministrativo nel diritto dell'economia: la competenza esclusiva in materia di esercizio dei golden powers*, in *Il Diritto dell'Economia*, Vol. 25, n. 79 (3-2012), 653 che, a proposito della nullità civilistica che può discendere dalla violazione delle prescrizioni *golden power*, parla di « fattispecie di confine in quanto non può sfuggire che qui la norma violata alla base della nullità è schiettamente pubblicistica, sicché la nullità null'altro è se non un presidio, privatistico, della effettività della norma pubblicistica, o meglio dello stesso provvedimento amministrativo impositivo di limiti all'operazione-delibera societaria ».

⁽¹³⁷⁾ La norma, come noto, prevede che in talune materie, ivi incluse quelle inerenti alle sanzioni pecuniarie la cui contestazione è devoluta alla giurisdizione del giudice amministrativo, quest'ultimo conosce anche del merito delle controversie.

⁽¹³⁸⁾ La competenza esclusiva del Tar Lazio (sezione di Roma) è invece sancita dall'art. 135 c.p.a., comma 1, lett. h). Infine, l'art. 119 c.p.a. (con l'inserimento del comma 1, c-bis) ha esteso per questa materia il rito accelerato disciplinato dalla norma medesima.

diritto privato e societario dell'inadempimento alle disposizioni del Decreto Golden Power, o dettate in loro applicazione ⁽¹³⁹⁾. Una conferma esplicita di tale impostazione si trarrebbe, esemplificativamente, dalle stesse norme qui in esame (artt. 1, comma 5 e art. 2 comma 6) che, per il caso di mancata ottemperanza all'obbligo di dismissione della partecipazione al cui trasferimento il governo si sia opposto, danno accesso, su impulso del Governo o della Presidenza del Consiglio dei Ministri, al rimedio di cui all'art. 2359-ter cod. civ., di competenza (peraltro legislativamente dichiarata ⁽¹⁴⁰⁾) del Tribunale civile. Ritengo che si possa concordare con quanto precede, con le ulteriori specificazioni che seguono. La nullità civilistica e la sospensione del diritto di voto sono effetti immediati che discendono dalla mancata conformazione da parte dei privati a norme o prescrizioni provenienti dal potere amministrativo a tutela di interessi di rango primario di ordine pubblico. Ed è il potere amministrativo, nella sua declinazione di potere autoritativo che, all'esito di un *iter* la cui architettura funzionale ed operativa è definita nel DPCM 6 agosto 2014 ⁽¹⁴¹⁾, valuta esercizio dei poteri e intensità dell'intervento. Allo stesso modo è all'esito di un iter amministrativo che viene appurata la violazione ed irrogata la sanzione. Sino a tale momento, se non è ovviamente neppure ipotizzabile il ricorso alla giurisdizione amministrativa (in assenza del perfezionamento del procedimento amministrativo o sanzionatorio o di un atto da impugnare), è invece possibile che il giudice civile venga adito. Si pensi all'ipotesi cui si accennava, del superamento di una soglia rilevante in una società quotata che non sia stata oggetto di notifica ma neppure di sanzione poiché il relativo iter presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri sia ancora in corso. I soci interessati alla sterilizzazione dei diritti di voto di chi abbia superato la soglia in assenza di notifica possono ricorrere al giudice civile (e più precisamente al Tribunale delle Imprese) poiché lo stesso è il giudice competente in merito ai rapporti societari ed all'esercizio dei diritti amministrativi legati al possesso di partecipazioni. Seppure non competente a pronunciarsi con efficacia di giudicato sulle violazioni *golden power* (compito riservato al giudice amministrativo), l'A.G.O. potrà proce-

⁽¹³⁹⁾ V. M. ALLENA (nt. 136), 654, secondo cui parrebbe confermarsi « in assenza di qualsivoglia, diversa, indicazione negli atti parlamentari, che la giurisdizione esclusiva riguarda in realtà solo le controversie relative a provvedimenti amministrativi; ciò anche se i golden power potrebbero, in astratto, coinvolgere pure gli atti (di diritto privato) del rapporto societario, vedendo presidiata la propria effettività attraverso l'invalidità di questi ultimi ».

⁽¹⁴⁰⁾ L'art. 1, comma 5 e l'art. 2, comma 6 prevedono che sia il Tribunale a ordinare la vendita delle azioni in caso di inottemperanza alla cessione spontanea.

⁽¹⁴¹⁾ Il DPCM indicato nel testo ha previsto la costituzione di un Comitato di coordinamento interministeriale riservando alla Presidenza del Consiglio dei Ministri (per il tramite del Dipartimento per il coordinamento amministrativo) l'esperimento dell'istruttoria, nonché l'organizzazione interministeriale e l'individuazione delle procedure per l'esercizio dei poteri speciali. Lo stesso Dipartimento offre supporto giuridico e amministrativo al Comitato di coordinamento.

dere a conoscere delle stesse *incidenter tantum*, ai soli fini di dichiarare (o meno) legittimamente espressi i diritti di voto o valida (o meno) una delibera assembleare alla cui adozione l'espressione di tali voti abbia concorso in maniera determinante. Sotto il profilo applicativo, sarà tanto più probabile il ricorso al Tribunale in via di urgenza, anche *ante causam*, in applicazione dell'art. 700 c.p.c., al fine di evitare che dall'esercizio di diritti di voto illegittimi possano discendere conseguenze irreversibili (si pensi a una delibera di fusione adottata con il voto determinante di azioni *extra-soglia* in assenza di notifica) o comunque pregiudizievoli per la società. Del resto, come noto, il ricorso alla tutela cautelare innominata è ammissibile nel procedimento assembleare in ipotesi, quali quelle in considerazione, in cui non si tratti di anticipare gli effetti demolitori di una delibera societaria invalida già adottata ⁽¹⁴²⁾, bensì di prevenirne la formazione ⁽¹⁴³⁾.

Diverso è il caso in cui l'esercizio del potere autoritativo della pubblica amministrazione si sia già tradotto in un provvedimento cui la legge collega (quale effetto automatico) la sospensione del diritto di voto (tipicamente, un provvedimento di opposizione all'acquisto o sanzionatorio per mancata notifica o ottemperanza alle prescrizioni). In questo caso, sembra da escludere che il socio titolare di diritti di voto sospesi possa ricorrere in via d'urgenza (o nel merito) al Tribunale delle Imprese per ottenere, sulla base di un accertamento incidentale dell'illegittimità del relativo DPCM, la dichiarazione di efficacia dei suoi voti in assemblea (e dell'eventuale conseguente deliberazione). In questa ipotesi, infatti, non si tratta di procedere ad un accertamento *incidenter tantum* di una materia appartenente alla giurisdizione di altro giudice, bensì di disapplicare un atto amministrativo già formato. Tale potere è in linea di massima precluso al giudice civile, salvo il ricorrere dei presupposti da ultimo individuati dalla sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione n. 13193 del 25 maggio 2018 che, nell'escludere un sindacato di merito sugli atti formalmente legittimi della P.A., riserva uno spazio residuale di disapplicazione dell'atto amministrativo da parte del giudice civile, purché vengano rispettate le seguenti condizioni: (i) il provvedimento amministrativo non si presenti come mero antecedente logico ma la sua legittimità rappresenti una pregiudiziale in senso tecnico-giuridico (e quindi su-

⁽¹⁴²⁾ In tal caso, la previsione di uno strumento cautelare *ad hoc*, come la richiesta di sospensione degli effetti della delibera impugnata ex art. 2378 cod. civ., preclude il ricorso alla cautela *ante causam* ex art. 700 c.p.c.

⁽¹⁴³⁾ V. Trib. Milano, 28 aprile 2012, in *Banca borsa*, 2013, 3, II, 305, per la quale « è ammissibile la richiesta di ordinare, ex art. 700 c.p.c. al presidente dell'assemblea di una s.p.a., di attenersi al criterio emergente dalla corretta interpretazione dell'art. 2357-ter per l'accertamento dei risultati del voto assembleare ». Si veda ancora Trib. Brescia 3 giugno 2009, in *Società*, 2010, 9, 1075 ss., che ha ordinato al Presidente dell'assemblea di una quotata di ammettere all'esercizio dei diritti di voto i soci ricorrenti.

scettibile di accertamento incidentale)⁽¹⁴⁴⁾; (ii) il provvedimento amministrativo sia affetto da vizi di legittimità (con esclusione del sindacato di merito del giudice civile sull'esercizio della discrezionalità amministrativa)⁽¹⁴⁵⁾. Fuori da questi stretti limiti, peraltro di non facile interpretazione e applicazione, il giudice civile sarà tenuto a registrare l'esistenza dell'atto amministrativo e a trarne le relative conseguenze civilistiche e societarie. Il socio che si ritenga privato ingiustamente del proprio diritto di voto dovrà quindi adire la giurisdizione amministrativa ai fini dell'annullamento del provvedimento ed eventualmente, in presenza di un pericolo nel ritardo, chiedere al TAR che ne vengano sospesi gli effetti in via interinale.

12. Disegnare un nuovo assetto dei poteri speciali non era un compito facile per il legislatore, stretto tra i vincoli di ordine comunitario, da un lato, e i limiti di diritto interno, dall'altro lato. È dunque inevitabile che dall'analisi del testo normativo emergano più ombre che luci. Il merito principale risiede certamente nell'importazione del meccanismo statunitense del nulla osta con prescrizioni, che affida al Governo uno strumento efficace e flessibile, sebbene, come si è visto, non scevro di problemi applicativi nell'interazione con alcuni principi cardine del diritto societario. Sul versante critico, non si può, invece, non rilevare come la farraginosità redazionale⁽¹⁴⁶⁾ determini un'ambiguità normativa che se può apparire giustificata negli snodi fondamentali della disciplina (laddove la natura politica della decisione comporta inevitabilmente che il Governo disponga di margini di apprezza-

⁽¹⁴⁴⁾ Come noto, la pregiudizialità tecnica, in termini generali indica una « situazione che, pur rappresentando un presupposto dell'effetto dedotto in giudizio, è tuttavia distinta ed indipendente dal fatto costitutivo sul quale si fonda tale effetto (ad esempio, la qualità di erede del creditore rispetto alla domanda di pagamento del prezzo oggetto del contratto di compravendita stipulato dal defunto). Tale situazione, poiché non concerne l'oggetto del processo, è solamente passibile di accertamento in via incidentale; per converso, la pregiudizialità in senso logico indica « il fatto costitutivo del diritto che si fa valere davanti al giudice (c.d. punto pregiudiziale) o, come si sostiene in dottrina, « il rapporto giuridico dal quale nasce l'effetto dedotto in giudizio » (ad esempio, la compravendita rispetto alla richiesta di pagamento del prezzo della cosa venduta) ». Aggiunge la Suprema Corte: « è indubbio che, in base a una tesi costantemente affermata dalla giurisprudenza di legittimità, l'efficacia del giudicato copre, in ogni caso, non soltanto la pronuncia finale, ma anche l'accertamento che si presenta come necessaria premessa o come presupposto logico-giuridico nella pronuncia medesima (c.d. giudicato implicito) » (così Cass. 2 marzo 2005, n. 6170).

⁽¹⁴⁵⁾ In applicazione della L. 20 marzo 1865, n. 2248, art. 5, all. E, che riconosce il potere del giudice ordinario di esaminare incidentalmente il provvedimento amministrativo ai fini della sua eventuale disapplicazione.

⁽¹⁴⁶⁾ Osserva A. COMINO (nt. 17), 1052, che « il d.l. n. 21/2012 è piuttosto disomogeneo nella sua struttura articolazione ». Basti pensare del resto che le regole sulla notifica e sulla fase istruttoria, anziché essere unificate e previste in un unico articolo *ad hoc*, sono replicate, senza apprezzabili differenze ed anzi con qualche lacuna, per ciascuno dei quattro poteri speciali.

mento discrezionale ⁽¹⁴⁷⁾), certamente non lo è nei meccanismi più tecnici. Tra l'altro, i regolamenti attuativi, che avrebbero potuto supplire alle carenze della norma primaria, non sono andati molto oltre una semplice parafrasi del dettato normativo. È peraltro difficile, almeno allo stato, immaginare una “manutenzione straordinaria” della disciplina per via legislativa, sebbene la rilevanza della materia giustificerebbe pienamente una riproposizione delle regole secondo i canoni, tecnici ed espositivi, tipici delle norme, settoriali o generali, funzionali all'intervento dello Stato regolatore; penso, ad esempio, alle regole del TUB e del TUF sull'autorizzazione all'acquisto di partecipazioni nel capitale delle istituzionali finanziarie, in cui molti dei problemi applicativi sollevati dal Decreto Golden Power sono da tempo risolti. Non si può tuttavia escludere che, in funzione delle decisioni che la giustizia amministrativa assumerà nei casi Telecom e Retelit, di cui si è fatto cenno nel precedente paragrafo 9, i presupposti per l'esercizio dei poteri speciali vengano rivisitati e meglio delimitati, quanto meno a livello di regolamenti attuativi.

⁽¹⁴⁷⁾ Naturalmente, « la discrezionalità nei presupposti per l'esercizio dei poteri speciali e la discrezionalità in attuazione dei poteri speciali sono armi a doppio taglio per le autorità amministrative e, certamente, margini particolarmente ampi — ove non contenuti dalla stessa amministrazione e, in seconda istanza, dagli organi della giustizia amministrativa — potrebbero giustificare ancora una volta l'intervento della Commissione europea per violazione del diritto dell'UE. Il generico e occasionale riferimento ai principi di proporzionalità e ragionevolezza, nonché a criteri oggettivi e [non] discriminatori contenuti nel testo del d.l. n. 21/2012 rischiano d'altronde di risultare espressioni vuote, prive di sostanza, ove non adeguatamente supportate dai fatti » (A. COMINO (nt. 17), 1052).