

PREFAZIONE

Diego Corapi

Travolto dall'ideologia del liberismo economico e della legge dei mercati ritenuta immutabile ed eterna (come quella superiore agli Dei invocata da Antigone), e squassato dal vento della globalizzazione, l'intervento pubblico nell'attività di impresa a partire dagli anni '90 del secolo scorso è stato completamente ridisegnato: non più partecipazione diretta alle strutture dell'impresa, ma intervento regolatore esterno ed imparziale della loro attività.

Di qui le privatizzazioni che in tutto il mondo hanno trasformato le imprese pubbliche in società di capitali aperte alla partecipazione dei privati ed operanti nel mercato nei modi e forme proprie di queste. Di qui l'attribuzione di un compito di controllo pubblico sul funzionamento delle regole di mercato a entità indipendente, le c.d. Autorità di regolazione e vigilanza.

Pure se orientati nettamente in questa direzione e indirizzati dai principi dell'Unione Europea e delle politiche che li attuano, gli Stati europei non hanno però abbandonato totalmente il ruolo di intervento diretto nella gestione delle attività delle imprese, ma hanno continuato a rivendicare anche sotto questo profilo la loro funzione di portatori di interessi pubblici, in questo caso specifici alle singole attività considerate.

Lo strumento, tuttavia, non è stato più quello dell'assunzione di partecipazioni di controllo in imprese formalmente private così da consentire la direzione e il coordinamento delle loro attività e quindi di definire quella singolare nozione di impresa pubblica (su cui del resto tanta parte dello sviluppo economico del nostro paese a partire dal dopoguerra si è fondato) nella quale l'obiettivo della redditività veniva interpretato come economicità di gestione, coerente con la finalità di interesse pubblico che motivava e indirizzava l'intervento.

In Italia, venute meno le holding pubbliche e il Ministero delle Partecipazioni Statali cui esse facevano capo, l'intervento pubblico nell'attività delle imprese ha assunto un'altra forma e incontrato altri limiti.

Da un lato si è limitato il potere di intervento soltanto a quelle situazioni in cui

l'interesse pubblico (la ragione di Stato) è considerato prevalente rispetto alle ragioni del mercato: l'ordine pubblico, la sicurezza pubblica, la sanità, la difesa.

D'altro lato si è comunque continuato ad utilizzare lo strumento della partecipazione, ma con uno strappo vistoso alla regola fondamentale che legittima l'attribuzione del potere di governo della società in proporzione alla partecipazione al capitale di rischio, il potere di governo è stato attribuito anche alla singola azione, la c.d. *golden share* o *action spécifique*. È vero del resto che questa regola aurea, mito fondativo del concetto di società di capitali ha trovato (*recitius* ritrovato) un'altra eccezione con l'introduzione in diversi ordinamenti (tra cui quello italiano) delle azioni a voto plurimo.

Ma è altresì vero che la funzione di essere socio al pari degli altri (anzi più degli altri: come nella orwelliana *Animal Farm*) non è l'unico metodo per assicurare il controllo pubblico di società di capitali private.

Già in Francia, pur mantenendosi il carattere di titoli azionari, l'*action spécifique* a differenza della *golden share* inglese non ha una origine meramente contrattuale o statutaria, ma nasce da un atto del legislatore, che ne determina anche gli specifici poteri in seno alla società.

Recentemente il nostro paese ha superato anche questa impostazione e con riferimento ad alcune imprese considerate strategiche ha attribuito direttamente allo Stato alcuni poteri (che subito, imitando la definizione di *golden share*, sono stati definiti *golden powers*) di vietare alcune operazioni ovvero dettare le condizioni a cui possono essere attuate.

La scelta di politica economica è stata dettata dall'esigenza di tutelare il c.d. "sistema Italia" dalle conseguenze negative dei pur favoriti e comunque imprevedibili investimenti stranieri.

La sua soluzione costituisce una evoluzione assai significativa rispetto alla soluzione precedente. Si elimina, invero, totalmente l'utilizzo anche strumentale dell'istituto privatistico (l'azione) e si qualifica l'intervento pubblico come espressione delle tradizionali attività e atti di carattere amministrativo.

È ovvio l'interesse per uno studio che possa offrire gli elementi per una valutazione del significato di questa evoluzione nel quadro del nostro ordinamento e della concezione del rapporto pubblico-privato su cui esso è tuttora fondato.

È ovvio altresì che tale studio e ricostruzione non possa prescindere da una analisi comparatistica tra le soluzioni adottate nei diversi ordinamenti e gli indirizzi che vengono dal diritto europeo.

Come ogni analisi comparatistica anche questa richiede uno sforzo dialettico tra individuazione delle soluzioni della specifica questione e riflessioni sui loro presupposti nei diversi ordinamenti.

Con questi propositi e con mano sicura di comparatista Gianluca Scarchillo ha condotto la sua attenta ricerca e offre ora in questa opera una ben documentata illustrazione dei suoi risultati.

PREMESSA DELL'AUTORE

L'idea di dedicarmi al tema trattato in questo libro è nata fin da quando il mio Maestro Diego Corapi – al cui insegnamento decisivo per la mia formazione non solo di giurista ma anche di persona civilmente e moralmente responsabile l'opera è dedicata – mi ha stimolato, con le sue preziose riflessioni, a prestare particolare attenzione all'analisi comparatistica delle questioni di diritto vivente nelle materie commercialistiche e societarie.

Il controverso tema della *golden share* e dei poteri speciali attribuiti allo Stato all'interno delle società privatizzate ha sollevato sin dalla nascita di tali strumenti di intervento pubblico nell'economia, l'interesse non solo della giurisprudenza comunitaria, ma anche della dottrina – tanto di *civil law* tanto di *common law*.

La ragione di tale attenzione è certamente da ricercarsi nelle peculiari caratteristiche di tali istituti. Essi attribuiscono al Governo, seppur con svariati elementi di differenziazione a seconda dei Paesi interessati, una serie di poteri e/o vincoli statutari da esercitare all'interno di quelle società non più soggette ad una gestione meramente statale.

La "legittimità" delle c.d. *golden share* è stata messa in discussione sia in merito alla loro compatibilità con i diritti nazionali, poiché comportavano significative deroghe rispetto al regime societario civilistico, sia, soprattutto, rispetto ai principi fondamentali di libera circolazione di capitali e di diritto di stabilimento sanciti dal diritto comunitario.

Un ruolo fondamentale, se non il più importante, nel tracciare l'evoluzione ed i punti controversi di tale disciplina, è stato svolto dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea.

Essa ha, infatti, vestito i panni di giudice protagonista in un conflitto che ha visto contrapporsi, da un lato gli Stati membri, impegnati a rivendicare il proprio diritto alla salvaguardia dei "supremi" interessi nazionali e, dall'altro, la Commissione europea, la quale non ha mancato di sanzionare qualsiasi disposizione, sia essa di natura privata o pubblica, non compatibile con i "supremi" principi del diritto comunitario.

Gli stessi organi comunitari hanno, nel tempo, espressamente ricondotto all'espressione *golden share* qualsiasi strumento giuridico che consenta di mantenere un controllo e/o un'influenza pubblica all'interno di singole società private.

Mi sia consentito concludere questa brevissima premessa con i doverosi ringraziamenti alle persone che mi hanno onorato e gratificato del loro indispensabile aiuto.

Grazie alla Prof.ssa Gabriella Autorino Stanzone e al Prof. Pasquale Stanzone per aver accolto subito con entusiasmo l'invito ad ospitare questo lavoro nella prestigiosa Collana "*Comparazione e diritto civile*", da loro magistralmente diretta.

Grazie al Prof. Guido Alpa per la grande fiducia e stima, le innumerevoli suggestioni ed i prolifici spunti offerti costantemente dagli incontri nazionali ed internazionali da lui organizzati con straordinaria generosità.

Grazie al Dott. Giuliano Giappichelli per aver pubblicato la monografia e per i suoi continui ed affettuosi solleciti durante la stesura, e a tutti i collaboratori della casa editrice Giappichelli per la loro professionalità e disponibilità.

Last but not least va il mio più vivo grazie ai miei collaboratori, Francesco Zarrilli e Giovanni Romano, perché il supporto di questi due talentuosi giovani studiosi ha rappresentato per me una fonte inesauribile di stimoli e aggiornamenti. Sono loro grato, altresì, per avermi confermato, con le loro apprezzabili doti di competenza e perseveranza, che la responsabilità più importante non è tanto che ad ogni giovane debba essere insegnato, quanto che ad ogni giovane debba essere dato il desiderio di imparare. *Ad maiora!*

INTRODUZIONE

“Non ho mai visto che sia stato raggiunto molto da coloro che pretendono di trafficare per il bene pubblico”. Così, nel lontano 1776, scriveva l'economista Adam Smith nella sua opera principale intitolata *«La Ricchezza delle Nazioni»*.

L'attuale fase storica registra profonde trasformazioni intervenute (ed in corso) nella gestione dell'economia e nelle sue regole. L'esigenza di tutela di alcuni fondamentali interessi a rilevanza generale, all'interno di ciascun ordinamento, costituisce da sempre un elemento di grande importanza non solo dal punto di vista teorico, ma anche, e soprattutto, sotto un profilo di concreta attuazione della stessa a livello normativo. Tale necessità, infatti, ha caratterizzato l'evoluzione storico-normativa degli ordinamenti giuridici più avanzati attenti, in maniera differente e con diversa intensità, alla opportunità di una presenza, diretta ovvero indiretta, dello Stato – attraverso i suoi organi – nella protezione di interessi generali di rilevanza vitale.

Diverse sono state le modalità di applicazione e di realizzazione di tale primario bisogno nei diversi ordinamenti e, fra queste, non ultima, quella costituita da una serie di politiche di privatizzazione sostanziale volte a ridisegnare l'assetto proprietario di alcune S.p.A. di nuova creazione operanti in settori di interesse generale, nell'ottica di un sostanziale ingresso di soggetti privati nel capitale delle stesse. I processi di privatizzazione sono emersi come tendenza generalizzata all'incirca trenta anni fa e non hanno interessato solo l'Italia ma molte altre nazioni all'interno dell'Unione europea (prevalentemente Francia e Regno Unito), con dimensioni ed implicazioni giuridiche differenti da Paese a Paese. Il controllo statale delle società private ha, dunque, le proprie origini nella privatizzazione delle imprese che appartenevano allo Stato (enti pubblici economici, aziende autonome statali, enti di gestione delle partecipazioni statali). Difatti, anche se i poteri degli *assets* proprietari sono stati trasferiti, lo Stato spesso cerca di mantenere un certo grado di controllo.

La formalizzazione teorica dell'interazione economica tra pubblico e privato ha attratto nell'ultimo trentennio un'attenzione crescente, dando origine ad una vasta letteratura. Questo rinnovato interesse è stato alimentato dalla realizzazio-

ne in molti Paesi industrializzati di importanti riforme istituzionali volte a ridurre lo spazio di intervento del settore pubblico nella determinazione degli indirizzi strategici del sistema economico. Rientra in questo quadro il vasto programma di privatizzazione avviato all'inizio degli anni '80 nel Regno Unito e seguito, seppure in scala ridotta e con modalità diverse, in molti Paesi europei. Si pensi, per esempio, alla Francia e, più recentemente, a Germania e Svezia, Danimarca, Spagna, Portogallo, Belgio, ai Paesi dell'Est, e così via¹. A partire dalla metà degli anni '80 il processo di privatizzazione si è esteso ai servizi di pubblica utilità, quali acqua, gas, telecomunicazioni ed elettricità, tradizionalmente caratterizzati da una forte presenza regolativa pubblica che, in Europa, ha assunto storicamente la forma della proprietà pubblica.

Gli obiettivi assegnati alle privatizzazioni sono stati numerosi ed hanno ricevuto differenti priorità a livello nazionale. Nel caso inglese, ad esempio, grossa enfasi è stata data alla necessità di liberare il cittadino dalla "mano morta dello Stato", privilegiando dove possibile la disciplina del mercato al controllo politico. Il dibattito sulle privatizzazioni in Francia è stato, invece, dominato dalla preoccupazione di salvaguardare l'interesse e l'identità nazionale.

Si è assistito, così, in Europa ad una crescente diminuzione dell'intervento pubblico in campo economico, quasi seguendo una "moda" contraria a quella che in passato ha condotto alla pubblicizzazione di gran parte dei settori industriali. Indipendentemente dall'area ideologica di appartenenza, infatti, è sempre più avvertita dalle nazioni la necessità di ridisegnare la funzione dello Stato nell'economia, non tanto (o non solo) per una ridefinizione della frontiera tra pubblico e privato, quanto per l'individuazione di una innovativa architettura del mercato attraverso la trasformazione degli obiettivi conferiti alle imprese. Elemento decisivo di questa nuova politica sono, indubbiamente, le privatizzazioni: espressione dai mille significati, implicanti operazioni tra loro molto differenti, ma che sostanzialmente individuano un approccio privatistico dello Stato nell'economia. Le privatizzazioni sono all'ordine del giorno quasi in tutto il mondo: sia in Stati che praticano un'economia di mercato da molto tempo sia in quelli in via di sviluppo che in altri che appartengono all'antico blocco socialista. Da semplice meccanismo economico e giuridico che essa era all'origine, la privatizzazione è divenuta così un vero strumento di politica con delle considerevoli conseguenze sociali.

¹ Per una approfondita analisi del fenomeno delle privatizzazioni sviluppatosi in Europa negli ultimi anni, con particolare riguardo alle esperienze registrate in Germania, Francia, Inghilterra e Spagna, si veda RODIO, *Le privatizzazioni in Europa*, in *Tratt. dir. amm.* (diretto da SANTANIELLO), vol. XXXIV, Padova, Cedam, 2003. Per una panoramica generale, mi sia consentito rinviare anche a SCARCHILLO, "Privatizations in Europe", in *Dir. comm. internaz.*, I, 2011, 109 ss.

Molte ragioni sono espresse dai poteri pubblici per giustificare tali privatizzazioni. Certo, non si può stabilire tra esse una gerarchia d'importanza, perché ogni Governo può evocare l'una o l'altra di queste *rationes* in priorità, servirsi di alcune o, al contrario, evocarle tutte insieme: a) ragioni legate ad obblighi di *budget* (ossia l'esigenza degli Stati di far fronte a deficit pubblici sempre più rilevanti); b) ragioni di ordine economico collegate, per un verso, al bisogno crescente di investimenti finanziari importanti e, per un altro verso, alla mondializzazione degli scambi e, dunque, alla globalizzazione della concorrenza (ossia l'opportunità di alleanze strategiche con dei *partner* stranieri che spesso implicano delle partecipazioni in capitale incrociato o la conclusione di accordi di *partnership* complessi. In tale contesto, la presenza dello Stato sarebbe un freno alla flessibilità e all'adattamento necessari e, di conseguenza, la priorità dello Stato nella gestione sociale o finanziaria sarebbero antagoniste con i metodi di gestione indispensabili oggi); c) ragioni di ordine ideologico (ossia relative ad una concezione restrittiva del ruolo dello Stato in cui non si vedono neanche troppo bene i limiti, ma tale da poter tranquillamente concepire un sistema privato, ad esempio, per l'educazione, la salute, l'energia, le comunicazioni); d) ragioni qualificate come politiche (intendendo il privatizzare come democratizzare l'economia, nel senso che la cessione del capitale delle imprese agli individui membri della comunità nazionale farebbe di tali risparmiatori, nell'ottica di una "giustizia sociale", l'archetipo del nuovo cittadino che parteciperebbe così a questi luoghi di potere postmoderni che sono le imprese²).

Oggi giorno, ovunque azionisti privati prendono il "testimone" dello Stato che si concentra sulle sue attività tradizionali di potenza pubblica. La globalizzazione dei mercati, infatti, ha diretta influenza sui poteri pubblici e sulla legislazione degli Stati perché spinge alla concorrenza fra gli ordinamenti³. Questa discende dalla consapevolezza che gli investimenti tendono a dirigersi laddove trovano le condizioni giuridiche più favorevoli. La tendenza, inoltre, alla omogeneizzazione è, naturalmente, accentuata in tutti i settori rilevanti per l'economia (fino ad irrompere nell'ordinamento italiano come fattore determinante di rinnovamento normativo) per effetto della diretta influenza dell'appartenenza all'Unione europea. Apertura alla concorrenza ed ossequio alle regole comunitarie hanno aperto la strada ad una massiccia privatizzazione che vede il passaggio da un sistema di economia mista, in cui lo Stato è proprietario di ampi setto-

² «Questa concezione va molto lontano nel ruolo che si vuol far giocare a questa famosa società civile di cui si parla tanto», afferma DION (a cura di), *Les privatisations en France, en Allemagne, en Grande-Bretagne et en Italie*, Paris, Les études de la documentation française, 1995, 10.

³ Sul tema si veda D'ALBERTI, *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Bologna, Il Mulino, 2008.

ri di imprese – utilizzate anche per perseguire obiettivi di interesse generale – ad una economia privatizzata, in cui anche gli obiettivi di politica economica vengono perseguiti non con la gestione diretta da parte dello Stato, ma da uno Stato soltanto “regolatore”, che detta le nuove regole cui le imprese, privatisticamente gestite, debbono sottostare. Per alcuni versi questo passaggio dal settore pubblico al settore privato può sembrare insignificante. La società privatizzata mantiene la sua personalità giuridica e le sue condizioni di funzionamento sono certamente meno sconvolte rispetto a quanto avveniva a causa della legislazione commerciale. Ma numerosi aspetti di questo cambiamento di statuto sono complessi, poiché sembra assurdo allineare immediatamente e totalmente il regime delle società privatizzate a quello delle imprese che hanno sempre avuto un carattere privato. Sono necessarie misure transitorie al fine di permettere allo Stato di controllare le cessioni di azioni o di mantenere una rappresentanza in seno agli organi di amministrazione e controllo. Di qui la nascita di vari strumenti riservati allo Stato a tutela di interessi fondamentali della comunità nazionale: la *golden share* in Inghilterra, l'*action spécifique* in Francia ed i *poteri speciali* in Italia.

Davanti a situazioni così complesse, pertanto, l'analisi comparatistica dei diversi strumenti di accentramento e controllo che hanno simili funzioni si impone ed è di grande utilità, anche e, soprattutto, a fronte sia delle più recenti pronunce della Corte di Giustizia dell'Unione europea sia dell'emanazione in Italia della legge 11 maggio 2012, n. 56 che, innovando con l'introduzione dei c.d. *golden powers*, ha stravolto l'istituto dei poteri speciali nel nostro ordinamento, aspirando non solo a rendersi pienamente compatibile con i principi comunitari, ma anche a porsi in un certo senso quale *benchmark* per gli altri Stati membri dell'Unione europea. La prospettiva del comparatista, specie in settori così spigolosi, deve essere allora quella di ricercare le ragioni che hanno spinto gli Stati, in occasione dei processi di privatizzazione delle società pubbliche, ad adottare tali meccanismi di protezione; di ripercorrere il filo logico-giuridico che ha portato gli organi comunitari ad ostracizzare i poteri speciali; e, successivamente, in un'ottica di apertura rispetto all'utilizzo degli stessi, di analizzare i criteri e le modalità con i quali le *golden shares* venivano ad essere impiegate. In tale scenario, si è assistito ad una vera e propria evoluzione del ruolo dello Stato nell'economia, che da gestore diretto delle maggiori imprese nazionali, in particolare di quelle che offrono servizi per la comunità (cc.dd. *public utilities*), è passato a ricoprire il ruolo di regolatore, con lo scopo di stimolare gradualmente la creazione di un libero mercato e, allo stesso tempo, di garantire (anche attraverso l'utilizzo di tali strumenti oggetto di analisi) l'efficienza dei servizi pubblici e la tutela degli interessi essenziali nazionali.

È importante sottolineare, tuttavia, come – a seguito della crisi economica

mondiale iniziata negli USA – si sta assistendo attualmente ad una generale inversione di tendenza. Si deve registrare, infatti, che il quadro internazionale, pur contrassegnato dall'ondata di privatizzazioni degli anni '80 e '90, è testimone – a partire dal 2008 – di una vera e propria “*renaissance*” del capitalismo di Stato in cui i Governi interagiscono con gli investitori privati attraverso sia partecipazioni di maggioranza che partecipazioni di minoranza o investimenti diretti⁴. È chiaro, altresì, come il fenomeno dell'intervento pubblico nell'economia è tendenzialmente crescente in questo periodo, perché giustificato dalla persistente crisi economico-finanziaria che ha imposto, in un'ottica di *rescue culture*, interventi dello Stato finalizzati a salvaguardare la stabilità e la continuità dei sistemi finanziari di molti Paesi (in Inghilterra, ad esempio, lo Stato ha acquisito il controllo azionario delle principali banche, dando vita così ad una provvisoria nazionalizzazione di gran parte del sistema bancario; parimenti in Germania si è assistito a rilevantissimi investimenti dello Stato in questo settore, a testimonianza della forte presenza pubblica che caratterizza le banche tedesche). Nonostante i rilevanti programmi di privatizzazione, invero, occorre dare atto della circostanza che in Europa (ma non solo) continuano ad essere presenti imprese caratterizzate da una – più o meno forte – influenza del “pubblico”, ancorché non più interamente statali. Tali forme di presenza pubblica, in particolare, si riscontrano in due realtà: le società a partecipazione pubblica – spesso totalitaria (ad esempio, enti pubblici territoriali che gestiscono servizi pubblici locali) – e le società privatizzate, ove una partecipazione azionaria di minoranza resta in mano allo Stato, che se ne serve per esercitare un controllo di fatto sulle stesse. Certamente, non vanno sottovalutate altre forme – cc.dd. ibride – di intervento statale che arricchiscono la lista delle imprese pubbliche (esempio tangibile di tale tipologia “ibrida” è rappresentato dall'intervento pubblico attuato dalle Camere di Commercio in diversi settori)⁵. Risulta così ancor più evidente come il dibattito relativo al ruolo dello Stato nell'economia non è sicuramente oggi

⁴ Nel caso della partecipazione di maggioranza, lo Stato esercita direttamente un controllo assoluto sull'impresa (in Cina, ad esempio, questa è la forma di influenza pubblica più frequente); nel caso della partecipazione di minoranza, invece, lo Stato esercita un'influenza rilevante, specialmente sulle decisioni strategiche della società partecipate (tale forma di presenza pubblica è diffusa in numerosissimi Paesi); nel caso degli investimenti diretti, infine, l'influenza dello Stato nell'economia si realizza attraverso altri strumenti quali fondi sovrani e banche di sviluppo, ossia banche ed altri investitori istituzionali riconducibili all'area pubblica (si pensi, ad esempio, all'India ove l'*India's Life Insurance* rappresenta l'investitore istituzionale più importante del Paese). Da ultimo, per un'analisi più approfondita di tale inversione di tendenza, cfr. MUSACCHIO-LAZZARINI, *Reinventing State capitalism*, Cambridge, Harvard University Press, 2014.

⁵ A tal riguardo, interessante è l'analisi del fenomeno delle società a partecipazione pubblica nel quadro della dicotomia tra società «di mercato» e società «quasi-amministrazioni». Sul punto, si veda CLARICH, “*Società di mercato e quasi-amministrazioni*”, in *Dir. amm.*, 2009, 253 ss.

del tutto sopito e gli operatori del diritto – alla luce di questa globale inversione di rotta – dovranno, in tale contesto mondiale, interrogarsi sul futuro del nuovo capitalismo di Stato magari attraverso una più attenta e moderna interpretazione degli artt. 41 e 43 della Costituzione in tema di impresa, alla luce soprattutto della imperante normativa europea.

Ora, se il tema della *golden share* e dell'*action spécifique* e, per il nostro ordinamento, dei *poteri speciali* attribuiti al Ministero del tesoro in conseguenza della privatizzazione delle imprese pubbliche, è stato oggetto di una approfondita discussione in relazione alla sua ammissibilità, avendo riguardo all'ordinamento societario ed ai principi fondamentali del Trattato dell'Unione europea (in realtà più a quelli afferenti alla libera circolazione dei capitali ed alla libertà di stabilimento che a quello della libera concorrenza) non risulta, per contro, oggetto di particolare attenzione il profilo economico-sociale sotto il quale deve essere vagliata l'attribuzione a ciascuno Stato membro di strumenti di accentramento e controllo – previsti sotto qualsivoglia veste formale per effetto degli ordinamenti statali – diretti non ad incidere sull'esercizio collettivo, ad opera dei soci, dell'attività d'impresa o a contraddire in via di principio regole comunitarie, ma a realizzare concretamente, in determinati settori economici, interessi “essenziali” o “vitali” di ogni Stato, nel rispetto della sua permanente sovranità; settori individuati e “limitati”, in quanto connessi alla sicurezza del Paese, all'incolumità pubblica, al benessere primario dei propri cittadini nella fruizione dei servizi pubblici essenziali, alla protezione delle proprie fonti energetiche. L'obiettivo deve essere, allora, quello di ricostruire, sulla base dell'esperienza dell'ultimo trentennio e mediante un procedimento logico fondato sull'analisi del fenomeno economico-sociale inerente ad alcuni settori d'impresa, quelle esigenze essenziali che giustificano la previsione normativa statutale di una disciplina di protezione di interessi a rilevanza generale per ciascun Paese. Su questa logica è fondato il presente lavoro con il quale, in particolare, vengono esaminati tre ordinamenti europei: quello inglese, quello francese e quello italiano, le cui esperienze di privatizzazione sono relativamente diverse ma mostrano, indubbiamente, alcuni spunti di riflessione comuni⁶.

Perché, però, la comparazione ha il suo *incipit* con l'esperienza inglese? La ragione è presto detta: il Regno Unito non solo è stato il primo ordinamento europeo ad intraprendere un'ampia politica di privatizzazione delle imprese pubbliche, votata alla costituzione di un singolare modello di *public company*, ma è anche, e soprattutto, il sistema dove per la prima volta è stato introdotto un

⁶ GRAHAM-PROSSER, *Privatizing Public Enterprises. Constitutions, the States and Regulation in Comparative perspective*, Oxford, Clarendon Press, 1991; GRUNDMANN-MOSLEIN, “Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects”, in *European Banking & Financial Law Journal* (EUREEDIA), 2001-2, n. 4, 623 ss.

meccanismo di controllo statale sulle imprese dismesse, caratterizzato dalla costituzione di *Independent Regulatory Agencies* e dall'introduzione di quell'innovativa *golden share* che, successivamente, per i legislatori nazionali europei ha rappresentato fonte di ispirazione di futuri ed interessanti *legal transplants*.

Nonostante nel panorama occidentale la scuola inglese abbia segnato la strada maestra per ogni successivo programma di privatizzazioni e si sia caratterizzata per l'originalità delle soluzioni offerte ai principali problemi, economici e giuridici, che ogni nuova realtà inevitabilmente pone, l'esperienza italiana ha subito soprattutto l'influenza del modello francese, relativo al meccanismo di controllo della stabilità azionaria ed occupazionale e di tutela degli interessi nazionali, che prende il nome di *action spécifique*. Si tratta di un'azione speciale che consente di subordinare alla volontà del possessore tutte le decisioni che possono modificare la maggioranza azionaria della società privatizzata. In altri termini, lo Stato, attraverso l'*action spécifique*, si riserva il controllo diretto sulle partecipazioni azionarie e sulle future scelte produttive, attuando uno strumento di difesa delle società di rilevante interesse nazionale, al fine di prevenire la costituzione di monopoli ed oligopoli e, soprattutto, influenzare gli obiettivi generali della società. Francia ed Italia presentano, invero, dei tratti comuni rispetto all'espansione dell'intervento pubblico, che ha raggiunto livelli stravaganti, alle dimensioni del mercato mobiliare, che tanta importanza ha in merito alla scelta delle concrete modalità di cessione ai privati, e all'assenza di una reale cultura del mercato, che, invece, è sempre stata propria del popolo inglese. Inoltre, l'esperienza transalpina, a differenza di quella britannica, si è fondata su una regolamentazione giuridica dettagliata che consente di effettuare paragoni più immediati con la realtà italiana.

Allo stesso tempo, stimolante è la ricerca delle ragioni che hanno portato ad invocare l'utilizzo di un modello di *golden share* c.d. "*virtuosa*", gli elementi che hanno caratterizzato il *modus operandi* della Corte di Giustizia, impegnata a valutare la compatibilità delle normative nazionali europee rispetto a tale modello, e le critiche emerse durante tale opera da parte di dottrina e avvocati generali. In tale ambito si è notato, appunto, come la "pressione" esercitata dalla Commissione europea ha, senza dubbio, accelerato il processo evolutivo della normativa italiana in materia di poteri speciali. In particolar modo, le valutazioni espresse dalla Corte di Giustizia UE hanno permesso al legislatore italiano di individuare un modello *ideale* cui far riferimento per l'emanazione di un nuovo intervento regolatore. Di qui la nuova disciplina italiana dei *golden powers* introdotta, a procedura di infrazione avviata, per giustificare l'esercizio di tali poteri esclusivamente in nome di «*interessi vitali*» dello Stato e di «*imperiose esigenze di interesse pubblico*».

In conclusione, sarà opportuno capire se la nuova normativa italiana sui

cc.dd. *golden powers* sarà in grado di prospettarsi come nuovo punto di riferimento e di equilibrio all'interno del già denso e complesso panorama comunitario in tema di *golden share* ovvero, come già accaduto, tornerà ad essere oggetto di scomode attenzioni da parte della stessa Corte di Giustizia; altro interrogativo interessante da porsi, riguarda la questione se, in un mondo e in un mercato diffuso nelle stesse forme a livello mondiale, si possa delineare l'ipotesi di un "conflitto" internazionale-economico tra ordinamenti nazionali impegnati a difendersi dalle reciproche legislazioni protezionistiche.

CAPITOLO I

LE PRIVATIZZAZIONI NEL REGNO UNITO E LE ORIGINI DELLA *GOLDEN SHARE*

SOMMARIO: 1.1. Premessa. – 1.2. Storia, obiettivi, modalità e tecniche di realizzazione. –1.3. La *golden share*.

1.1. *Premessa*

Il percorso di rivisitazione ed analisi delle ragioni che hanno portato alla nascita di particolari poteri speciali attribuiti allo Stato all'interno di società privatizzate nel panorama europeo, come anticipato, non può che prendere le mosse dall'ordinamento anglosassone. Il Regno Unito, infatti, non solo è stato il primo Paese europeo ad intraprendere un'ampia politica di privatizzazione delle imprese pubbliche (votata alla costituzione di un singolare modello di *public company*) ma è anche, e soprattutto, il Paese dove per la prima volta fu introdotto un meccanismo di controllo statale sulle imprese dismesse ¹.

¹ AYLEN, "Privatization of the British Steel Corporation", in *Fiscal studies*, 1988, vol. 9, n. 3, 1 ss.; FRY, "Il cammino della privatizzazione delle imprese pubbliche in Gran Bretagna: un'analisi in termini di politiche pubbliche", in *Problemi di amministrazione pubblica*, 1996, fasc. 1, 3 ss.; HARRIS, "Il programma di privatizzazione realizzato nel Regno Unito", in *Economia e Politica industriale*, 55/1987, 97 ss.; JACKSON, "La privatizzazione del settore pubblico nel Regno Unito: valutazione di un'innovazione di politica economica", in *Rivista di politica economica*, 1995, vol. 65, fasc. 11, 77 ss.; JENKINSON-MAYER, "The privatization process in France and the U.K.", in *European Economic Review*, 1988, 482 ss.; KAY, "La privatizzazione nel Regno Unito", in *Economia Pubblica*, 1989, n. 19, 87 ss.; KRUSICH, "Le privatizzazioni in Gran Bretagna: un'analisi", in *Studi e note di economia*, 2, 1997, 101 ss.; MARSH, "Privatization under Mrs Thatcher: a Review of the Literature", in *Public Administration*, vol. 69, 1991, 459-480; RICHARDSON-DUDLEY, "Le privatizzazioni in Gran Bretagna: innovazione di successo e implementazione difficile?", in *Stato e mercato*, 1996, n. 47, 235-269; RAMANADHAM, *Privatisation in the*

Nel panorama occidentale spicca, dunque, l'esperienza della Gran Bretagna che si è, di certo, caratterizzata per l'originalità delle soluzioni trovate ai principali problemi, economici e giuridici, che ogni nuova esperienza naturalmente pone: clausole di *claw-back*, *bonus shares*, *matching*, *bill vouchers* e le stesse *golden shares* ne sono mirabile esempio ².

Lo strumento certamente più innovativo predisposto dal Governo Thatcher, a tutela degli interessi statali, a seguito della privatizzazione delle imprese pubbliche inglesi, fu appunto la «*golden share*» o azione d'oro.

Nell'esperienza inglese ³, l'istituto della *golden share*, introdotto al fine di consentire al Governo di impedire l'ingresso di soggetti stranieri non graditi nella compagine sociale e mutamenti nel controllo della società in via di privatizzazione è stato considerato, dalla più autorevole dottrina societaria, una «*distorsion ... of company law*» ⁴.

La creazione di tale strumento di controllo costituì, in realtà, un modello che rappresentò immediatamente fonte di ispirazione per diversi Paesi europei che

UK, London, Routledge, 1988; RUTABANZIBWA, "What is golden in the golden share? Company law implications of privatisation", in *The Company Lawyer*, 1996, vol. 17, n. 2, 40 ss.; VELJANOVSKI, *Selling the State, privatization in Britain*, London, Weidenfeld & Nicolson, 1987; WILTHSHIRE, *Privatization. The British experience*, Melbourne, Longman Cheshire, 1987; WRIGHT, "Le privatizzazioni in Gran Bretagna", in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1988, 86 ss.

² Il Regno Unito si è sempre distinto come promotore di iniziative politiche volte all'introduzione di nuove forme di *management* pubblico, basate su tecniche del settore privato. Se non proprio della privatizzazione, esso è stato sicuramente il pioniere di un programma di privatizzazioni che ha interessato le *utilities* pubbliche. A differenza di altri paesi di *civil law*, nel Regno Unito non vi sono state leggi generali sulle privatizzazioni, ma leggi di privatizzazione di settore che si sono principalmente incentrate sul problema della regolazione dei settori privatizzati attraverso la costituzione di un'autorità semi-indipendente dal Governo. Si potrebbe pensare che ciò significhi che il ruolo del diritto pubblico, e delle nozioni caratteristiche e tipiche del servizio pubblico ricomprese nella legge, siano scomparse in quelle aree dove ha preso posto la privatizzazione. In verità, questo percepito declino nel diritto del pubblico servizio è una delle critiche tipiche dell'esperienza inglese da parte dei commentatori dell'Europa continentale. Nel Regno Unito vi è stata l'esperienza di una nuova crescita del diritto dei servizi pubblici, relativamente ai servizi di pubblica utilità privatizzati. Ciò si è realizzato con una convergenza delle tradizioni del Regno Unito e di quelle nazioni quali la Francia e l'Italia, dove il servizio pubblico ha giocato un ruolo centrale nel diritto pubblico, e ciò, in parte, per il significato particolare che ha assunto il servizio pubblico nella tradizione continentale.

³ L'esame di questa esperienza presenta particolare interesse anche se è ormai sostanzialmente conclusa l'era della privatizzazione, giacché la scadenza temporale del regime di difesa, proprio dell'azione speciale, ha coinciso, ad esempio, nel settore delle società di distribuzione regionale dell'elettricità, con una ristrutturazione del mercato ed una riallocazione del controllo attraverso una serie di scalate con i conseguenti effetti del richiamo alla disciplina antitrust.

⁴ Così GOWER, *Principles of Modern Company Law*, by P.L. DAVIES, London, Sweet & Maxwell, 1997, 70.

gradualmente introdussero meccanismi simili all'interno delle proprie società, le quali, un tempo statali, si avviavano così a divenire privatizzate sotto la spinta propulsiva del diritto comunitario. Con il termine *golden share*, così come teorizzata dai conservatori inglesi all'epoca della sua istituzione, si identifica un titolo azionario "speciale", solitamente del valore nominale di una sterlina, che il Governo aveva la possibilità di inserire ed utilizzare in una società privatizzata e collocata nel mercato azionario inglese. Il possesso di tale azione assicura allo Stato la possibilità di esercitare varie tipologie di poteri, assicurandosi così il controllo su decisioni fondamentali relative all'assetto e alla direzione della società. Attraverso l'inserimento di tale azione speciale, il Governo Thatcher riuscì non solo a cedere integralmente le proprie partecipazioni pubbliche, dismettendo le società interessate ed ottimizzando i ricavi derivanti dalla vendita ma, al contempo, conservò – appunto – nelle proprie mani la possibilità di evitare che il controllo societario finisse per essere assunto da investitori esteri, che avrebbero potuto intaccare le peculiarità dell'assetto patrimoniale e gestionale delle società stesse.

1.2. Storia, obiettivi, modalità tecniche di realizzazione

Storia

Nel Regno Unito la politica di privatizzazioni ha avuto sicuramente come protagonista principale il Governo conservatore di *Mrs. Thatcher*.

Invero, nei primi anni, tale processo ha ricoperto un'importanza limitata all'interno dei piani di governo: sono state sì vendute alcune imprese statali, ma le società dismesse, come la *Cable & Wireless* (1981) e la *Amersham International* (1982), erano di piccole dimensioni ed operavano in mercati concorrenziali⁵.

⁵ Sempre in questo periodo è stato venduto un pacchetto azionario (pari al 5%) della *British Petroleum*, sono state cedute alcune quote detenute dalla *National Enterprise Board*, la principale holding britannica, nella *Fairey* e nella *Ferranti*. È stata, ancora, ceduta la quota di maggioranza (51,6%) della *British Aerospace*, nonché la maggior parte degli hotel di cui la *British Rail* era proprietaria (senza che si prendesse, però, in considerazione la privatizzazione delle ferrovie). Ben più importante è stato, invece, l'avvio nello stesso periodo della dismissione dell'imponente patrimonio immobiliare pubblico, facente capo soprattutto agli enti locali: dal 1979 al 1989 sono stati venduti oltre 1.000.000 di alloggi (circa il 15% dell'edilizia pubblica), un patrimonio immobiliare stimato in oltre 20 miliardi di sterline, anche se, a causa delle facilitazioni concesse all'acquisto da parte dei locatari, le entrate complessive sono state di soli 15 miliardi di sterline. Cfr. VANTELLINI, *Le operazioni di privatizzazione: esperienze internazionali e opportunità per l'Italia*, Milano, ETAS, 1992, 158.

Solo dopo la rielezione a Primo Ministro, nel giugno del 1983, il programma di privatizzazione ha iniziato ad essere perseguito con maggiore forza: il momento determinante per questo cambiamento di rotta è stato segnato dalla dismissione della prima *public utility company*⁶, ossia la *British Telecom*, il servizio pubblico di telecomunicazioni.

Nel novembre del 1984 è stato messo in vendita il 51% del pacchetto azionario di tale società per un totale di 3,9 miliardi di sterline, pari a sei volte la più cospicua emissione di azioni fino ad allora mai realizzata sul mercato britannico.

Malgrado lo scetticismo dello stesso Governo sulla capacità del mercato mobiliare di assorbire un'offerta di tali dimensioni, grazie anche all'intensa campagna pubblicitaria svolta e alla concessione di particolari vantaggi agli acquirenti, la dismissione poi ha avuto un grande successo⁷.

Ciò ha creato il presupposto per ulteriori vendite⁸, dando vita così ad un processo di privatizzazioni senza precedenti⁹ e che tutt'oggi non ha eguali in tutto il mondo occidentale.

Solo nel periodo compreso tra il 1979 e il 1994 la Gran Bretagna ha privatizzato circa il 70% del settore pubblico industriale, lasciando fuori dal programma

⁶ Il trasferimento al settore privato dei servizi di pubblica utilità rappresenta sicuramente l'aspetto più interessante del vasto programma di privatizzazioni realizzato dal governo britannico.

⁷ «Ben 2,25 milioni di acquirenti hanno ottenuto azioni per un massimo di 800 a testa, mentre le istituzioni pubbliche, escluse dalla vendita, si sono rivolte al mercato secondario, col risultato di un premio dell'80% all'apertura dei corsi. Oltre un milione di compratori acquistavano azioni per la prima volta e, benché molti abbiano approfittato dell'opportunità di un guadagno immediato, circa 1,4 milioni sono rimasti azionisti», così KAY, *op. cit.*, 89.

⁸ Fra esse assume particolare importanza la dismissione nel dicembre del 1986, della *British Gas*, un'altra *public utility company*, che ha fruttato un ricavo di oltre 5 miliardi di sterline, di gran lunga superiore a quanto ricavato non solo dalla cessione della *British Telecom*, ma anche, da ogni altra privatizzazione realizzata in Gran Bretagna. Per dimensioni vanno anche ricordate le cessioni della *Rolls Royce* (maggio 1987), della *British Airports Authority* (luglio 1987) e della *British Airways* (febbraio 1987). Questo processo ha inevitabilmente avuto conseguenze rilevanti sulle dimensioni del settore pubblico: basti pensare che la quota di prodotto interno lordo, generata dall'industria pubblica, è scesa dal 7,8% del 1979 al 4,3% del 1986; così anche l'occupazione negli enti pubblici economici è scesa costantemente nello stesso periodo da 2,1 milioni di persone impiegate nelle aziende statali a soli 1,2 milioni. Tuttavia, una brusca frenata al programma di privatizzazioni malgrado quanto promesso nella campagna elettorale per le elezioni del 1987, che avevano confermato per la terza volta consecutiva l'elezione alla carica di primo ministro della Thatcher, è stata causata dal crollo della borsa di Londra nell'ottobre dello stesso anno. Cfr. BARONE, «Le privatizzazioni in Gran Bretagna», in *Riv. del diritto dell'impresa*, 1992, 53 ss.

⁹ LAWSON, nella relazione al seminario su «Le privatizzazioni: gli aspetti tecnici più rilevanti», tenuto il 21 giugno 1994 al Senato della Repubblica, sottolinea: «Quando cominciammo non erano mai state fatte esperienze simili in nessun altro paese. Infatti, dovemmo inventare la parola privatizzazione, che non esisteva, per descrivere quello che facevamo».

di privatizzazioni solo il settore del carbone, delle ferrovie, delle poste e dell'energia nucleare.

Obiettivi

Dal punto di vista delle finalità perseguite dalla politica di privatizzazioni in Gran Bretagna è importante, oltre che necessario, evidenziare la sua forte valenza ideologica: il Governo conservatore riponeva, infatti, una fede incontrollata nell'impresa privata, ritenuta sempre e comunque più efficiente di quella pubblica¹⁰. L'iniziativa individuale, considerata l'unico reale motore economico della società, veniva nettamente contrapposta allo Stato il cui ruolo doveva essere confinato ad una mera funzione di garanzia delle condizioni indispensabili per lo sviluppo del libero mercato¹¹.

Fondamentale è stato, quindi, lo scopo di ridurre il coinvolgimento dell'operatore pubblico nelle attività economico-produttive.

Se i primi passi delle privatizzazioni sono stati dominati da finalità di natura strettamente politica¹², sono stati altri, però, i fini che, più o meno consapevolmente, esse hanno consentito di raggiungere, non ultimo quello di natura strettamente finanziaria¹³.

¹⁰ GRAHAM, «*All that glitters.....*»-*Golden share and privatised enterprises*», in *The Company lawyer*, vol. 9, n. 1, 1988, 23, ricordava come «*one of the major justifications for the privatisation of nationalised industries has been that by moving from public to private ownership the industries will be liberated from the dead hand of Whitehall and will become more efficient and effective*».

¹¹ La propaganda politica di cui il programma di privatizzazioni inevitabilmente doveva nutrirsi era ricca di slogan quali «*roll back the frontiers of the State*» o ancora «*affare del governo non è governare gli affari*».

¹² Il principale obiettivo che il Governo intendeva realizzare con il ridimensionamento dell'intervento pubblico in economia era quello di ridurre la forza, ritenuta sproporzionata, esercitata dai sindacati del settore pubblico. Le privatizzazioni erano, infatti, considerate idonee a frenare la dinamica salariale dei lavoratori delle imprese statali. Se, quindi, la politica di privatizzazioni è nata con questo fondamentale obiettivo, va anche detto, però, che questo aspetto non è stato poi un fattore di rilievo nel successivo sviluppo del programma.

¹³ La cessione di attività in mano pubblica ai privati è stata subito considerata come un'importante fonte di entrate e di riduzione del fabbisogno complessivo, al fine di consentire il rispetto degli obiettivi di bilancio. In realtà, però, il Governo ha sempre rifiutato questa interpretazione. Si veda ad es. LAWSON, *cit.*, secondo il quale «*lo scopo delle privatizzazioni in Gran Bretagna non è stato quello di cercare fondi per coprire il deficitè [...]. È probabile che chi è favorevole alle privatizzazioni si illuda che con gli introiti di questa manovra si possa sfuggire alla dura necessità di contenere la crescita della spesa pubblica, ma i soldi prima o poi finiscono e la spesa deve essere controllata costantemente. Oltretutto, cosa ancora più grave, si potrebbe scegliere il sistema di privatizzazione che tende a massimizzare gli introiti, quello cioè di privatizzare i monopoli piuttosto che le società che operano in regime di concorrenza, perché i monopoli sono*

Il rilevamento della *National Freight Corporation (NFC)* da parte dei suoi stessi dipendenti ¹⁴, avvenuto nel 1982, ha messo in evidenza ancora un ulteriore vantaggio delle privatizzazioni, che ben presto si è trasformato in un fondamentale obiettivo dell'intero programma governativo: l'opportunità fornita ai lavoratori di assumere un interesse diretto nelle società in cui operavano.

In origine, i dipendenti delle società privatizzande erano visti come una qualsiasi fonte di raccolta del capitale; il successo dell'intera operazione di vendita della *NFC* ha, come conseguenza, determinato un cambiamento nella politica governativa, volto ad incoraggiare la diffusione dell'azionariato tra i dipendenti.

In tutte le operazioni di offerta pubblica sono state, perciò, fissate favorevoli condizioni di vendita per i lavoratori: anzitutto, alle sottoscrizioni da parte dei dipendenti veniva spesso concessa priorità, di norma entro un limite globale predefinito al 5% dell'offerta. Non è mancata la concessione di speciali sconti, anche in questo caso entro limiti prefissati. Ma l'incentivo più frequentemente utilizzato consisteva nella assegnazione di azioni gratuite per ogni azione acquistata ¹⁵.

Tutti questi vantaggi hanno consentito una larga partecipazione dei lavoratori al processo di privatizzazione: nelle più importanti dismissioni oltre il 95% dei dipendenti ha acquistato azioni della società in cui lavorava, acquisendo sino al 10% del capitale sociale ¹⁶.

Ma la più rilevante tra le finalità perseguite con la politica di dismissione è senza dubbio stata quella della diffusione dell'azionariato popolare. Il *capitalismo popolare* è stato il cuore della campagna elettorale conservatrice del 1987, ma il punto di svolta in questo senso è stato costituito, ancora una volta, dalla vendita della *British Telecom* nel 1984, del cui successo proprio sotto il profilo

molto allettanti per il mercato. Noi non abbiamo cercato di massimizzare gli utili». Va ricordato che *Lord Nigel Lawson* è stato Cancelliere dello Scacchiere in tutti e tre i Governi *Thatcher* e come tale è anche stato tra i più ferventi sostenitori della politica governativa di privatizzazione.

¹⁴ La vendita della *NFC* attraverso un tipico *management buy out* è stata celebrata dal Governo come un successo soprattutto politico. Difatti circa 10.000 lavoratori e dirigenti dell'impresa hanno acquistato un totale di 53,5 milioni di sterline in azioni e hanno visto il loro investimento crescere dalle sessanta alle settanta volte in poco tempo. Fonte: DUNSIRE, "Il dibattito pubblico/privato: l'esempio della Gran Bretagna", in *Quaderni di "Problemi di amministrazione pubblica"*, Bologna, 1992, 397 ss.

¹⁵ È il c.d. *matching*: venivano assegnate ad ogni dipendente azioni gratuite per un valore variabile tra le 50 e le 150 sterline. Tutte le azioni gratuite dovevano, però, essere conferite ad un particolare fondo denominato *Employee Share Ownership Scheme* e non potevano essere vendute per un periodo di tempo prefissato.

¹⁶ È quello che è successo anche nel caso della dismissione della *Royal Mail* avvenuta nel 2013, dove il 10 % delle azioni sono state acquistate dagli stessi dipendenti della società.

della diffusione della proprietà azionaria si è già detto.

In sostanza, il Governo, attraverso le privatizzazioni ha inteso ampliare il numero dei possessori di titoli, incoraggiando la diffusione di una sorta di *democrazia azionaria*¹⁷. A tal fine, sono stati individuati una serie di strumenti volti ad incentivare la sottoscrizione di azioni da parte del maggior numero possibile di piccoli investitori.

Tra gli incentivi più forti sotto questo profilo vi è stato, senza dubbio, quello del prezzo basso. E, infatti, l'*underpricing* è stato frequentemente utilizzato nelle singole operazioni di dismissione e la sua entità ha, in media, superato l'entità registrata nel settore privato.

Perciò, non vi possono essere dubbi sul fatto che al momento di fissare il prezzo di vendita delle azioni, il Governo abbia privilegiato la formazione di una vasta base azionaria alla massimizzazione degli utili¹⁸.

Il premio di emissione così concesso ha, peraltro, permesso agli investitori di conseguire immediati profitti, andando così a costituire un ulteriore incentivo alla sottoscrizione.

Ciò, unito alla possibilità, spesso concessa, di rateizzare, anche in un considerevole lasso temporale, il pagamento delle azioni sottoscritte, ha fatto delle privatizzazioni una politica di grande successo proprio sotto il profilo della diffusione azionaria.

Invero, però, la possibilità di realizzare il premio di emissione ha dato luogo ad un considerevole fenomeno di riconcentrazione della proprietà nel periodo immediatamente successivo a ciascuna operazione¹⁹.

¹⁷ LAWSON, *op. cit.*, così spiegava il perseguimento di questo obiettivo: «*se noi viviamo in un sistema fondamentalmente capitalista, è auspicabile che quante più persone possibile partecipino di questo sistema e ne detengano una quota[...]. Ci proponevamo, inoltre, di rendere questo processo irreversibile, perché a nostro avviso, più azionisti ci sono più è difficile per un successivo governo fare marcia indietro*». WRIGHT, "Le privatizzazioni in Gran Bretagna", in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1988, 90, chiariva come «*The third ideological strand in the privatization argument is the need to construct a property-owning democracy: Nicholas Ridley, one of the Government's major champions of privatization, has claimed that it would lead to real public ownership, that is ownership by the people. Hence, the sale of shares in denationalized industries to as wide a public as possible and more especially to employees of those industries*».

¹⁸ È stato calcolato che la perdita causata dall'*underpricing* delle azioni, e quindi con esclusivo riferimento alle offerte in borsa, dedotta come differenza tra il prezzo di offerta e quello stabilito dal mercato nei giorni immediatamente successivi all'apertura delle contrattazioni, è stata tra i 2 e i 3 miliardi di sterline, con un ribasso medio del prezzo di sottoscrizione che va dal 5 al 12% rispetto alla prima quotazione dei titoli successiva all'offerta.

¹⁹ YARROW, "Privatization in Theory and Practice", in *Economy Policy*, aprile 1986, n. 1, 323 ss., a questo proposito osservava come i forti premi alla sottoscrizione offerti in alcuni casi di privatizzazione avevano creato una mentalità speculativa che difficilmente poteva essere correlata al

«Nella maggior parte dei casi, dopo alcuni anni, la frammentazione dell'azionariato, pur rimanendo elevatissima, secondo il modello della *public company*, si è andata riducendo da un quarto alla metà»²⁰.

Questa caratteristica delle privatizzazioni, che vedeva diminuire il numero degli originari sottoscrittori in modo estremamente rapido, era resa ancor più evidente dalla particolare vivacità del mercato mobiliare nei giorni immediatamente successivi la dismissione. Né sono mancati casi in cui si è creato un vero e proprio mercato alternativo, nel quale le operazioni sulle azioni della società privatizzata sono avvenute ancor prima del giorno ufficiale di emissione.

Nel tentativo di dare soluzione a questo problema, si sono spesso utilizzati dei meccanismi volti ad incoraggiare gli azionisti a non disfarsi immediatamente delle azioni sottoscritte.

Questi premi di fedeltà erano costituiti normalmente da *bonus shares*, vale a dire azioni addizionali attribuite proporzionalmente (di norma una ogni dieci) alle azioni sottoscritte e possedute per almeno tre anni, o in alternativa da *bill vouchers*, che potevano essere spesi per saldare le fatture emesse dalla società privatizzata²¹ quando il loro detentore era, nello stesso tempo, azionista ed utente.

Inoltre, per rendere tecnicamente possibile la massima diffusione dei titoli azionari, evitando di correre il rischio dell'eventuale fallimento della singola operazione di privatizzazione, si era reso indispensabile individuare un meccanismo che consentisse, da un lato, di piazzare cospicui pacchetti azionari presso gli investitori istituzionali, quali soprattutto i fondi pensione e, dall'altro, di recuperare una quota di tali pacchetti, nell'ipotesi in cui l'offerta al pubblico ottenesse molte più richieste di sottoscrizione del previsto.

A tal fine, per la prima volta nella privatizzazione della *British Gas* è stata utilizzata la clausola di *claw-back* nel riparto delle azioni.

L'allargamento della base di investitori è stato un obiettivo realizzato con

progresso verso una più diffusa proprietà azionaria: milioni di giocatori di azzardo hanno imparato come speculare sul mercato».

²⁰ Così CHIRI e PANETTA, «Privatizzare: come? spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese», in *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali*, Roma, Banca d'Italia, 1994, 539, che non mancavano di evidenziare come «il numero degli azionisti della prima tranche della *British Telecom*, circa 2,3 milioni di persone, si era ridotto a tre quarti dopo 6 mesi, alla metà dopo 4 anni. Dei 4,5 milioni di soci della *British Gas*, quasi 2 milioni avevano venduto la propria partecipazione entro 2 anni e mezzo. I 250.000 azionisti della *Jaguar* erano diventati 40.000 dopo 5 anni».

²¹ Doveva evidentemente trattarsi di società operante nel campo dei servizi pubblici e, difatti, i *bill vouchers* risultano essere stati utilizzati esclusivamente nella privatizzazione di *British Telecom* e *British Gas*.

estremo successo nelle dismissioni britanniche: in circa dieci anni gli investitori sono passati da 2 ad oltre 10 milioni di individui: ne ha beneficiato in modo considerevole il mercato dei valori mobiliari sia in ampiezza che in liquidità e profondità²².

Da quanto detto, risulta evidente come la politica delle privatizzazioni non abbia avuto in Gran Bretagna una base logica e coerente. In diversi momenti di tempo ciascun obiettivo è stato sacrificato per consentire il raggiungimento di un diverso scopo: le privatizzazioni sono state utilizzate per risolvere specifiche esigenze pratiche.

Modalità tecniche di realizzazione

Nelle privatizzazioni britanniche, a differenza di quelle francesi – come si vedrà – la responsabilità di ogni singola dismissione è stata addossata al Governo, che ha potuto assumere le principali decisioni senza particolari vincoli legislativi.

Nell'ambito dell'attività governativa, al di là della responsabilità politica del *Premier*, vi è stata una suddivisione dei ruoli fra il singolo Ministro nel cui campo di competenza rientrava l'industria privatizzanda ed il Ministro del Tesoro. Non è stato, perciò, creato alcun organismo per dirigere l'intera operazione²³.

Sotto il profilo strettamente giuridico le privatizzazioni richiedevano, anzitutto, una modifica degli atti regolanti la costituzione ed il funzionamento dell'industria nazionalizzata in modo tale da consentire che essa fosse assoggettata, come società, al *Companies Act*. Delle azioni di tale società, comunque, lo Stato rimaneva in possesso finché non procedeva alla loro vendita.

Altre società hanno iniziato a percorrere la strada dell'emendamento statutario per facilitare la cessione ai privati²⁴.

In molti casi, però, non si sono rese indispensabili modifiche allo *status* giuri-

²² Certo non va neanche dimenticato che «l'enorme entità delle emissioni di azioni crea serie tensioni sulla borsa valori. Persino la Borsa di Londra, che è più grande di tante altre, è stata sommersa da così tante operazioni che si era anche pensato di chiuderla per un breve periodo di tempo, proprio per permetterle di mettersi alla pari con le operazioni ancora da trattare». Così HARRIS, *op. cit.*, 109.

²³ Correttamente CHIRI e PANETTA, *op. cit.*, 543, rilevavano che «nel caso britannico vi è stato un unico responsabile che cambiava a seconda dell'impresa, accanto all'elemento di continuità rappresentato dal Tesoro». Mentre il c.d. *Sponsoring Minister* è stato il principale organo decisore, il Tesoro ha svolto una fondamentale funzione di coordinamento.

²⁴ Così la *National Bus Corporation*, società a capitale completamente pubblico, ha adottato uno statuto che le consentiva di subire iniezioni di capitali privati.

dico dell'impresa privatizzanda: gran parte delle vendite dirette ai privati, infatti, ha avuto ad oggetto soprattutto società controllate da *holding* statali o, comunque, società già soggette al *Companies Act*.

Ben più interessanti sono state le modalità di vendita utilizzate per realizzare il programma di privatizzazioni.

Più in particolare, due son stati i principali metodi di dismissione utilizzati: le collocazioni pubbliche²⁵ – attraverso offerte di azioni a prezzo fisso o a prezzo determinato all'asta – e le vendite private²⁶.

Queste ultime – in quegli anni – hanno avuto un peso considerevole, realizzando un ricavo di circa 2,5 miliardi di sterline²⁷, ma sono state oggetto di forti critiche sia in relazione ai criteri utilizzati per la scelta degli acquirenti, che all'eccessiva sottovalutazione delle imprese dismesse, cui si era dato luogo²⁸.

²⁵ Questo è stato il metodo di privatizzazioni più conosciuto, utilizzato negli anni Ottanta per la vendita di *British Gas* e *British Telecom* e, nel 2013, per la dismissione della *Royal Mail*. In quest'ultimo caso, la privatizzazione è stata disposta sulla base del *Postal Service Act 2011*.

²⁶ Tra le principali, negli ultimi vent'anni, vi sono state le vendite di *QuinetiQ* al *Carlyle Group* nel 2003 e di *Tote* a *Betfred* nel 2011.

²⁷ Il *National Enterprise Board* possedeva partecipazioni, acquisite per lo più in seguito ad un afflusso di capitale in momenti di crisi finanziarie delle imprese, in numerose delle più importanti società britanniche ad alta tecnologia, quali la *British Leyland*, la *International Computers Ltd*, la *Fairey Engineering*, la *Ferranti*, la *Inmos International*. Tutte queste società, o le partecipazioni in esse, sono state alienate attraverso vendite private con l'unica eccezione della *Jaguar Cars*, consociata della *British Leyland*, che è stata dismessa con il ricorso al mercato di borsa.

²⁸ Esemplare a questo proposito è la vicenda relativa alla cessione nel 1988, della *British Leyland*, trasformata in *Rover Group*, alla *British Aerospace*, a sua volta già completamente privatizzata nel 1985, sia perché tale cessione è stata la più grande tra quelle realizzate attraverso trattativa privata, sia perché essa ha costituito oggetto di attenta valutazione da parte del *National Audit Office*, l'organo di controllo contabile in Gran Bretagna, il quale, su richiesta della *House of Commons*, ha redatto un rapporto accurato sulle vicende di questa privatizzazione, assumendo una posizione fortemente critica nei confronti del Ministero del Commercio e dell'Industria. Ciò che il *NAO* ha contestato al Governo è stata soprattutto la scelta di procedere ad una trattativa privata con un solo soggetto, attraverso la concessione di diritti esclusivi di negoziazione per un periodo di due mesi alla *British Aerospace*: eventuali offerte diverse da quella della *British Aerospace*, anche se più favorevoli, avrebbero in pratica potuto essere prese in considerazione solo nell'ipotesi della scadenza del termine senza esito positivo per la trattativa. La concessione di un simile diritto esclusivo, nelle intenzioni del Governo, trovava giustificazione nelle cattive condizioni economiche della *Rover* che riducevano l'opportunità di una maggiore competizione tra acquirenti a causa della necessità di procedere alla dismissione nel minor tempo possibile. L'esito della trattativa ha visto aggiudicato il *Rover Group* alla *British Aerospace* ad un prezzo convenuto di 150 milioni di sterline, ben inferiore rispetto ai 950 milioni di sterline stimati dai consulenti finanziari del Governo come base iniziale, sotto la quale eventualmente scendere nel corso delle trattative. Un prezzo che, peraltro, impegnava lo Stato ad immettere nella società una somma di ben 572 milioni di sterline al fine di ripianarne la situazione debitoria: su tale cifra era stata acqui-

La gran parte delle privatizzazioni di quegli anni (circa il 95% in termini di ricavi lordi), è stata realizzata attraverso il collocamento delle azioni delle imprese trasformate in *Companies* presso il mercato di borsa, con lo scopo specifico di raggiungere quell'ampliamento dell'azionariato che, come visto, ha costituito l'obiettivo forse principale dell'intero programma di privatizzazioni.

Le principali difficoltà riguardavano la determinazione del prezzo di offerta delle azioni, ponendosi l'alternativa tra la vendita all'asta o a prezzo fisso.

Le prime dismissioni realizzate ricorrendo alla borsa valori, avvenute tra il 1977 e il 1982, sono state effettuate mediante un'offerta a prezzo fisso: i risultati ottenuti son stati sicuramente confortanti²⁹.

Non altrettanto positivi sono stati, invece, i risultati delle privatizzazioni realizzate ricorrendo al sistema di determinazione del prezzo all'asta³⁰.

Il bilancio del primo corso del programma di privatizzazioni è stato, quindi,

sita, non senza difficoltà, l'approvazione della Commissione CEE tesa a verificare che non vi fossero aiuti di Stato distortivi della concorrenza a livello comunitario. Invero la privatizzazione della *Rover*, oltre a suscitare l'attenzione del *NAO*, ha anche impegnato la Commissione CEE che è intervenuta sul caso in esame condannando la *British Aereospace* a restituire al Governo britannico 44,4 milioni di sterline, in considerazione della illegalità, ai sensi dell'art. 93 del trattato CEE, di parte dell'aiuto concesso dallo stesso Governo in occasione dell'acquisto del *Rover Group*. Cfr. NATIONAL AUDIT OFFICE, *Department of Trade and Industry: sale of Rover Group plc to British Aereospace plc*, 1989; PROSSER, "Constitution and political economy: the privatisation of public enterprises in France and Great Britain", in *The modern law Review*, vol. 53, 1990, 312-313 e CAVALLI, "Caso Rover, la British Aereospace restituirà allo Stato 44 milioni di £", in *Il Sole 24 Ore*, 28 giugno 1990, 20.

²⁹Nel febbraio 1981 l'offerta di un pacchetto azionario della *British Aereospace*, per un controvalore di 150 milioni di sterline, ha attirato circa 155.000 investitori, con un eccesso di sottoscrizione di tre volte e mezzo. Anche la cessione della seconda *tranche*, per un valore di circa 551 milioni di sterline, offerta nel maggio del 1985, è stata ben accolta dal mercato: vi è stata, infatti, una sovra-sottoscrizione di circa cinque volte e mezzo. La vendita del primo pacchetto azionario della *Cable & Wireless*, nell'ottobre del 1981, ha costituito un nuovo successo, con un eccesso di domanda pari a cinque volte e mezzo la quantità di azioni offerte. Ancora migliori sono stati i risultati della privatizzazione della *Amersham International*, che ha realizzato un eccesso di sottoscrizioni pari addirittura a 24,6 volte.

³⁰Nel novembre del 1982, la cessione della *Britoil* è stata un clamoroso insuccesso: il prezzo di aggiudicazione è stato pari al prezzo minimo d'asta ed oltre tre quarti delle azioni sono risultate invendute. Così, il secondo pacchetto azionario della *Cable & Wireless*, di un valore di 100 milioni di azioni, offerto all'asta, è fallito malamente, essendo stati acquistati solo 77 milioni di azioni. Infine, anche la sottoscrizione della *Enterprise Oil*, lanciata nel giugno 1984 sempre su base d'asta, ha visto non aggiudicato circa il 30% delle azioni. Solo nella vendita del secondo pacchetto azionario della *Associated British Ports* il prezzo minimo d'asta è stato superato dell'8% e la domanda è stata pari a 1,6 volte l'offerta. Cfr. BISHOP e KAY, "La privatizzazione funziona? Alcune lezioni dalla Gran Bretagna", in *Produttività e Competitività*, settembre 1989, vol. 7 n. 3, 7/D ss.

piuttosto significativo, vedendo le offerte a prezzo fisso andare molto meglio delle emissioni realizzate su base d'asta.

La ragione dell'insuccesso del ricorso allo strumento dell'asta per determinare il prezzo di collocamento delle azioni è stata probabilmente «*da ascrivere al modesto underpricing determinato dal metodo stesso*»³¹.

L'esperienza maturata ha, così, indotto il Governo ad abbandonare nelle successive dismissioni la determinazione del prezzo su base d'asta, ricorrendo, invece, all'offerta a prezzo fisso. Qualche anno più tardi si è incominciato, però, a sperimentare un nuovo metodo di vendita che in qualche modo tentasse di combinare i benefici dell'offerta a prezzo fisso – consistenti nel maggior *underpricing* e nel correlativo migliore coinvolgimento dei piccoli t t t con i benefici dell'asta – caratterizzata dalla possibilità di ottenere maggiori ricavi dall'operazione –, un metodo i cui risultati si sono rivelati, però, contraddittori³².

1.3. La golden share

Un'importanza determinante nell'ambito delle modalità tecniche di realizzazione del primo programma di privatizzazioni nel Regno Unito l'ha avuta – come premesso – il ricorso allo strumento della *golden share* (o *special rights share*), ossia, un'azione specifica che garantiva al governo per dieci anni grandi poteri di controllo sullo statuto dell'impresa, sulla scelta dei dirigenti, sulla struttura del capitale e sui nuovi azionisti. Anzi, deve qui sottolinearsi come tale

³¹ Così CHIRI e PANETTA, *op. cit.*, 545.

³² Per la prima volta nella cessione della *British Airports Authority* è stata utilizzata una tecnica di vendita mista, che differenziava la formazione del prezzo a seconda della natura dell'investitore, riservando l'offerta a prezzo fisso ai risparmiatori e lasciando l'asta agli investitori istituzionali. I risultati sono stati decisamente positivi: 2 milioni e mezzo di investitori hanno sottoscritto in eccesso per circa otto volte l'offerta di azioni, realizzando un ricavo di 1.281 milioni di sterline. Questo successo ha indotto, poi, il Governo a dar luogo alla più grossa delle operazioni di privatizzazione, la vendita dell'ultima *tranche* della *British Petroleum*, nell'ottobre del 1987, ricorrendo alla tecnica mista già sperimentata con la *BAA*. L'esito di questa operazione è stato, tuttavia, largamente negativo; nessuna colpa può essere, però, attribuita al tipo di tecnica finanziaria prescelto dal Governo: è stata, infatti, una violenta caduta degli indici di tutte le principali borse mondiali il 19 ottobre 1987 a determinare l'insuccesso dell'operazione. Solo 270.000 individui effettivamente hanno sottoscritto le azioni poste sul mercato il 28 ottobre, mentre poco meno di 20 giorni prima circa 6.250.000 risparmiatori avevano mostrato il loro interesse a sottoscriverle. Il timore per l'esito delle successive privatizzazioni ha indotto il Governo a ritornare al sistema dell'offerta a prezzo fisso, sino alla dismissione della *Powergen-National Power* che ha nuovamente adottato la tecnica mista, affinandola ulteriormente.

strumento sia stato “*concepito*” dal Governo *Thatcher*³³.

È evidente che l'esistenza di questo meccanismo poteva, da una parte, limitare l'efficacia di molte privatizzazioni, mentre, dall'altra, garantire la continuità del coinvolgimento dello Stato nell'impresa stessa e la tutela dell'interesse collettivo.

Con riferimento ai poteri esercitabili attraverso la *golden share*, c'è da precisare subito che questi, a differenza di quanto è accaduto, poi, in altri Paesi come l'Italia o la Francia, non furono stabiliti preventivamente attraverso un atto legislativo emanato appositamente dall'allora Governo inglese: la *golden share* non trovò, infatti, una propria e specifica disciplina organica all'interno delle varie legislazioni che si succedettero nell'ordinamento britannico. Il legislatore inglese, invero, 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 determinata soglia (c.d. *target investment limit*), ad esercitare i diritti da azionista anche tramite delegati ed 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 ed all'approccio specifico sul quale si optava all'atto dell'introduzione della *golden share*.

La natura meramente contrattuale dell'azione d'oro, tuttavia, sollevò non pochi problemi sin dalla sua introduzione. Parte della giurisprudenza dell'epoca, infatti, valutò 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. Secondo tali orientamenti critici i poteri speciali derivanti dal possesso della *golden share*, non trovando appunto fondamento in uno statuto o in una specifica legge, non potevano essere sottoposti ad alcun controllo nel merito da parte delle corti inglesi, e ciò avrebbe comportato un serio problema dovuto all'impossibilità di poter sanzionare eventuali abusi perpetrati tramite lo strumento medesimo. Quest'orientamento, tuttavia, fu ritenuto infondato e formalistico: la dottrina maggioritaria e la prevalente giurisprudenza anglosassone, infatti, non misero mai in dubbio la natura pubblica di tali poteri (a prescindere da

³³ Il merito di tale *invenzione* può essere attribuito al Cancelliere dello Scacchiere, *Lord Nigel Lawson*, come lui stesso ha rivendicato nel già citato seminario su “*Le privatizzazioni: gli aspetti tecnici più rilevanti*”.

un inserimento ed utilizzo della *golden share* attraverso strumenti di natura privatistica) essendo questa espressione d'interessi squisitamente statali. Non fu, dunque, mai messa in discussione la possibilità di un controllo di natura giudiziale sull'utilizzo dell'azione dorata.

Chiarita tale rilevante peculiarità, si può meglio comprendere come, data la "legittima" struttura variabile dei poteri inseriti nelle società dismesse, la *golden share* permetteva al Governo, a titolo esemplificativo, di poter esercitare diversi poteri, tra cui: a) esercitare il diritto di veto alla modifica di determinate disposizioni statutarie; b) esercitare diritti di voto cc.dd. "dormienti" (che scattavano, ad esempio, al momento del raggiungimento del tetto del 15% delle azioni possedute da un singolo azionista o al raggiungimento di un tetto massimo sulle azioni detenute da azionisti stranieri); c) nominare uno o più amministratori all'interno della società; d) imporre l'obbligo di cittadinanza britannica per alcuni o per tutti gli amministratori della società pubblica dismessa; e) richiedere notifica delle partecipazioni eccedenti il 5% del capitale sociale; f) partecipare alle assemblee della società, esercitando, eventualmente, il diritto di voto; g) porre limiti al possesso azionario di singoli azionisti ³⁴.

Le caratteristiche di ciascuna singola azione speciale, pertanto, mutavano a seconda delle società e delle tipologie di poteri che venivano ad essere previsti all'interno degli statuti. Tuttavia, sebbene allo Stato fu lasciato, come si è avuto modo di sottolineare, ampio margine di azione nel definire le modalità con le quali continuare ad esercitare un controllo all'interno delle imprese dismesse, è stato evidenziato come nella pratica fu fatto un uso certamente equilibrato, per non dire "standardizzato", dei poteri garantiti dalla presenza della *golden share*, e ciò in modo tale da non dover alterare significativamente le dinamiche dei nuovi modelli societari, fortemente improntati ad un approccio che favorisse l'autonomia decisionale dei privati ³⁵.

Nell'esperienza applicativa, infatti, l'utilizzo della *golden share* arrivò a configurarsi secondo due schemi tipici, denominati «*built in majority*» e «*relevant*

³⁴ Tali limiti erano mobili e potevano variare, a seconda dei casi, da un minimo del 10% ad un massimo del 50%, essendo preordinati allo scopo di impedire l'acquisto di ingenti quantità di partecipazioni azionarie da parte di stranieri, nonché di evitare delle vere e proprie *takeovers* nei confronti della società.

³⁵ L'analisi comparatistica mostra come nella maggior parte degli ordinamenti europei si rilevano non solo punti di contatto ma anche, e soprattutto, attriti tra il diritto societario e gli altri settori giuridici (specie quello pubblicistico) toccati dal fenomeno dell'iniziativa economica privata. È chiaro ed evidente, in tali casi più che mai, come l'incontro tra diritto ed economia stimola riflessioni ed offre prospettive molto interessanti per tutti gli operatori del diritto. In tal senso, cfr. GUACCERO-PAN-CHESTER, "Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata", in *Riv. soc.*, 2008, fasc. 6, 1359 ss.

person», caratterizzati entrambi da una ben definita struttura dei poteri esercitabili dal Governo.

Il primo modello, c.d. «*built in majority*», era caratterizzato da una struttura relativamente semplice, che andava ad attribuire allo Stato la qualifica di *special shareholder* investito del potere di esercitare in merito alle decisioni prese all'interno dell'assemblea degli azionisti un diritto di voto in più rispetto alla titolarità delle azioni degli altri soci. Attraverso tale strumento, dunque, in presenza di decisioni di rilevante interesse, il Governo si riservava la possibilità di avere la maggioranza, assicurandosi per l'appunto una *built in majority* con la quale far pesare la sua posizione sia nello svolgimento delle sue funzioni di controllo, sia nell'approvazione in assemblea delle deliberazioni ritenute necessarie. Tale modello di *golden share*, inoltre, riservava all'azionista pubblico il potere 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 società. È evidente, quindi, come l'attuazione di tale modello permettesse di esercitare un penetrante intervento pubblico nelle vicende gestionali delle società privatizzate, ponendo nelle mani dello Stato uno strumento difensivo utile a fronteggiare iniziative «ostili» ad opera di soci ed investitori esteri che avrebbero potuto compromettere l'indipendenza e la struttura di società strategiche nel panorama economico inglese³⁶.

Il secondo modello, c.d. «*relevant person*», fu inserito, invece, negli statuti societari con la specifica finalità di assicurare il rispetto di determinati limiti posti in relazione al possesso di pacchetti azionari da parte di investitori privati. Tale modello, infatti, prevedeva l'obbligo in capo ai soci di notificare la detenzione di partecipazioni azionarie che eccedessero il 5% del totale e di provvedere alla dismissione obbligatoria di quella parte di azioni con diritto di voto che eccedessero il 15% delle azioni della società. Coloro i quali detenevano partecipazioni che eccedevano tale soglia venivano così ad essere denominati, nell'ordinamento anglosassone, *relevant persons*. Nei loro confronti gli amministratori erano tenuti ad instaurare un contraddittorio, alla cessazione del quale si poteva arrivare ad azionare un procedimento di cessione coattiva del pacchetto azionario, così da ristabilire i limiti fissati dallo statuto e dalla *golden share*. Fino a quando la decisione circa la dismissione delle partecipazioni in eccedenza non fosse stata raggiunta, l'azionista perdeva, inoltre, qualsiasi diritto di voto³⁷.

³⁶ Il modello c.d. «*built in majority*» fu adottato – come si vedrà – nel corso delle privatizzazioni delle società pubbliche *Britoil* ed *Enterprise Oil*, avvenute rispettivamente nel 1982 e nel 1984.

³⁷ Disposizioni riconducibili al modello c.d. «*relevant person*» furono inserite, 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 *PowerGen British*.

L'utilizzo di "azioni d'oro" nell'esperienza britannica è stato frequentissimo: in tutte le società privatizzate – nel periodo compreso tra gli anni settanta e i novanta – per mezzo di un'offerta pubblica di vendita ne è stata inserita una, con le sole eccezioni della *Associated British Ports* e della prima *tranche* di *British Petroleum*³⁸.

Tra le società privatizzate in quegli anni attraverso vendita diretta ai privati, invece, solo in due casi, nella *Sealink U.K.* e nella *General Practice Finance*, il Governo si è riservato una *golden share*³⁹.

Invero, più ancora che il dato strettamente numerico, a suscitare interesse sono le modalità giuridiche con le quali il ricorso alle *special shares* si è, di fatto, realizzato.

Già s'è visto come l'introduzione di queste azioni sia avvenuta in Gran Bretagna attraverso una semplice modifica dello statuto e degli altri atti che regolano la vita della società, senza alcun bisogno di un intervento legislativo⁴⁰.

Tuttavia, la possibilità di utilizzare una particolare categoria di azioni per *blindare* un'impresa, sia pure di rilevante interesse nazionale, rendendola così immune dall'operare delle normali leggi di mercato, fondate sulla possibilità di scalare in ogni momento la singola società per acquisirne il controllo, non è certo stata accettata pacificamente dalla più acuta dottrina⁴¹.

³⁸ Così DUNSIRE, *op. cit.*, 425.

³⁹ Cfr. CHIRI e PANETTA, *op. cit.*, 541-542. Sempre a questo proposito, GRAHAM, *op. cit.*, 23, rilevava che nella *Royal Ordnance Factory*, in realtà, l'introduzione di una *golden share* era stata prevista, ma poi, il Governo vi ha rinunciato nel momento stesso in cui ha deciso di procedere mediante cessione diretta alla *British Aerospace*. La differenza nell'impiego di azioni d'oro tra vendite mediante offerta pubblica e cessioni dirette ai privati si può agevolmente comprendere: difficilmente, infatti, coloro che acquistano direttamente il controllo sulla società potrebbero tollerare una significativa ingerenza del Governo sul controllo medesimo, mentre ben più facile è conciliare la *golden share* con l'azionariato diffuso, cui tende l'offerta pubblica, azionariato che, al momento dell'acquisto, è costituito da contraenti deboli, maggiormente disponibili ad accettare l'ingerenza statale, sia pure, com'è ovvio, in limiti ristretti.

⁴⁰ Proprio la possibilità di inserire nel capitale sociale un'azione d'oro attraverso una semplice modifica dello statuto consente di dar luogo a tale inserimento anche a privatizzazione avvenuta, ove il Governo possa garantirsi il sostegno del 75% dell'assemblea sulla risoluzione speciale e sempre che la creazione di tale azione sia fatta nell'interesse della società nel suo complesso e non sia ingiusta o onerosa verso la minoranza degli azionisti. L'osservazione è di DEL CASALE, "Uno strumento diretto al controllo governativo sulle privatizzazioni: le *golden shares*", in *Politica del diritto*, n. 1, 1988, 151.

⁴¹ D'altra parte, l'uso della *golden share* «as a fetter on the alteration of the company's constitution» non può dirsi conforme all'ideologia neoliberista espressa dalla retorica politica thatcheriana, imperniata sulla logica del libero mercato, senza alcuna interferenza statale: ben poco il "rolling back the frontiers of the State" può conciliarsi con l'introduzione di uno strumento volto proprio ad evitare il libero gioco di quella forza che, insieme al pericolo del fallimento, dovrebbe

Ma soprattutto, l'azione d'oro, così intesa, appariva contraria ai più importanti principi del diritto societario inglese, che richiedono che nulla possa impedire di modificare in qualsiasi momento, seguendo le sole leggi della domanda e dell'offerta, la ripartizione del capitale sociale e, di conseguenza, la composizione degli organi di governo dell'impresa. Infatti, il risultato principale che il ricorso alla *golden share* consente di realizzare è proprio quello di impedire la acquisizione del controllo delle società dismesse da parte di soggetti evidentemente non graditi.

Un fondamento giuridico allo strumento delle *golden share*, tuttavia, è stato rintracciato nella sentenza *Bushell v. Faith* (1969).

L'art. 9 dello statuto di una società privata attribuiva, nell'ipotesi in cui fosse stata proposta una risoluzione per rimuovere uno degli amministratori in carica, tre voti per ogni azione posseduta dallo stesso amministratore⁴²; ciò rendeva particolarmente onerosa la possibilità di sostituire i *directors*.

Il convenuto, amministratore della società, la cui rimozione era stata richiesta dagli altri soci insoddisfatti della gestione, aveva utilizzato proprio l'art. 9 citato per bloccare tale risoluzione.

La causa è stata decisa a favore del convenuto e proprio per questa ragione su di essa si è argomentata, in un ordinamento di *common law*, la compatibilità delle *golden share* con i principi del diritto commerciale⁴³.

La ragione di diritto alla base della decisione in esame è da rintracciarsi nella tradizionale riluttanza delle Corti inglesi ad interferire su una materia dominata dagli accordi privati, che ben possono decidere di disciplinare i diritti di voto come meglio ritengano opportuno.

Su questo presupposto, nell'ordinamento societario britannico hanno piena legittimità non solo le azioni del tutto prive del diritto di voto, ma anche le azioni dotate di voto plurimo e persino quelle cui solo in determinate occasioni sia attribuito un simile diritto.

dominare il mercato. La riflessione, condivisa dalla gran parte della dottrina, è di RUTABANZIBWA, *op. cit.*, 42.

⁴² Era, quindi, indispensabile che l'amministratore avesse una partecipazione azionaria al capitale della società. RUTABANZIBWA, *op. cit.*, 42, parla, infatti, di «*director cum shareholder*».

⁴³ Invero, va detto che la sentenza *Bushell v. Faith* non è stata accolta con favore dalla gran parte della dottrina, che, infatti, si è affrettata a precisare come «*the decision will go down in legal history as one of the most remarkable instances of judicial interpretation defeating the clear intention of the legislature*». Così facendo, «*the Court had reduced the principle in company law which prohibits fetters against the alteration of the company's constitution to an empty rhetorical gesture*», in tal senso ancora RUTABANZIBWA, *op. cit.*, 42, che invero richiama le affermazioni di SCHMITTHOFF K., «*House of Lords Sanctions Evasion of Companies Act*», in *Journal of Business Law*, 1970, 1 ss., e PRENTICE, «*Removal of Directors from Office*», in *The Modern Law Review*, 1969, vol. 32, n. 6, 693 ss.

In sostanza, a differenza di quanto accade nel diritto pubblico, ove vige il principio “*one man one vote*”, nel diritto commerciale non può configurarsi il simile principio “*one share one vote*”.

L’ampio margine di libertà concesso alla negoziazione privata, unito alla libertà dell’iniziativa economica costituiscono, infatti, gli argomenti essenziali in tal senso.

Va, però, rilevato che se (malgrado le critiche cui è stata sottoposta) la sentenza *Bushell v. Faith* ha un suo fondamento, in una piccola impresa sociale, nella quale può essere necessario prevedere dei meccanismi in grado di evitare che piccoli contrasti anche a livello meramente familiare, come effettivamente è accaduto nel caso in esame, si riversino sulla vita della società, non altrettanto può dirsi, invece, con riferimento alle grandi società, le cui azioni siano, addirittura, quotate sul mercato di borsa.

Una cosa è, infatti, lasciare ampi margini di manovra nella particolare materia in esame a società che siano condotte a livello familiare, una cosa ben diversa è, invece, giustificare l’introduzione di un’azione d’oro in una grande società privatizzata che veda il suo capitale quotato in borsa e, soprattutto, che sia costituita secondo il modello della *public company*⁴⁴.

Non deve essere sottovalutato, infatti, il contrasto che inevitabilmente si verifica tra il modello societario dell’azionariato diffuso – che, come abbiamo visto, tanta importanza ha avuto nell’esperienza inglese e che ha ispirato anche il legislatore italiano – ed il ricorso alle *golden share*, che con tale modello appaiono, in qualche modo, incompatibili.

Lo strumento della *golden share*, che nell’esperienza britannica ha avuto il ruolo fondamentale di consentire al Governo un controllo sull’assetto societario attraverso l’imposizione di un potere di veto sui *takeovers*, inevitabilmente contrasta con una caratteristica necessaria della *public company*: la scalabilità.

Il costo della *democrazia azionaria* che, come detto, ha costituito uno dei fini principali della politica di privatizzazioni britannica, è rappresentato dalla necessità di consentire con estrema facilità il ricambio della testa delle imprese. Le *golden share* hanno, invece, almeno nelle intenzioni, reso particolarmente difficile tale ricambio, ove lo scalatore fosse per qualsiasi motivo poco gradito all’autorità di governo⁴⁵.

⁴⁴ Abbiamo già visto nel precedente paragrafo, infatti, come il modello di controllo proprietario prevalente nel Regno Unito sia quello basato sulla *public company* o società a capitale disperso.

⁴⁵ È da evidenziare che le “*special shares*” erano, di norma, valide solo per un determinato periodo di tempo, al termine del quale il Governo perdeva ogni potere di veto. È il caso, per esempio, della *Amersham International*, privatizzata nel 1982 e le cui azioni speciali detenute dal Governo sono “scadute” nel 1988.

Tale situazione non è di certo sfuggita alla Commissione europea, prima, e alla Corte di Giustizia, poi ⁴⁶. Nella nota decisione del 2003, la Corte ha affermato che non solo la limitazione all'acquisto di azioni di società privatizzate, ma anche la possibilità per i governi di proibire o limitare la presa di importanti decisioni costituiscono forme di violazione della libera circolazione di capitali. Questo è stato certamente un piccolo ma importante passo in avanti per la Corte ⁴⁷; è stata, infatti, per la prima volta presa in considerazione una delle fondamentali domande relative alla *corporate governance*: chi controlla una società e per quale scopo? E, partendo dalla premessa, che una norma nazionale che limiti il potere degli azionisti è una restrizione del loro diritto di investire liberamente in società europee, la Corte ha espresso in maniera chiara la sua posizione a favore di una economia liberale del mercato. Posizione che nelle successive decisioni ha rimarcato, diventando sempre più evidente.

Per meglio comprendere l'effettiva natura dei poteri che, attraverso le azioni d'oro, il Governo si è conservato nelle società dismesse e, quindi, per meglio valutarne sia l'effettiva compatibilità con i principi generali della *company law*, sia l'incidenza sul conseguimento dell'obiettivo della democrazia azionaria, si rende ora indispensabile l'analisi delle disposizioni relative all'introduzione dell'azione d'oro in alcune delle più importanti società privatizzate ⁴⁸.

Va a questo proposito subito rilevata l'esistenza di due diversi modelli di *golden share* basati entrambi su un unico schema ⁴⁹ e finalizzati, sia pure in modo diverso, a proteggere le società dismesse dai *takeovers* non graditi.

Il primo di questi modelli – «*built in majority*» – è stato usato nella cessione della *Britoil* e della *Enterprise Oil* ed è davvero «poco sofisticato» ⁵⁰.

Esso prevedeva che, in determinate circostanze ⁵¹, la *special share* avesse,

⁴⁶ Case C-98/01 (*Commission v. UK*) [2000].

⁴⁷ Nella decisione, la Corte ha affermato che «*a restriction of the free movement of capital can emanate not only from national rules limiting the acquisition of shareholdings but also from rules 'which restrict in some other way the scope for participating effectively in the management of a company or in its control'*».

⁴⁸ Una simile analisi è stata condotta da IMMORDINO, *Le golden shares. Relazione al convegno "Le privatizzazioni di imprese, esperienze internazionali ed opportunità per l'Italia"*, Milano, Università Bocconi, 16 giugno 1992.

⁴⁹ GRAHAM, *op. cit.*, 23, a questo proposito rilevava come «*the basic scheme for both models is that the share capital of the company will contain one special rights redeemable preference share of £1 held by the Government or their nominee*».

⁵⁰ Così GRAHAM e PROSSER, *Privatizing public enterprises: Constitutions, the States and regulation in comparative perspective*, cit., 142.

⁵¹ Le circostanze rilevanti andavano ricondotte a due ipotesi: la prima si realizzava quando una o più persone di concerto lanciavano un'offerta sulle azioni della società con l'intenzione di

nelle risoluzioni dell'assemblea generale dei soci, un numero di voti superiore di una unità a quelli esercitati da soggetti diversi rispetto al Segretario di Stato.

In aggiunta a questo fondamentale potere, l'azione attribuiva al Governo, inoltre, la facoltà di convocare in ogni momento l'Assemblea generale, ponendo all'ordine del giorno qualsiasi mozione⁵².

In questi casi la *golden share* può ben essere definita come un'azione "dormiente", in quanto solo davanti alla «minaccia dell'integrità aziendale dà temporaneamente al Tesoro la maggioranza dei diritti di voto»⁵³.

Questo tipo di *special share* è stato, tuttavia, ben presto superato da uno diverso – «*relevant person*» – molto più accurato nella definizione dei poteri spettanti all'azionista speciale.

La nuova azione d'oro, invece di agire attraverso il potenziamento dei diritti di voto, richiamando in qualche modo l'istituto del voto plurimo, utilizzava lo strumento del diritto di veto e si fondava sulla previsione di un limite al possesso azionario, di norma fissato al 15%.

Nella *Cable & Wireless* il possessore dell'azione d'oro aveva diritto di ricevere notizia, partecipare ed intervenire a tutte le assemblee ed i consigli di amministrazione, ma non il diritto di votare in tali sedi, né di partecipare agli utili dell'impresa. L'assenso scritto del Governo era richiesto nel caso di modifica degli articoli dello statuto relativi al limite del 15% al possesso del capitale ordinario o relativi alle pertinenze dell'azione speciale; nel caso di proposta di liquidazione o scioglimento della società, di creazione di azioni a diritto di voto diverso dalle azioni ordinarie e, infine, di disposizione dell'intero o di parte degli *assets* societari⁵⁴.

Previsioni del tutto analoghe sono state inserite anche negli statuti di *Jaguar Cars* e *British Gas*.

Lo statuto della *British Telecom* configurava, invece, la *golden share* in modo parzialmente diverso: al Governo, infatti, veniva attribuito un potere di veto sulle disposizioni statutarie inerenti, a parte il limite, anche qui, del 15% nel

acquisire più del 50% dei diritti di voto; la seconda si aveva nell'ipotesi in cui esse fossero in grado di esercitare o di controllare, comunque, l'esercizio del 50% o più di tali diritti.

⁵² GRAHAM e PROSSER, *op. ult. cit.*, notavano ancora come «*this provision allowed the special shareholder complete control of the company business, from altering the objects and articles of association to refusing to declare a dividend and appointing and removing directors*».

⁵³ Così NIADA, «*A Londra l'azione d'oro ha funzionato*», in *Il Sole 24 Ore*, 5 febbraio 1997, 3.

⁵⁴ La soglia ritenuta rilevante in relazione alla disposizione degli *assets* era pari al 25%. Una previsione identica si trovava anche negli statuti di *Amersham International*, *Jaguar Cars* e *Rolls-Royce*. GRAHAM, *op. cit.*, 24, sul punto rilevava che «*so in these cases even a substantial restructuring of the company will depend on negotiations between it and the Government, rather than the free play of market forces*».

possesso azionario, la cittadinanza del management ed i diritti dell'azione speciale. La caratteristica fondamentale della *golden share* della *British Telecom* era data, tuttavia, dalla possibilità di nominare due consiglieri d'amministrazione ai quali, successivamente, la Segreteria di Stato, con un avviso, ha stabilito di non concedere poteri speciali.

Qualcosa di analogo è successo anche nella *British Aereospace*, la cui azione d'oro, tutt'oggi detenuta dal Governo, consentiva al Ministro della Difesa di nominare, però, un solo consigliere⁵⁵. La *golden share* di *British Aereospace*, inoltre, subordinava all'assenso ministeriale la modifica dello statuto sociale ove esso prescriveva la necessità che il controllo della società fosse detenuto da soli cittadini britannici.

Un elemento comune a tutte le *golden shares* utilizzate nel Regno Unito, in quegli anni, era costituito dalla mancanza del diritto di partecipare alla distribuzione degli utili d'esercizio e soprattutto dalla presenza, al fine di proteggere i poteri attribuiti dall'azione d'oro, di una clausola statutaria che vietasse di apportare modifiche agli stessi se non previo esplicito consenso dell'azionista pubblico.

Un ulteriore aspetto che merita di essere messo in evidenza è costituito dalla durata delle *golden shares*: se, da un lato, la temporaneità delle azioni d'oro non è mai stata revocata in dubbio⁵⁶, dall'altro, tuttavia, va anche rilevato che furono diverse le società privatizzate in cui lo Stato mantenne un'azione speciale a scadenza illimitata⁵⁷.

La maggior parte delle azioni d'oro inserite all'interno delle società privatizzate, infatti, aveva un periodo di operatività quinquennale, durante il quale il Governo avrebbe potuto, al bisogno, esercitare i propri poteri. La previsione di

⁵⁵ Come nel caso di *British Telecom*, la Segreteria di Stato aveva notificato alla *British Aereospace* una comunicazione con la quale il Governo stabiliva di rinunciare ai propri diritti di intervento in decisioni di natura commerciale e di non votare contro alcuna proposta sostenuta dalla maggioranza del consiglio, pur riservandosi il potere di farlo. Cfr. sul punto IMMORDINO, *op. cit.*

⁵⁶ Difatti, in una ventina di società, tra cui le quattordici aziende elettriche di distribuzione regionale, la *Jaguar Cars*, l'*Enterprise Oil*, la *Britoil*, la *British Steel*, pochi anni dopo la loro costituzione, l'azione d'oro decadde. Sul punto cfr. NIADA, *op. cit.* E, d'altra parte, la previsione di un preciso limite temporale era formalmente inclusa nello statuto di *British Airways*, *Jaguar* e *Trustee Savings Bank*. Si veda GRAHAM, *op. cit.*, 24.

⁵⁷ Secondo i dati forniti dal Ministero del tesoro britannico e riportati sempre da NIADA, *op. cit.*, il Governo britannico conservò una *golden share* a durata illimitata in *Cable & Wireless*, *Sea-link Stena Line*, *British Telecom*, *British Aereospace*, *Vsel Consortium*, *British Gas*, *Rolls-Royce*, *British Airports Authority*, *National Grid Company*, *National Grid Holding*, *National Power*, *PowerGen*, *Scottish Power*, *Scottish Hydro-Electric*, *Northern Ireland Electricity* e *Belfast International Airport*. Le uniche due società nel cui capitale venne inserita un'azione speciale a termine (la scadenza era prevista per il 31 marzo 1997) erano *British Technology Group* e *British Technology Int.*

tale durata temporanea era pienamente in linea con lo scopo primario per il quale tale strumento giuridico era venuto alla luce all'interno dell'ordinamento inglese: la volontà di monitorare, ed all'occorrenza intervenire, per garantire che la transizione delle più importanti società anglosassoni da pubbliche a private avvenisse nel migliore dei modi possibile. Tuttavia, a causa del forte valore strategico che fu riconosciuto a determinate società oggetto di privatizzazione, in alcuni specifici casi fu stabilito l'inserimento di un'azione dorata dalla durata pressoché illimitata: si pensi, ad esempio, alle società *Rolls Royce*, *Jaguar*, *British Telecom* e *British Aerospace*. Ai tempi dell'introduzione di tale meccanismo di controllo in tali società, infatti, lo scopo era quello di tutelare e salvaguardare il più possibile settori, quali quello metalmeccanico, automobilistico, aeronautico e delle telecomunicazioni, da eventuali cordate estere che avrebbero potuto compromettere la gestione di società che svolgevano, e svolgono tuttora, servizi essenziali per il Paese.

Occorre registrare, tuttavia, che, attualmente, rispetto all'epoca dell'introduzione di tali *golden shares* all'interno degli statuti di queste società, la situazione è progressivamente mutata con un generale ridimensionamento della sua portata applicativa.

Per quanto riguarda le azioni introdotte all'interno delle società *Jaguar* e *British Telecom*, queste furono volontariamente soppresse dal Governo rispettivamente nel 1995 e nel 1997, a fronte della necessità di operare scelte aziendali che non si sarebbero potute adottare fintanto che il Governo avesse mantenuto il proprio potere di porre il veto su eventuali fusioni o acquisizioni o fintanto che si fosse mantenuto il limite al possesso azionario del 15% in capo ad un singolo azionista.

Ad oggi, dunque, il Governo inglese mantiene una *golden share* dai poteri limitati solo all'interno delle società *Rolls Royce* e *British Aerospace* e per entrambe, già dalla fine del 2012, ha reso chiara la sua intenzione di adoperarsi, con il consenso del consiglio di amministrazione e degli azionisti, per una sempre maggiore limitazione della portata dei propri poteri all'interno delle stesse. Tutto ciò in considerazione, da un lato, della stessa previsione governativa in merito all'adozione di *golden shares* dalla durata limitata nel tempo e, dall'altro, della sempre più avvertita esigenza di apertura del mercato inglese al commercio internazionale (mercati ed investitori esteri, soprattutto Paesi emergenti) ed alla spinta comunitaria in favore di una eliminazione di tale strumento all'interno delle società con sedi nei Paesi dell'UE, nel rispetto dei principi comunitari relativi alla libertà di stabilimento e alla libera circolazione dei capitali che, come si vedrà, hanno influito in maniera determinante sul futuro e sull'evoluzione dei «poteri speciali» riservati allo Stato all'interno di società privatizzate⁵⁸.

⁵⁸ È interessante citare, in relazione all'esperienza inglese, la sentenza del 13 maggio 2003, re-

Da quanto detto risulta evidente come la principale «funzione della golden share sia stata quella di fortificare le previsioni inerenti alle limitazioni al possesso azionario»⁵⁹, al fine di evitare scalate non gradite⁶⁰.

lativa alla causa intentata dalla Commissione europea contro il Regno Unito (C-98/01) nella quale la Corte di Giustizia dichiarò l'incompatibilità con il diritto comunitario delle previsioni statutarie della *British Airport Authority*. All'interno di tale statuto, infatti, era stata inserita una *golden share* che attribuiva al Ministero dei Trasporti una serie di poteri relativi ad una eventuale cessione delle strutture aeroportuali, nonché alla liquidazione e allo scioglimento delle società gestite dal gruppo, nonché, infine, alla modifica dello statuto stesso. Era, poi, previsto un limite all'acquisto di partecipazioni azionarie superiori al 15% del capitale sociale. Tali previsioni, sebbene in linea con la finalità alla base dell'inserimento di una *golden share* all'interno di una società, furono tuttavia ritenute illegittime poiché in contrasto con il rispetto dei criteri imposti dal Trattato CE in relazione alla libera circolazione di capitali ed alla libertà di stabilimento.

⁵⁹ Così, ancora, GRAHAM e PROSSER, *op. cit.*, 142. In realtà gli statuti delle società privatizzate, al di là del potere di veto attribuito all'azionista speciale, prevedevano anche una particolare tecnica di vendita forzosa delle azioni detenute in eccedenza rispetto al tetto massimo prestabilito. Infatti, nell'ipotesi in cui una persona, definita *relevant person*, avesse una partecipazione al capitale sociale pari o superiore al 15% delle azioni con diritto di voto, gli amministratori della società stessa potevano notificare ai soggetti interessati un avviso col quale intimavano la vendita delle azioni in eccedenza entro un termine massimo di 21 giorni. Alla scadenza di tale termine, ove l'intimazione non avesse avuto effetto, gli amministratori potevano procedere direttamente alla vendita. Le modalità della vendita venivano stabilite dagli stessi amministratori, previa consultazione di personale specializzato, ed i relativi profitti netti venivano percepiti dalla società che provvedeva poi a pagarli al proprietario inadempiente. Nelle more della procedura appena esaminata, il proprietario delle azioni veniva privato del diritto di partecipare e votare a qualsiasi assemblea societaria, mentre il diritto di voto veniva attribuito al presidente della società o, in alcune ipotesi, all'azionista speciale. Cfr. GRAHAM, *op. cit.*, 24.

⁶⁰ GRAHAM e PROSSER, «Golden share: industrial policy by stealth?», in *Public Law*, 1988, 417 ss., notavano come in aggiunta alle *golden shares* la *ordinary law* prevedeva altre forme similari di controllo governativo sulle società: infatti, il modo più valido per prevenire, di norma, *takeovers* non graditi consisteva nel deferimento alla *Monopolies and Merger Commission* da parte del Segretario di Stato, previa sollecitazione del direttore generale del *Fair Trading*, sulla base, appunto, del *Fair Trading Act* del 1973 (è quanto si è verificato a proposito dell'acquisizione, da parte del *Kuwait Investment Office*, del 21,6% delle azioni della *Britoil*: tale partecipazione a seguito dell'intervento della *M.M.C.*, è stata ridotta al 9,9%). Sulla vicenda si veda *MONOPOLIES AND MERGER COMMISSION, The government of Kuwait and British Petroleum company: a report on the Merger situation*, Great Britain, Parliament, House of Commons, Cambridge, Proquest LLC 1988). Tuttavia, se da un lato questo potere costituiva sicuramente «an important weapon in the hands of governments against unwelcome takeovers», dall'altro l'efficacia di tale potere era sostanzialmente limitata alla prevenzione dei potenziali effetti negativi sulla libera concorrenza e, quindi, considerevolmente diversa rispetto alle finalità cui miravano le *special shares*. Se poi si considera che la politica *antitrust* in Gran Bretagna si caratterizzava per l'ampio margine di discrezionalità attribuito al Governo e per il ruolo limitato svolto, invece, dalle Corti, si comprende come «the system is dominated by secretive negotiation and bargaining». Il che, peraltro, rappresenta una caratteristica tipica anche dei poteri incorporati nella *golden share*.

Un caso interessante sotto questo profilo, anche perché è stato il primo affrontato in Gran Bretagna, riguarda la scalata della *Britoil* da parte della *British Petroleum*.

Di fronte all'acquisto di ingenti quantitativi di azioni ad opera della *British Petroleum*, il Governo inglese, nell'intento di contrastare la possibile acquisizione della *Britoil*, aveva deciso di annunciare al pubblico che avrebbe fatto ricorso alla *golden share*⁶¹ e, quindi, boicottato in sede assembleare la normale operatività della società: l'obiettivo indiretto era, però, quello di far desistere la *British Petroleum* dall'acquisizione della *Britoil*.

Innanzitutto, però, alla decisione della *British Petroleum* di procedere comunque alla scalata ed alla possibilità che un irrigidimento delle posizioni avrebbe finito per danneggiare solo la società dismessa, le parti hanno raggiunto una sorta di compromesso, per cui lo Stato assicurava alla *British Petroleum* che non avrebbe utilizzato la *golden share*, a patto che il nuovo socio di maggioranza non avesse proceduto a licenziamenti ed a cessioni di rami d'azienda o di attività della *Britoil*.

La *golden share* della *Britoil* è stata, successivamente, riscattata su decisione del Governo, malgrado la *British Petroleum* non avesse rispettato i patti sottoscritti all'atto dell'acquisizione⁶².

Qualcosa di simile è anche accaduto in relazione alla *Jaguar Cars*, acquisita dalla *Ford* nonostante ci fosse una *golden share*, sia pure ormai in scadenza⁶³.

Da queste vicende deriva inevitabilmente come «nessuna società può essere al riparo da acquisizioni: negli unici casi in cui c'è stata una scalata ad una società della quale il Governo aveva una *golden share*, la società è stata acquisita»⁶⁴.

⁶¹ È importante ricordare che tale azione era strutturata nella *Britoil* secondo quello che abbiamo visto essere il primo e meno sofisticato modello. Tutti i limiti delle *golden shares* nella loro originaria formulazione sono palesati da questa vicenda: la mancata previsione di un limite al possesso azionario adeguatamente rafforzato dalla presenza di una *golden share* ha impedito al Governo di ostacolare efficacemente la scalata.

⁶² L'intera vicenda con le sue incongruenze è raccontata sia da GRAHAM e PROSSER, "Golden share: industrial policy by stealth?", cit., 426 ss., che rileva come «the saga of the golden share here does not reflect much credit on the Government. On the one hand, it is clear that the government was not prepared fully to honour its free market rhetoric by permitting an unhindered operation of the market for corporate control. On the other hand, the golden share was so badly drafted as to be of limited use as an instrument of policy»; sia da GRAHAM, *op. cit.*, 24; sia, ancora, da GRAHAM e PROSSER, *Privatizing public enterprises: Constitutions, the States and regulation in comparative perspective*, cit., 144 ss.

⁶³ L'industria automobilistica britannica aveva la necessità di stare sul mercato con un appoggio forte, che la *Ford* più di altri gruppi era in grado di offrire. Per questa ragione il Governo non ha ritenuto opportuno adoperare la *golden share*.

⁶⁴ Così LAWSON, *op. cit.*