



## LA *GOLDEN SHARE* NELLE SOCIETÀ A PARTECIPAZIONE PUBBLICA: MODELLI EUROPEI A CONFRONTO

CARLOALBERTO GIUSTI\*

SOMMARIO: 1. Il regime della *golden share* in Italia - 2. Regno Unito - 3. Francia - 4. Germania - 5. Spagna - 6. Portogallo - 7. L'incidenza della Corte di Giustizia: riflessioni conclusive.

1. La trasformazione degli enti pubblici in società per azioni si è realizzata in Italia attraverso un procedimento bifasico: in una prima fase si è proceduto alla privatizzazione meramente formale, prodromica all'effettiva alienazione delle azioni delle imprese statali agli investitori privati, consistente nella mera trasformazione della forma giuridica dell'impresa pubblica in società privata, pur lasciando in mano statale la proprietà delle azioni societarie<sup>1</sup>; nella seconda fase, infatti, le azioni fino a quel momento detenute sono state trasferite definitivamente ai soggetti privati, salvo mantenere una serie di poteri speciali, anche se di minoranza. Si tratta di deroghe disposte in funzione di conservare una qualche forma di controllo pubblico su imprese che operano in settori strategici dell'economia del Paese, che sovente hanno comportato un rapporto di sostanziale direzione mantenuto in capo ad organismi pubblici<sup>2</sup>. È il caso, meglio noto, del regime della "*golden share*", presente anche in altri paesi<sup>3</sup> ed utilizzato per introdurre negli statuti delle società privatizzate delle clausole che attribuivano poteri speciali al soggetto pubblico. Si potrebbe dire che l'ingresso della *golden share* si è avuto nel nostro ordinamento a partire dal decreto legge n. 332/1994, il cui art. 2, nella sua originaria formulazione, prevedeva che tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, operanti in determinati settori (difesa, trasporti, telecomunicazioni, fonti di energia e altri pubblici servizi), erano individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri quelle nei cui statuti, prima di ogni atto

---

\*Il presente saggio costituisce parte di un lavoro monografico di prossima pubblicazione nella collana "*Diritto dell'economia*", diretta da LENER R. e PICOZZA E., Torino, 2017.

<sup>1</sup> Autorevole dottrina distingue le privatizzazioni intese come perdita del controllo da parte dei poteri pubblici dalle mere cessioni di quote azionarie di minoranza; sul punto cfr. GALLI G., Privatizzazioni e riforma della regolamentazione in Italia, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 1998, p. 474.

<sup>2</sup> CARLOTTI G., CLINI A., *Diritto amministrativo*, Sant'Arcangelo di Romagna, 2014, p. 310

<sup>3</sup> CARINGELLA F., *Manuale di diritto amministrativo*, IX, 2016, Roma, p. 537.



implicante la perdita del controllo, doveva essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuiva al Ministro del tesoro la titolarità di uno o più poteri speciali<sup>4</sup>.

Con riguardo alla natura di siffatti poteri, taluni, in dottrina, li hanno ricondotti nell'alveo dei poteri amministrativi anziché in quello dei poteri *stricto sensu* societari. A conferma di tale assunto vale ricordare il caso della privatizzazione dell'ENI<sup>5</sup>, in cui all'alienazione del 51% del capitale non corrispose la perdita del controllo da parte del Ministero del tesoro, dal momento che esso, pur detenendo soltanto una partecipazione minoritaria – nella specie, il 49% del capitale azionario, mentre il restante 51% in mano ad investitori privati - conservò i poteri speciali e con essi quindi una posizione di supremazia nei confronti della suddetta società.

Un caso analogo è possibile riscontrare anche con la cessione della Telecom Italia s.p.a. all'Olivetti. Nel 2002, in particolare, il Ministero del tesoro ha ceduto il rimanente delle azioni della Telecom in suo possesso, corrispondente al 3,5 % del capitale azionario della società, conservando, tuttavia, la titolarità dei poteri speciali. In seguito, in data 15 aprile 2003, i consigli di amministrazione di Telecom e di Olivetti si riunirono per definire il progetto ultimo di integrazione tra le due società, stabilendo, in quell'occasione, che il Ministero del tesoro avrebbe conservato i poteri speciali sulla società derivante dalla fusione, ancorché ridimensionati.

L'introduzione di poteri speciali sulla Telecom è stata decisa con D.P.C.M. 21 marzo 1997 - rubricato "Individuazione di Stet s.p.a. e Telecom Italia S.p.a. quali società nei cui statuti introdurre poteri speciali a favore del Ministro del tesoro" - e con D.M. emanato nella stessa data, rubricato "Contenuto dei poteri speciali attribuiti al Ministro del tesoro da introdurre negli statuti di Stet s.p.a. e Telecom Italia s.p.a."<sup>6</sup>. Infatti era previsto che il Ministro del tesoro conservasse il potere di veto su alcune delibere di particolare importanza all'interno della società nonché il diritto di gradimento per l'ingresso di nuovi azionisti intenzionati ad acquisire partecipazioni rilevanti, mentre veniva meno il potere di nomina di un amministratore in rappresentanza del Ministro nel consiglio di amministrazione della società.

A partire dagli anni novanta del secolo scorso, dunque, le partecipazioni pubbliche in Italia hanno segnato il passaggio da un'economia pubblica ad un'economia di libero mercato. La

---

<sup>4</sup> Così FENUCCI T., *I poteri speciali dopo la privatizzazione delle imprese statali: una storia infinita*, in *Comparazione e diritto civile*, 2016, p. 14, il quale richiama a sua volta, CASSESE S., *I controlli pubblici sulle privatizzazioni*, in *Giorn. dir. amm.*, 2001, p. 857.

<sup>5</sup> CAVALLO B., *Le privatizzazioni degli enti pubblici economici*, in AA.VV., *Il mercato: le imprese, le istituzioni, i consumatori*, Bari, 2002, p. 61.

<sup>6</sup> Cfr. SANINO M., *Le privatizzazioni: stato attuale e problematiche emergenti*, Roma, 1997, p. 112.



privatizzazione formale, a differenza di quella sostanziale, ha interessato la forma degli attori economici, attuata con il passaggio da una forma di diritto pubblico (ente pubblico, azienda autonoma ed ente gestore di partecipazioni statali) ad una forma di diritto privato (società per azioni), senza alcun mutamento in termini di *corporate governance*; la privatizzazione sostanziale, viceversa, ha riguardato il trasferimento del capitale sociale dalla mano pubblica alla mano privata, in tutto o in parte.

Le ragioni che hanno indotto gli Stati ad adottare politiche di privatizzazione sono molteplici. In primo luogo si colloca l'obiettivo di ridurre il debito pubblico, come di fatto avvenuto in vari ordinamenti europei<sup>7</sup>. Accanto a tale aspetto, la stessa appartenenza all'Unione europea ha rivestito un ruolo chiave nel processo di privatizzazione, in particolare con l'adesione ad un mercato unico europeo e con la crescente integrazione economica tra gli Stati membri fino all'introduzione di una moneta unica: ciò ha fatto venir meno molte forme di regolamentazione nazionale e imposto il rispetto di rigidi parametri in materia di bilancio<sup>8</sup>. Accanto a tali fattori, se ne aggiungono altri di tipo "ideologico", specie in paesi come Regno Unito e Francia, ove le privatizzazioni hanno rappresentato un punto importante nei programmi dei partiti, preceduti da ampi dibattiti incentrati sulla volontà di ridurre il coinvolgimento statale nell'economia, diversamente che in Italia ove la privatizzazione è stata in larga parte attuata in un periodo privo di Governi stabili e forti<sup>9</sup>. Testimonianza di ciò è evincibile dalla copiosa produzione legislativa susseguitasi nel tempo, frutto di compromessi e non esente da contraddizioni.

Ciononostante, la legittimità dell'istituto della *golden share* è stata messa in discussione sia in merito alla sua compatibilità con i diritti nazionali sia rispetto ai principi fondamentali di libera circolazione di capitali e di diritto di stabilimento sancito dal diritto dell'Unione, inducendo la Commissione europea, a partire dagli anni 2000, a proporre una serie di ricorsi per infrazione riguardanti gli istituti di *golden share* presenti in diversi ordinamenti nazionali, tutti conclusi con sentenze di condanna della Corte di Giustizia ad eccezione della controversia contro lo Stato del Belgio. La Corte di Giustizia, in tale contesto, ha ricoperto il ruolo di giudice protagonista in un conflitto che ha visto

---

<sup>7</sup> Sul punto, v. GRUNDMANN S. e MOSLEY F., *Golden shares – State control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, in *Eur. Bank and Fin. Law Jour.*, 4, 2001-2002, p. 633.

<sup>8</sup> FENUCCI T., *op. cit.*, p. 4, il quale cita a sua volta FAZIOLI R., *Dalla proprietà alle regole: l'evoluzione dell'intervento pubblico nell'era delle privatizzazioni*, Milano, 1995, pp. 91 ss.

<sup>9</sup> FENUCCI T., *op. cit.*, pp. 5, 11.



contrapporsi, da un lato, gli Stati membri e, dall'altro, la Commissione europea, ferma nel considerare i vari regimi di *golden share* adottati incompatibili con i principi del diritto dell'Unione<sup>10</sup>.

Appare opportuno, pertanto, dare conto nel corso del presente lavoro delle normative adottate in altri paesi appartenenti all'Unione, pur osservando come l'effetto *Brexit* in corso di definizione possa parzialmente mutare il quadro normativo con riferimento all'esame del sistema del Regno Unito.

2. In dottrina si è soliti affermare che l'istituto della *golden share* trovi origine nell'ordinamento britannico: la *golden share*, infatti, è stata «introdotta negli anni ottanta all'epoca delle prime privatizzazioni del governo Thatcher ed utilizzata poi in tutte le più importanti e delicate operazioni: *British Telecom, British Gas, British Aerospace, Britoil, Cable and Wireless, Enterprise Oil, British Airways*»<sup>11</sup>. Il Regno Unito, quindi, è stato il primo ordinamento europeo ad intraprendere un'ampia politica di privatizzazione delle imprese pubbliche, ed è stato altresì il sistema in cui è stato introdotto per la prima volta un meccanismo di controllo statale sulle imprese dismesse, caratterizzato dalla costituzione di *Independent Regulatory Agencies* e dall'introduzione di quell'innovativa *golden share* che, successivamente, ha rappresentato per i vari legislatori nazionali europei una vera e propria fonte di ispirazione, i quali ben presto introdussero meccanismi simili all'interno delle proprie società<sup>12</sup>.

L'istituto in parola, in realtà, non ha conosciuto nel Regno Unito una compiuta disciplina generale, venendo ad essere regolamentato direttamente nelle norme statutarie delle società privatizzate, definite in base ai principi del diritto societario, alle quali hanno poi fatto rinvio i vari provvedimenti settoriali emanati dal Legislatore nazionale per consentire agli operatori economici di diritto privato di accedere a specifici comparti produttivi<sup>13</sup>. In altri termini, non essendovi una disciplina in termini generali della *golden share*, si è assistito al proliferarsi di varie configurazioni e modalità di esercizio dei poteri pubblici sulle società privatizzate, seppur accomunate da un elemento ricorrente, ossia il limite

---

<sup>10</sup> SCARCHILLO G., *Dalla Golden Share alla Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2, 2015, 619, il quale richiama a sua volta HARRIS D.J., *Il programma di privatizzazione realizzato nel Regno Unito*, in *Economia e Politica industriale*, 55/1987, pp. 97 ss.; JENKINSON T. e MAYER C., *The privatization process in France and the U.K.*, in *Eur. Economic Rev.*, 1988, p. 482 ss.; KAY J., *La privatizzazione nel Regno Unito*, in *Economia Pubblica*, 1989, n. 19, p. 87 ss.; MARSH D., *Privatization under Mrs Thatcher: a Review of the Literature*, in *Public Administration*, Vol. 69, 1991, pp. 459-480; RICHARDSON G. e DUDLEY G., *Le privatizzazioni in Gran Bretagna: innovazione di successo e implementazione difficile?*, in *Stato e mercato*, 1996, n. 47, pp. 235-269; RUTABANZIBWA A.P., *What is golden in the golden share? Company law implications of privatisation*, in *The Company Lawyer*, 1996, vol. 17, n. 2; WRIGHT V., *Le privatizzazioni in Gran Bretagna*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1988, p. 86 ss.

<sup>11</sup> SODI J., *Poteri speciali, Golden share e false privatizzazioni*, in *Società*, 1996, p. 374, citato a sua volta Di Francesco G., *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazione e controlli pubblici*, Torino, 2015, p. 66.

<sup>12</sup> SCARCHILLO G., *op. cit.*, pp. 626-627.

<sup>13</sup> LOMBARDO G., voce *Golden Share*, in *Enc. Giur.*, p. 2.



temporale entro cui siffatti poteri debbono essere esercitati (di regola cinque anni)<sup>14</sup>. La previsione di tale termine era in sintonia con lo scopo primario sotteso allo strumento giuridico dell'azione dorata, ossia la volontà di monitorare e intervenire affinché la transizione delle più importanti società inglesi, da pubbliche a private, potesse avvenire nella maniera migliore<sup>15</sup>.

Le poche disposizioni rilevanti in materia si limitarono, generalmente, ad abilitare l'autorità ministeriale competente, in accordo con il Tesoro, a procedere all'acquisto di azioni delle società privatizzate entro il c.d. *target investment limit*, ad esercitare i diritti da azionista anche tramite delegati e a prescrivere il consenso del Tesoro relativamente alle attività di gestione delle azioni di proprietà pubblica. I poteri derivanti dal possesso della "azione dorata" traevano origine, in particolare, da una fonte contrattuale, ossia gli statuti societari. Tale peculiare fonte ha sollevato non pochi problemi atteso che parte della giurisprudenza considerò inizialmente la natura statutaria della *golden share* alla stregua di una condizione ostativa in relazione sia alla sua legittimità ed alle sue modalità di esercizio, sia alla possibilità di un eventuale controllo giudiziale dello strumento societario<sup>16</sup>. Conseguenza di ciò era, ad avviso di tale orientamento, l'impossibilità di sottoporre i poteri di *golden share* ad alcun controllo giudiziale di merito da parte degli inglesi, non trovando essi fondamento in uno statuto o in una specifica legge. In senso opposto, dottrina maggioritaria e altre corti inglesi hanno sostenuto la natura pubblica di siffatti poteri, senza negare così alcuna possibilità di controllo di natura giudiziale sull'utilizzo della *golden share*.

Nello specifico, è possibile distinguere due tipologie di *golden share* utilizzate dal governo d'oltremarica: con la prima, definita "*built in majority*", veniva riconosciuto all'azionista speciale pubblico (c.d. "*special shareholder*") un diritto di voto in più rispetto alla totalità delle azioni in mano privata nei confronti di qualsiasi decisione presa nell'assemblea ordinaria, di guisa da garantire sempre la maggioranza, per l'appunto una *built in majority*, e il diritto di convocare l'assemblea straordinaria, nella quale, potendosi assicurare una maggioranza certa, si garantiva la possibilità di proporre e di far approvare qualsiasi decisione che ritenesse utile all'interno della compagine sociale. Mediante questo modello, dunque, veniva concesso allo Stato un penetrante intervento nelle vicende gestionali delle società privatizzate.

---

<sup>14</sup> GASPARI F., *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici*, Torino, 2015, p. 67.

<sup>15</sup> Ciononostante, in alcuni casi fu prevista una durata della *golden share* illimitata, come nelle vicende *Rolls Royce*, *Jaguar*, *British Telecom* e *British Aerospace*, onde garantire e salvaguardare il più possibile settori come quello metalmeccanico, automobilistico, aeronautico e delle telecomunicazioni, da eventuali cordate estere che avrebbero potuto compromettere la gestione di società che svolgevano servizi essenziali per il Paese.

<sup>16</sup> SCARCHILLO G., *op. cit.*, p. 628.



Con la seconda (“*relevant person*”), invece, si è voluto assicurare il rispetto di eventuali limiti al possesso di pacchetti azionari nelle società, sebbene non si tratta di una vera e propria *golden share* in quanto per la realizzazione dell’obiettivo perseguito non era necessariamente richiesta la presenza di azioni speciali<sup>17</sup>. I limiti in questione consistevano nella previsione dell’obbligo in capo ai soci di notificare il possesso di partecipazioni azionarie che superassero il 5% del totale e di provvedere alla dismissione obbligatoria di quelle azioni con diritti di voto oltre la soglia del 15% delle azioni della società. Nei confronti dei detentori di partecipazioni eccedenti tale soglia (“*relevant person*”), gli amministratori erano tenuti ad instaurare un contraddittorio, al termine del quale si poteva procedere alla cessione coattiva del pacchetto azionario, in modo da ripristinare i limiti stabiliti dallo statuto e dalla *golden share*. Prima della decisione circa la dismissione delle azioni eccedenti la soglia citata, l’azionista era privo di qualsiasi diritto di voto<sup>18</sup>.

Al pari di quanto avvenuto nell’ordinamento francese, *infra par. 2*, anche la normativa britannica relativa alla privatizzazione delle *public corporations* è stata oggetto di attenzione da parte della Corte di Giustizia, ed in particolare nella vicenda della privatizzazione della British Airports Authority (BAA)<sup>19</sup>.

La British Airports Authority, titolare di sette aeroporti internazionali nel Regno Unito, venne privatizzata con l’*Airports Act* dell’8 luglio 1986.

Secondo tale legge, il *Secretary of State* aveva il potere di approvare, con o senza modifiche, lo statuto della società chiamata ad assumere le funzioni della *British Airports Authority*. Nel 1987 venne creata, pertanto, la BAA ed un’azione speciale da una sterlina fu creata a favore del Secretary of State for Transport. L’art. 10 dello statuto della BAA, rubricato “L’azione speciale”, prevedeva il necessario consenso scritto dell’azionista speciale, tra l’altro, per le modifiche normative volte a eliminare le norme che prevedevano i diritti speciali, la cessione dei beni appartenenti a tale società o a una qualunque delle sue controllate, la cessazione del controllo sulle sue società controllate, la sua liquidazione o scioglimento. Inoltre, l’articolo 40, n. 1, del medesimo statuto disponeva che lo stesso fosse destinato ad impedire che un soggetto non autorizzato fosse, fosse ritenuto o apparisse agli amministratori titolare di diritti su azioni della società che conferissero o fossero suscettibili di conferire in determinate circostanze oltre il 15% dei voti esprimibili in sede di adozione di qualunque delibera nell’ambito di

---

<sup>17</sup> Si è proceduto all’utilizzo di tale tipologia nelle privatizzazioni di *British Telecom*, *British Steel*, *National Power* e *PowerGen British*.

<sup>18</sup> Tale forma di azione fu adottata, ad esempio, negli statuti societari di società quali *British Telecom*, *British Steel* ed in società incaricate della gestione di acqua potabile ed energia elettrica quali la *National Power* o la *Power-Gen British*.

<sup>19</sup> CGUE, sentenza 13 maggio 2003, causa C-90/01.



qualsiasi assemblea generale della società; i commi successivi del medesimo articolo descrivevano come attuare nello specifico la norma in parola<sup>20</sup>. Nel corso del giudizio dinanzi alla Corte di Giustizia, il governo britannico ha esposto le proprie difese evidenziando l'assenza di misure discriminatorie, ma tale strategia difensiva non fece breccia nel giudizio finale dei giudici di Lussemburgo.

Se da un lato il Regno Unito ha sempre considerato l'istituto delle *golden shares* come esercizio di un potere privato, tale da non giustificare l'intervento comunitario, sebbene titolare di tali azioni sia il Ministro, il quale si limiterebbe a svolgere una mera attività economica, dall'altro lato i giudici di Lussemburgo hanno stabilito di poter valutare la compatibilità della *golden share* britannica con il diritto dell'Unione, in quanto tale specifico potere richiede comunque l'approvazione dello statuto della società con atto legislativo e va oltre la mera applicazione del diritto privato delle società. Così argomentando, lo Stato, una volta approvato lo statuto con atto legislativo, agisce pur sempre come autorità pubblica, sottostando conseguentemente alle regole sulla libertà di circolazione dei capitali. A conclusione del procedimento, la Corte di Giustizia ha dichiarato incompatibile con il diritto comunitario lo statuto della BAA adottato il 7 luglio 1987 in quanto impediva, ed in particolare gli artt. 40 e 10, n.2 del medesimo statuto, laddove prevedevano rispettivamente disposizioni che limitano l'acquisto di partecipazioni, e che restringevano in altro modo la possibilità di partecipare effettivamente alla gestione di una società o al suo controllo, in quanto restrittive della libera circolazione di stabilimento e dei capitali di cui agli artt. 43 e 56 del TCE (oggi artt. 49 e 63 TFUE).

**3.** Dopo il Regno Unito, è stato il governo d'Oltralpe a fare ricorso alle privatizzazioni nell'ambito dei servizi pubblici. A partire dagli anni ottanta, infatti, l'ordinamento francese si è segnalato per la presenza massiccia di società miste (c.d. *sociétés d'économie mixte locales*). La privatizzazione francese trova fondamento in una serie di ragioni: da un lato l'esigenza di tutelare alcuni profili di interesse nazionale, come i livelli di occupazione e gli investimenti, e dall'altro le necessità di evitare la dipendenza della società dal capitale straniero ovvero la formazione di oligopoli o monopoli.

Si segnalano, nello specifico, due importanti programmi politici attuati, rispettivamente, dal Governo Chirac – leggi 2 luglio e 6 agosto 1986 – e dal Governo Balladur nel 1993. Si osserva, tuttavia, come le previsioni costituzionali in tema di necessaria proprietà pubblica per i servizi pubblici e per i monopoli naturali abbia costituito, almeno inizialmente, un ostacolo per talune privatizzazioni, laddove al punto 9 del preambolo della Costituzione del 27 ottobre 1946 si affermava che «*Ogni bene, ogni impresa,*

---

<sup>20</sup> FENUCCI T., *op. cit.*, p. 37.





la cui utilizzazione ha o acquista i caratteri di un servizio pubblico nazionale o di un monopolio di fatto, deve diventare proprietà della collettività.»

Ciononostante, il processo di privatizzazione è stato reso possibile mediante l'istituto dell'*action spécifique* (azione specifica), introdotta con la *Loi n. 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations* e della *noyau dur*.

Con specifico riguardo all'*action spécifique*<sup>21</sup>, essa può dirsi paragonabile alla *golden share* di matrice anglosassone, laddove permette al Governo di porre un veto a chiunque intende acquistare una quota superiore al 10% del capitale azionario; come per quella elaborata in Gran Bretagna, anche essa aveva una durata massima di cinque anni, trascorsi i quali diventava un'azione ordinaria. Nel 1993, tuttavia, il legislatore ha eliminato tale limite temporale e ha riservato al Ministro dell'Economia la possibilità di trasformare in qualsiasi momento, qualora ve ne fosse necessità, l'*action spécifique* nuovamente in azione ordinaria.

Poco prima dell'istituzione dell'*action spécifique*, il legislatore aveva approvato la *Loi n. 86-793 du 2 juillet 1986 autorisant le Gouvernement à prendre diverses mesures d'ordre économique et social*, che stabiliva la disciplina generale in merito alle imprese pubbliche privatizzabili e le possibilità di attuazione del processo di privatizzazione.

La succitata legge n. 86-912, modificata da ultimo con la *Loi n. 2006-1770 du 30 décembre 2006*, contiene quindi la disciplina sulle modalità di applicazione delle privatizzazioni.

In particolare, l'art. 2 prevede l'istituzione di un'autorità amministrativa indipendente, quale la *Commission des participations et des transferts*, deputata a fissare le regole per la valutazione delle imprese privatizzabili.

L'art. 10 della legge stabilisce, altresì, che spetta al Governo valutare l'opportunità, ai fini della protezione degli interessi nazionali, di trasformare un'azione ordinaria dello Stato in *action spécifique* ed eventualmente attuarla mediante decreto. Nel momento in cui viene disposta un'azione specifica, possono essere poste alcune speciali prerogative in capo al Governo: la possibilità che il Ministro dell'economia esprima un consenso preventivo sul superamento da parte di un azionista, o di più azionisti che agiscano di concerto, di specifici tetti di possesso azionario; la nomina, all'interno del

---

<sup>21</sup> V., *ex multis*, GIPPINI FOURNIER E. - RODRÍGUEZ MIGUEZ J.A., *Actions spécifiques dans les sociétés privatisées: le beurre ou l'argente du beurre*, in *Rev. du droit de l'Union européenne*, 2003, pp. 39 ss.; CARRAEU D., *Privatisations et droit communautaire: la validation conditionnelle des actions spécifiques* (ou "Golden Shares"), in *Contr. impr./Europa*, 2002, p. 1191 ss.





Consiglio di amministrazione di un'impresa, di uno o due rappresentanti dello Stato, senza poteri deliberativi; la possibilità di opporsi ad eventuali cessioni di attivo da parte della società, che possano recare pregiudizio agli interessi nazionali<sup>22</sup>. Per determinate società, inoltre, l'acquisto da parte di persone fisiche o giuridiche straniere di alcune percentuali di capitale sociale deve essere sottoposto ad autorizzazione preventiva da parte del Ministro dell'economia.

Il decreto istitutivo di un'*action spécifique*, previsto con riferimento a ciascuna delle imprese menzionate all'art. 2 della *Loi n.93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation*, deve essere emanato prima che intervenga la *Commission des participations et des transferts*.

È fatta salva, in ogni momento, la riconversione dell'azione specifica in azione ordinaria, mediante decreto a sua volta, tenendo tuttavia conto dei rischi connessi all'indipendenza nazionale in gioco.

In Francia, dunque, diversamente da quanto visto nel sistema anglosassone, l'azione ordinaria della società subisce la trasformazione in *action spécifique* mediante un apposito atto normativo, il quale ne determina al contempo i poteri utilizzabili all'interno della medesima società<sup>23</sup>.

Tra i decreti emanati per l'istituzione di azioni specifiche in imprese privatizzate, degno di nota è il *Décret n.93-1298 du 13 décembre 1993*, successivamente abrogato nel 2002, con il quale è stata disposta una *golden share* dello Stato nella *Société nationale Elf Aquitaine*: il decreto, in particolare, stabiliva che fosse il Ministro dell'economia a beneficiare del potere di approvare in via preventiva ogni superamento dei limiti massimi di detenzione diretta o indiretta di titoli azionari della società, nonché della facoltà di opporsi contro decisioni di cessione o di attribuzione a titolo di garanzia di elementi patrimoniali.

---

<sup>22</sup> Cfr. Camera dei deputati - XVI Legislatura - Dossier di documentazione, *La disciplina della golden share in Francia e Germania*, N. 34/I – 28 marzo 2012, A.C. 5052

<sup>23</sup> I poteri speciali conferiti allo Stato, e utilizzabili dal Governo in caso di bisogno all'interno delle vicende societarie di gran parte delle ex imprese statali francesi privatizzate nel corso degli anni, erano di varia tipologia tra i quali si menzionano: a) il potere di esprimere, tramite il Ministero dell'Economia, il consenso preventivo al superamento di determinati tetti al possesso azionario da parte di uno o più azionisti che agiscano di concerto (tale prerogativa conferita al Governo risultava essere di fondamentale importanza poiché permetteva di opporsi all'assunzione di partecipazioni di controllo da parte di investitori esteri c.d. "indesiderati"); b) il potere di nomina, all'interno del consiglio di amministrazione della società, di uno o due rappresentanti statali, ai quali però veniva negata la capacità di esprimere un voto deliberativo (con ciò, invero, si voleva consentire al Governo di conoscere direttamente le politiche che si apprestava ad adottare l'impresa); c) il potere attribuito al Ministero dell'Economia di opporsi alle delibere di cessione di attivi da parte della società, qualora queste potessero recare pregiudizio agli interessi nazionali; d) il potere di applicare, per i detentori di partecipazioni acquisite in maniera irregolare, sanzioni quali il divieto di esercitare diritti di voto corrispondenti a tali titoli e l'obbligo di cedere gli stessi entro tre mesi dal loro acquisto, pena la loro vendita coattiva.



Nel 1999, la Commissione europea, come anticipato, avvedutasi dei rischi connessi ai fenomeni di privatizzazione così previsti, dopo aver inviato al Governo francese una prima lettera di diffida asserendo l'incompatibilità di alcune disposizioni contenute nel decreto n. 93-1298 con il diritto comunitario, ed avendo ritenuto insufficienti le contro-proposte dell'Eliseo, ha presentato ricorso alla Corte di giustizia delle Comunità europee, impugnando l'art. 2, nn.1 e 3, del *Décret n.93-1298* per violazione dei principi di libertà di stabilimento dei cittadini, di libera circolazione dei capitali, oggi rispettivamente sanciti agli artt. 43<sup>24</sup> e 56<sup>25</sup> TUE. In particolare, le prime due disposizioni, come noto pongono il principio della libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro e quello della libera circolazione dei capitali tra Stati membri. Il governo francese, in risposta alle censure così mosse, ha rilevato che le eventuali restrizioni ai due principi fossero giustificate sia dall'eccezione di pubblica sicurezza – della quale si sarebbe avvalsa onde tutelare la continuità dell'approvvigionamento di prodotti petroliferi in caso di crisi, sia da motivi imperativi di interesse generale.

Con sentenza del 4 giugno 2002<sup>26</sup>, la Corte di giustizia dell'Unione, a conclusione del procedimento, pur confermando, da un lato, il legittimo interesse pubblico del rifornimento di prodotti petroliferi per la Francia in caso di crisi, ha dall'altro fornito un'interpretazione restrittiva circa l'eccezione delle esigenze di pubblica sicurezza, laddove esse *«devono essere intese in senso restrittivo, di guisa che la loro portata non può essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il controllo delle istituzioni comunitarie. La pubblica sicurezza può essere quindi invocata solamente in caso di minaccia effettiva ed abbastanza grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività (v., sentenza Église de Scientologie)»*<sup>27</sup>.

La Corte, inoltre, ravvisa nel potere del Ministro dell'economia di autorizzare il superamento di limiti massimi di detenzione di titoli azionari della società *Elf Aquitaine* *«un potere discrezionale così ampio che rappresenta un grave pregiudizio alla libera circolazione dei capitali che può portare alla soppressione di quest'ultima. Pertanto il regime controverso va manifestamente oltre quanto necessario per conseguire l'obiettivo fatto valere dal governo francese, ossia la prevenzione di un pregiudizio alla fornitura minima di prodotti petroliferi in caso di reale*

<sup>24</sup> Art. 43 TUE: 1. Nel quadro delle disposizioni che seguono, le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro vengono vietate. Tale divieto si estende altresì alle restrizioni relative all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di uno Stato membro. 2. La libertà di stabilimento importa l'accesso alle attività non salariate e al loro esercizio, nonché la costituzione e la gestione di imprese e in particolare di società ai sensi dell'articolo 48, secondo comma, alle condizioni definite dalla legislazione del paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini, fatte salve le disposizioni del capo relativo ai capitali.

<sup>25</sup> Art. 56 TUE: 1. Nell'ambito delle disposizioni previste dal presente capo sono vietate tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi. 2. Nell'ambito delle disposizioni previste dal presente capo sono vietate tutte le restrizioni sui pagamenti tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi.

<sup>26</sup> CGUE, sentenza 4 giugno 2002, C-483/99, *Commissione delle Comunità europee contro Repubblica francese*.

<sup>27</sup> CGUE, *ult. cit.*, par. 48.



*minaccia*»<sup>28</sup>. Ugualmente, il potere del Ministro di opporsi contro decisioni di cessione o di attribuzione a titolo di garanzia di elementi patrimoniali rappresenta, per i giudici di Lussemburgo, un ampio potere discrezionale, non limitato da alcuna condizione, e che va «*manifestamente oltre quanto necessario a conseguire l'obiettivo fatto valere dal governo francese, vale a dire la prevenzione di un pregiudizio alla fornitura minima di prodotti petroliferi in caso di reale*»<sup>29</sup>.

Con la “*noyau dur*” (il c.d. *nocciolo duro*) si è voluta garantire la stabilità delle imprese attraverso l'acquisto di una quota del capitale (dal 20 al 30%) da parte di 10-20 grandi azionisti, ciascuno dei quali possiede una quota oscillante tra lo 0,25 e il 5% del capitale. Gli azionisti componenti il nocciolo duro, scelti dal Ministro delle Finanze, detengono una posizione privilegiata di controllo e per compensare tale privilegio è previsto che essi pagano un prezzo superiore a quello pagato nell'offerta pubblica, mentre la maggiorazione oscilla tra il 2 e il 10% del prezzo dell'offerta.

4. In Germania, diversamente da quanto sin qui esaminato, a partire dalla fine del secondo conflitto bellico, non vi son state nazionalizzazioni significative, in quanto le imprese pubbliche allora esistenti appartenevano principalmente ai *Länder*, ai comuni e agli altri enti locali. Tale situazione è rimasta pressoché invariata fino agli anni Ottanta, allorquando a seguito del successo elettorale dei liberal-conservatori, la nuova coalizione di governo ha autorizzato la cessione di quote dell'industria automobilistica *Volkswagen*, dell'azienda chimica ed energetica *VEBA* e della compagnia di trasporto aereo *Deutsche Lufthansa*, realizzando così il primo vero processo di privatizzazione delle imprese pubbliche tedesche<sup>30</sup>.

La vendita delle aziende pubbliche è stata realizzata seguendo due tipologie di azione: la privatizzazione formale e la privatizzazione sostanziale.

La privatizzazione formale ha riguardato le imprese dipendenti dalle amministrazioni regionali o locali, ove il privato ha sostituito il pubblico mediante la costituzione di società di diritto privato in cui l'autorità pubblica rappresentava l'azionista di maggioranza.

La privatizzazione sostanziale, invece, ha interessato le imprese soggette al controllo del Governo centrale, in cui la responsabilità delle operazioni è stata attribuita al Ministro federale delle finanze con potere di veto sulla gestione della vendita.

---

<sup>28</sup> *Idem*, par. 51.

<sup>29</sup> *Idem*, par. 52.

<sup>30</sup> GASPARI F., *op. cit.*, p. 77.



Dal punto di vista normativo, l'ordinamento tedesco non ha mai avuto una legge quadro sulle privatizzazioni di imprese pubbliche, richiedendo per ciascuna di esse un apposito provvedimento. Una specifica normativa è stata introdotta, tuttavia, per la *Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)*, l'Agenzia di diritto pubblico creata nel 1948 con lo scopo di coordinare l'utilizzo dei fondi del Piano Marshall per la ricostruzione e il sostegno alle imprese, e in seguito utilizzata come *holding* di partecipazioni destinate al mercato, presso cui sono stati collocati i pacchetti azionari di diverse società a partecipazione pubblica<sup>31</sup>. Il richiamo è degno di nota in quanto alla KfW è stato assegnato il compito di consulente dello Stato nell'ambito del processo privatizzazione di imprese pubbliche, come è accaduto ad esempio nel caso della *Deutsche Telekom* e della *Deutsche Post*. Dall'ultima relazione sulle partecipazioni statali presentata dal Ministro federale delle finanze nel 2015 risultano oltre 100 le imprese a partecipazione diretta dello Stato, mentre il numero di partecipazioni dirette con un capitale nominale di almeno 50.000 euro e una quota azionaria di almeno il 25% è di circa 30<sup>32</sup>.

Un caso particolare ha avuto come protagonista la nota casa automobilistica Volkswagen, a seguito della sentenza del 23 ottobre 2007<sup>33</sup>, in cui la Corte di giustizia ha affrontato il delicato tema delle restrizioni alla libertà di circolazione dei capitali sancita dall'art. 56 del Trattato CE<sup>34</sup>.

All'attenzione della Corte di Lussemburgo sono state sottoposte, in particolare, alcune norme della legge 21 luglio 1960, relativa alla trasformazione della Volkswagen da società a responsabilità limitata a società per azioni (*Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand - VWGmbHÜG*). La Commissione europea contestava la contrarietà al diritto comunitario di tale legge laddove introduceva nello statuto della nuova società regole diverse rispetto agli schemi generali del diritto societario, per tre specifici aspetti: a) i diritti di voto in assemblea dei singoli azionisti era limitato ad un massimo di 1/5 dei voti disponibili anche per gli azionisti che detenevano una quota superiore del capitale sociale; b) il Governo federale e il Land della Bassa Sassonia avevano il diritto di designare ciascuno due membri del consiglio di sorveglianza della società, purché possedessero azioni della stessa; c) nelle ipotesi in cui le norme sulle società in

---

<sup>31</sup> GASPARI F., *op. cit.*, p. 78.

<sup>32</sup> *Beteiligungsbericht 2015* consultabile al link [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de)

<sup>33</sup> CGUE, C-112/05, sentenza 23 ottobre 2007, Commissione c. Repubblica federale di Germania.

<sup>34</sup> Per un commento *cf.*, *ex multis*, BARZAZI G., *La forza espansiva dei principi affermati dalla giurisprudenza comunitaria in tema di golden share*, in *I Contratti dello Stato e degli Enti Pubblici*, 3/2008., 149 ss.; MUCCIARELLI F. M., *La sentenza "Volkswagen" e il pericolo di una "convergenza" forzata tra gli ordinamenti societari*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 273 ss.; SPATTINI G. C., <<Vere>> e <<false>> <<golden shares>> nella giurisprudenza comunitaria. <<La deriva sostanzialista>> della Corte di giustizia, ovvero il <<formalismo>> del principio della <<natura della cosa>>: il caso Volkswagen, e altro...>>, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2008, 303 ss.



generale richiedono la maggioranza in assemblea di almeno  $\frac{3}{4}$ , la legge sulla VW richiedeva una maggioranza di  $\frac{4}{5}$ .

La Corte, all'esito del procedimento, ritenne le tre succitate regole aventi quale effetto quello di rendere meno attraente l'investimento diretto in azioni della VW, in quanto costitutive di un "contesto giuridico" tale da conferire al Governo federale e al Land della Bassa Sassonia la possibilità di esercitare, con un investimento di modesta portata, "un'influenza sostanziale" sulla società così privatizzata.

La legge sulla Volkswagen venne successivamente modificata nel 2008, sebbene le nuove modifiche non siano state ritenute sufficienti dalla Commissione europea, richiedendo un nuovo intervento della Corte di giustizia, la quale si è pronunciata con sentenza del 22 ottobre 2013<sup>35</sup>.

In caso di mancato adeguamento sono state proposte multe definite "stellari" da alcune testate giornalistiche: una retroattiva di € 31.114,72 al giorno dal 23 ottobre 2007 (data della sentenza della Corte) fino a quando non fosse stata ulteriormente modificata la legge contestata; l'altra, notevolmente più elevata, di € 282.725,10 al giorno a decorrere dal nuovo giudizio della Corte, qualora questo fosse giunto prima ancora del necessario intervento legislativo. Diversamente da quanto avvenuto nel primo giudizio, tuttavia, la Corte di Giustizia respinse il ricorso avanzato dalla Commissione, ritenendo che, avendo abrogato, da un lato, l'articolo 4, paragrafo 1, della legge VW e, dall'altro lato, l'articolo 2, paragrafo 1, di tale legge, eliminando in tal modo il combinato disposto di quest'ultima disposizione e dell'articolo 4, paragrafo 3, di detta legge, la Repubblica federale di Germania si era conformata, nei termini assegnati, agli obblighi che le incombono ai sensi dell'articolo 260, paragrafo 1, TFUE.

5. In Spagna la necessità di procedere ad una razionale privatizzazione delle attività economiche svolte dal settore pubblico aveva determinato in passato, in alcuni casi, l'alienazione della partecipazione dello Stato, diretta o indiretta, in imprese di carattere commerciale<sup>36</sup>. Tuttavia questo meccanismo ha finito per costituire spesso una forma di garanzia o di attuazione di un interesse pubblico. Per tali ragioni, è intervenuto il legislatore con la *Ley 5/1995, de 23 de marzo, de Régimen jurídico de enajenación de Participaciones Públicas en determinadas empresas*, che individuava appunto un meccanismo alternativo di protezione dell'interesse collettivo, sottoponendo a un preciso regime di autorizzazione amministrativa gli accordi e gli atti intercorrenti tra Stato e altri soggetti commerciali privati<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> CGUE, C-95/12, sentenza 22 ottobre 2013.

<sup>36</sup> Cfr., sul tema, COCCIOLO E., *La golden share in Spagna. Regulating corporate governance*, in *Servizi pubblici*, 2004, pp. 247 ss.

<sup>37</sup> Cfr., in merito, NICO A.M., *Le privatizzazioni in Spagna*, in AA.VV., *Le privatizzazioni in Europa*, in *Trattato di diritto amministrativo*, SANTANIELLO G. (a cura di), Padova, 2003, pp. 395 ss., richiamato a sua volta da GASPARI F., *op. cit.*, p. 82.



In base alla legge testé citata, le imprese che presentavano nel proprio capitale sociale una partecipazione pubblica superiore al 25% e la cui attività includea la prestazione di servizi essenziali o lo svolgimento di attività di interesse generale sono assoggettate ad un regime di autorizzazione preventiva – delle delibere societarie più importanti, qualora la partecipazione dello Stato a) si riduca, per effetto di operazioni di trasferimento, in percentuale pari o superiore al 10% del capitale sociale e divenga inferiore al 50%; b) si riduca, a seguito di qualsiasi atto o negozio, ad una quota inferiore al 15% del capitale sociale.

Anche la normativa spagnola non è stata esente da censure da parte della Corte di Giustizia<sup>38</sup>, la quale dichiarò nel 2003 la *ley 5/1995* (e la successiva disciplina di dettaglio) in conflitto con il diritto comunitario.

In particolare il regime di previa autorizzazione amministrativa venne ritenuto non giustificato da ragioni imperative di interesse generale, in assenza di criteri obiettivi, duraturi nel tempo e resi pubblici, e non conforme al principio di proporzionalità.

Al fine di adeguarsi al *diktat* dei giudici di Lussemburgo, è stata emanata la successiva *Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social* riscrisse profondamente la *Ley 5/1995*, che ha sostituito il precedente regime dell'autorizzazione con quello di notificazione. Ma il Governo spagnolo, investito di una nuova lettera di intimazione rivolta dalla Commissione europea al Governo spagnolo il 7 luglio 2004 ha indotto il legislatore a intervenire ancora una volta, onde scongiurare il rischio delle gravose sanzioni prospettate, con la *Ley 13/2006, de 26 de mayo, por la que se deroga el régimen de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas establecido por la Ley 5/1995, de 23 de marzo, y sus disposiciones de desarrollo y ejecución*, che ha definitivamente abrogato l'intera normativa in materia.

Nel 2008 la Corte di Giustizia è intervenuta nuovamente con due pronunce.

La prima, in data 14 febbraio, con la quale il giudice europeo ha dichiarato contraria ai principi di libera circolazione dei capitali la normativa spagnola che prevedeva misure limitative dei diritti di voto connessioni ad azioni possedute da enti pubblici in imprese nazionali nell'ambito del settore energetico. Il riferimento è alla causa C-274/06, Commissione c. Regno di Spagna, in cui i giudici conclusero nel senso che «*mantenendo in vigore misure come quelle previste dalla ventisettesima disposizione addizionale della legge 29 dicembre 1999, n. 55, concernente misure fiscali, amministrative e sociali, nella versione*

---

<sup>38</sup> CGUE, C-463/00, sentenza 13 maggio 2003.





modificata dall'art. 94 della legge 30 dicembre 2003, n. 62, che limitano i diritti di voto corrispondenti alle azioni detenute da enti pubblici nelle imprese spagnole operanti nel settore energetico, il Regno di Spagna è venuto meno agli obblighi ad esso incombenti in forza dell'art. 56 CE».

La seconda decisione menzionata, invece, risale al 17 luglio del medesimo anno, relativa alla normativa nazionale che assoggettava a una previa autorizzazione l'acquisizione di partecipazioni in imprese che esercitavano attività regolamentate nel settore dell'energia e degli attivi necessari per svolgere tali attività<sup>39</sup>. Anche in tale occasione lo Stato spagnolo rimase soccombente in quanto avendo adottato le disposizioni del n. 1, secondo comma, della quattordicesima funzione della Commissione nazionale per l'energia prevista dall'undicesima disposizione addizionale, parte terza, n. 1, della legge 7 ottobre 1998, n. 34/1998, disciplinante il settore degli idrocarburi (*Ley 34/1998, del sector de hidrocarburos*), come modificata dal Regio decreto legge 24 febbraio 2006, n. 4/2006 (*Real Decreto-ley 4/2006*), al fine di assoggettare a previa autorizzazione della Commissione nazionale per l'energia l'acquisizione di talune partecipazioni in imprese che esercitano determinate attività regolamentate nel settore dell'energia nonché l'acquisizione degli attivi necessari per svolgere tali attività, il Regno di Spagna aveva violato gli obblighi ad esso incombenti in forza degli artt. 43 CE e 56 CE.

6. L'intervento della Corte di Giustizia ha interessato anche la normativa portoghese in materia di *golden share*. Precisamente, le disposizioni interessate sono state la legge 5 aprile 1990, n. 11 - legge quadro sulle privatizzazioni (*Diário da República* I, serie A, n. 80, del 5 aprile 1990, p. 1664), in particolare l'art. 13, n. 3, della stessa; i decreti legge sulla privatizzazione di imprese successivamente emanati per la sua attuazione; i decreti legge 15 novembre 1993, n. 380 (*Diário da República*, I, serie A, n. 267, del 15 novembre 1993, p. 6362), e 28 febbraio 1994, n. 65 (*Diário da República* I, serie A, n. 49, del 28 febbraio 1994, p. 933). Come per gli altri sistemi stranieri previamente considerati, anche in tal caso era previsto un regime di autorizzazione amministrativa preventiva.

In particolare l'art. 13, n. 3, della L. n. 11/90 prevedeva che in caso di privatizzazione la quantità di azioni, che potevano essere acquisite o sottoscritte da società straniera o il cui capitale maggioritario era detenuto da società straniera, poteva essere limitata. Stabilito il valore massimo della loro partecipazione al capitale sociale e il tipo di controllo corrispondente a condizioni da prevedere in seguito, si stabiliva la sanzione della vendita forzata delle azioni eccedenti tali limiti, la perdita del diritto di voto conferito da tali azioni, o la nullità delle acquisizioni o sottoscrizioni. La possibilità offerta

---

<sup>39</sup> CGUE, causa C-207/07, 17 luglio 2008, *Commissione c. Spagna*.





dall'art. 13, n. 3, della L. n. 11/90, era stata utilizzata in un gran numero di decreti legge di privatizzazione di imprese operanti nel settore bancario, delle assicurazioni, dell'energia e dei trasporti e in ciascun caso era prevista la partecipazione straniera massima autorizzata. L'articolo unico del D.L. n. 65 del 1994, adottato in attuazione della suddetta legge n. 11 del 1990, prevedeva che per l'applicazione del citato articolo 13, n. 3, della legge da ultimo citata, il limite di partecipazione di soggetti stranieri nel capitale delle società derivanti dal processo di riprivatizzazione era fissato al 25%, salvo che un limite superiore fosse già stato fissato dal testo normativo che ne prevedeva la riprivatizzazione. Poi l'articolo 1 del D.L. n. 380 del 1993 stabiliva che l'acquisizione *inter vivos*, a titolo oneroso o gratuito, da parte di un'unica persona, fisica o giuridica, di azioni societarie che rappresentano più del 10% del capitale con diritto di voto, nonché l'acquisizione di azioni che, sommate a quelle già possedute, superavano tale limite, nel caso di società destinate ad operazioni di riprivatizzazione, era soggetta a previa autorizzazione del Ministro delle Finanze.

Tale regime di previa autorizzazione da parte della Repubblica portoghese per l'acquisto di una partecipazione superiore a un certo livello in talune imprese nazionali venne ritenuto ostativo alla libera circolazione dei capitali. Di rilievo, a tal proposito, fu la decisione dell'8 luglio 2010, concernente le azioni privilegiate dello Stato portoghese nella Portugal Telecom SGPS SA<sup>40</sup>.

Nel caso di specie, la Repubblica portoghese contestava il carattere di provvedimento nazionale della misura controversa, facendo valere la natura privata delle azioni privilegiate in questione, la cui introduzione nello statuto della Portugal Telecom SGPS SA (in seguito "PT") risultava, ad avviso del governo portoghese, unicamente dalla volontà di questa società e non da quella dello Stato.

La Corte, al riguardo, rilevava che era senz'altro vero che la legge quadro sulle privatizzazioni (*Lei Quadro das Privatizações*) del 5 aprile 1990 e il decreto legge n. 44/95 si limitavano ad ammettere la possibilità di prevedere azioni privilegiate nel contratto di società della PT e che era proprio in forza delle disposizioni dello statuto di tale società, adottate in applicazione di questa normativa, che dette azioni erano state introdotte e attribuite allo Stato. Ciononostante, restava il fatto che tali disposizioni fossero state adottate il 4 aprile 1995, vale a dire non soltanto subito dopo l'adozione di detto decreto legge, ma soprattutto in un periodo in cui la Repubblica portoghese deteneva una partecipazione maggioritaria nel capitale sociale della PT, esercitando, di conseguenza, un controllo su questa società. In tale contesto, si doveva considerare che la Repubblica portoghese stessa, da un lato, avesse

---

<sup>40</sup> CGUE, causa C-171/08, 8 luglio 2010, Commissione c. Portogallo.



autorizzato in qualità di legislatore la creazione di azioni privilegiate in seno alla PT, e che, dall'altro, in quanto autorità pubblica, in applicazione dell'art. 15, n. 3, della LQP e dell'art. 20, n. 1, del decreto legge n. 44/95, avesse deciso d'introdurre azioni privilegiate nella PT, di attribuirle allo Stato e di definire i diritti speciali che esse conferiscono.

Peraltro, come rilevato dall'avvocato generale sue conclusioni, occorre altresì constatare che la creazione di dette azioni privilegiate non derivasse da un'applicazione normale del diritto societario, in quanto le azioni privilegiate previste nella PT, in deroga al codice portoghese delle società commerciali, erano destinate a rimanere proprietà dello Stato e non sono quindi trasmissibili. Pertanto, la creazione di dette azioni privilegiate doveva essere considerata imputabile allo Stato, rientrando conseguentemente nell'ambito di applicazione dell'art. 56, n. 1, CE.

In merito alla natura restrittiva del sistema di detenzione di azioni privilegiate da parte dello Stato nella PT, previsto dalla normativa nazionale in combinato con lo statuto di detta società, doveva constatarsi che un sistema siffatto potesse dissuadere gli operatori di altri Stati membri dall'investire nel capitale di questa società. Difatti, in forza di tale sistema, l'approvazione di un numero significativo di decisioni importanti concernenti la PT, riguardanti sia l'acquisizione di partecipazioni superiori al 10% del capitale sociale della società sia la gestione di quest'ultima, dipendeva dall'accordo dello Stato portoghese, dato che dette decisioni, come imposto dallo statuto della PT, non potevano essere approvate senza la maggioranza dei voti conferiti alle azioni di categoria A.

A tal proposito, occorre precisarsi che una simile maggioranza fosse richiesta in particolare per qualunque decisione di modifica dello statuto della PT, cosicché l'influenza dello Stato portoghese sulla PT poteva essere ridotta solo se lo stesso Stato membro vi avesse acconsentito.

In tal modo, la detenzione da parte dello Stato portoghese di tali azioni privilegiate, conferendo a quest'ultimo un'influenza sulla gestione della PT che non era giustificata dall'importanza della partecipazione che esso detiene in detta società, poteva dissuadere gli operatori di altri Stati membri dall'effettuare investimenti diretti nella PT, in quanto non avrebbero potuto concorrere alla gestione e al controllo di tale società proporzionalmente al valore delle loro partecipazioni.

Parimenti, la disposizione delle azioni specifiche, oggetto di esame da parte della Corte poteva, avere un effetto dissuasivo sugli investimenti di portafoglio nella PT poiché un eventuale rifiuto dello Stato portoghese di approvare una decisione importante indicata dagli organi della società interessata



come rispondente all'interesse della stessa avrebbe potuto avere un'influenza sul valore delle azioni di tale società, e quindi sull'appetibilità di un investimento in siffatte azioni.

Alla luce di ciò, i giudici hanno ritenuto che la detenzione da parte dello Stato portoghese delle azioni privilegiate costituisca una restrizione della libera circolazione dei capitali ai sensi dell'art. 56, n. 1, CE.

Una constatazione simile non poteva nemmeno essere rimessa in discussione dagli argomenti adottati dalle autorità portoghesi relativi all'applicabilità al caso di specie dell'art. 295 CE nonché all'asserita logica sottesa alla sentenza *Keck e Mithouard*<sup>41</sup>, richiamata nel corso del medesimo giudizio.

Per quanto concerne, in primo luogo, l'art. 295 CE (oggi trasfuso nell'art. 345 TFUE), secondo cui «il (...) trattato lascia del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati membri», detto articolo non deve essere inteso nel senso di sottrarre i regimi di proprietà esistenti negli Stati membri ai principi fondamentali posti dal Trattato, e, pertanto, non poteva essere invocato al fine di giustificare ostacoli alle libertà previste dal Trattato, derivanti dai privilegi che accompagnano la posizione degli Stati membri di azionisti in un'impresa privatizzata.

Riguardo, in secondo luogo, alla citata sentenza *Keck e Mithouard*, la Corte rilevare che i provvedimenti oggetto del giudizio non erano analoghi alle normative sulle modalità di vendita che detta sentenza aveva escluso dalla sfera di applicazione dell'art. 28 CE.

Infatti, secondo tale sentenza, l'applicazione a prodotti provenienti da altri Stati membri di disposizioni nazionali che limitano o vietano, sul territorio dello Stato membro d'importazione, talune modalità di vendita non era atta a ostacolare il commercio tra Stati membri, a condizione che, in primo luogo, esse si applicassero a tutti gli operatori interessati che svolgevano la loro attività sul territorio nazionale e, in secondo luogo, che colpissero allo stesso modo, sia di diritto sia di fatto, lo smercio dei prodotti nazionali e quello di prodotti provenienti da altri Stati membri. Ciò in quanto l'applicazione di tali disposizioni non era atta a impedire ai secondi l'accesso al mercato dello Stato membro d'importazione o ad ostacolarlo più di quanto non ostacolasse quello dei prodotti nazionali.

Nella vicenda in esame, invero, sebbene le restrizioni censurate erano indistintamente applicabili sia ai residenti sia ai non residenti, esse incidavano sulla situazione dell'acquirente di una quota sociale

---

<sup>41</sup> CGUE, sentenza 24 novembre 1993, cause riunite C-267/91 e C-268/91.



in quanto tale e dunque erano idonee a dissuadere gli investitori di altri Stati membri dall'effettuare simili investimenti e, pertanto, a condizionare l'accesso al mercato.

Precisato ciò, restava da esaminare se e a quali condizioni la restrizione controversa poteva essere ammessa sulla base delle giustificazioni fatte valere dalla Repubblica portoghese.

Secondo una giurisprudenza consolidata, provvedimenti nazionali che limitano la libera circolazione dei capitali possono essere giustificati dai motivi di cui all'art. 58 CE o da motivi imperativi di interesse generale, a condizione che essi siano idonei a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento<sup>42</sup>.

Per quanto riguarda anzitutto le giustificazioni basate su motivi imperativi d'interesse generale fatte valere dalle autorità portoghesi, i giudici europei rammentano come la Corte avesse già dichiarato che l'interesse alla salvaguardia delle condizioni di concorrenza su un determinato mercato non possa costituire una valida giustificazione delle restrizioni alla libera circolazione dei capitali.

Un'ulteriore decisione, emessa a distanza di pochi mesi da quella appena riportata, è stata quella inflitta in materia di azioni privilegiate detenute dallo Stato portoghese nella società EDP (*Energias de Portugal*)<sup>43</sup>. All'interno di quest'ultima lo Stato aveva mantenuto alcuni diritti speciali, attribuiti in connessione con azioni privilegiate («golden shares») detenute nel capitale sociale della suddetta società, e relativi all'esenzione dal limite massimo di voto del 5% previsto in merito alle manifestazioni di voto da parte degli altri azionisti, al diritto di designare un amministratore della società, nel caso in cui lo Stato voti contro la proposta che ha avuto il maggior numero di voti in sede di elezione degli amministratori di detta società, e al diritto di veto rispetto a talune delibere dell'assemblea generale degli azionisti relative a: a) la modifica dello statuto, compreso l'aumento di capitale, la fusione, la scissione e lo scioglimento; b) la conclusione di patti sociali di coordinazione e subordinazione; c) la soppressione o la limitazione del diritto di sottoscrizione privilegiata degli azionisti in caso di aumento di capitale. La Corte, orbene, ritiene anche in tal caso che il Portogallo abbia violato il Trattato, impedendo la libera circolazione dei capitali.

7. Un primo dato che emerge dalle plurime pronunce della Corte di Giustizia nell'ambito dei vari regimi europei di *golden shares* è rappresentato dal fatto che essa non si sia mai pronunciata sulla legittimità dell'uso dei poteri speciali o dei regimi di autorizzazione amministrativa in quanto tali,

---

<sup>42</sup> CGUE, sentenza 23 ottobre 2007, Commissione/Germania.

<sup>43</sup> CGUE, Causa C-543/08, sentenza 11 novembre 2010, *Commissione europea contro Repubblica portoghese*.



limitandosi, al contrario, ad esaminare le singole disposizioni presenti negli ordinamenti dei vari Stati membri e a giudicarne la compatibilità con il diritto dell'Unione in base all'applicazione che concretamente esse hanno ricevuto: i giudici di Lussemburgo, difatti, non hanno mostrato un atteggiamento di ostilità verso l'adozione della *golden share* nelle privatizzazioni delle imprese operanti in settori strategici, bensì verso le modalità con le quali tale strumento è stato concretamente applicato<sup>44</sup>.

Conseguentemente, la Corte di giustizia ha sempre mantenuto ferma l'esigenza di garantire la libera circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento, obliterando sistematicamente le modalità di applicazione dei poteri speciali o strumenti affini adottati dagli Stati membri. Da una parte, come osservato da alcuni autori, questo atteggiamento di rigidità potrebbe essere considerato lodevole, in forza dell'innegabile alterazione delle normali dinamiche societarie causata da tali forme di poteri speciali; dall'altra, tuttavia, ci si potrebbe domandare se, non essendo stata negata in astratto agli Stati la possibilità di utilizzare poteri speciali, un sano realismo non imponesse alle istituzioni comunitarie medesime di valutare con maggiore flessibilità l'esigenza concreta di difesa da parte degli Stati delle proprie società operanti in settori strategici nei confronti di scalate potenzialmente ostili e pericolose per la sicurezza nazionale provenienti da paesi esterni all'Unione, peraltro rese più facili a causa della perdurante difficoltà economica in cui versano ancora molti paesi dell'area in questione<sup>45</sup>.

---

<sup>44</sup> V. FRENI E., *L'incompatibilità con le norme comunitarie della disciplina sulla golden share*, in n *Giornale di diritto amministrativo*, 2001, p. 1147.

<sup>45</sup> FENUCCI T., *op. cit.*, p. 46