

**GOLDEN SHARES E PRIVATIZZAZIONI INCOMPIUTE:  
LA LUNGA VECCHIAIA DELLO ‘STATO-IMPREDITORE’.**

1. Le criticità e le contraddizioni che hanno accompagnato in tutta Europa il processo di privatizzazione delle imprese pubbliche sono ben note ed ampiamente esaminate<sup>1</sup>; altrettanto note ed egualmente approfondite risultano le analisi dedicate al delicato intreccio intercorrente tra le privatizzazioni e quei poteri straordinari riservati all’azionista pubblico, comunemente denominati *golden share* (o, per i francofili, *action spécifique*): poteri speciali (di nomina e di veto all’acquisizione di partecipazioni rilevanti) e/o vincoli statutari (limiti al possesso azionario, tetti ai diritti di voto, obbligo di controllo nazionale).

Sulla incompatibilità di un tale istituto, perlomeno nelle sue accezioni più prescrittive e restrittive, con il principio di libera circolazione dei capitali, di cui agli artt. 56 e 58 del Trattato CE, è difficile alimentare dubbi; ma resta il fatto che il contrasto in materia tra l’Unione Europea ed i suoi Stati Membri tende ad estendersi, anziché a restringersi.

Sono del 13 maggio 2003 due sentenze gemelle della Corte di Giustizia con le quali viene pronunciata l’incompatibilità con l’ordinamento comunitario delle disposizioni in tema di *golden share* contenute nella normativa spagnola ed in quella inglese<sup>2</sup>. Esse seguono, a distanza di un anno, altre sentenze con le quali i colpi della scure comunitaria si erano abbattuti sulle legislazioni portoghese e francese (con la

---

<sup>1</sup> Sul complesso e delicato intreccio tra lo sviluppo dei processi di privatizzazione delle aziende pubbliche e la previsione di poteri speciali di controllo degli assetti societari, con riferimento all’esperienza italiana, si vedano, *ex plurimis*, M. Clarich - M. Pisaneschi, *Privatizzazioni*, in *Dig. Pubbl.*, 2000, 432; N. Irti, *Economia di mercato e interesse pubblico*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2000, 435; S. Ninatti, *Privatizzazioni: la Comunità Europea e le golden share nazionali*, in *Quad. cost.*, 2000, 702; D. Siniscalco - B. Bortolotti - M. Fantini - S. Vitalini, *Le privatizzazioni difficili*, Bologna 1999; C. Amiconi, *Enti pubblici e privatizzazione*, in *Foro amm.*, 1999, 1652; S. M. Carbone, *Brevi note in tema di privatizzazioni e diritto comunitario*, in *Dir. comm. internaz.*, 1999, 231; R. Garofoli, *Golden share e authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 1998, 159; R. Perna, *L’eccesso di tutela nella privatizzazione delle public utilities*, in *Foro it.*, 1996, III, 210; J. Sodi, *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.* 1996, 368; G. Minervini, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche privatizzate*, in P. G. Marchetti (a c.), *Le privatizzazioni in Italia*, Milano 1995, 165; G. Rossi, *Privatizzazioni e diritto societario*, *ibid.*, 125; R. Pardolesi - R. Perna, *Fra il dire e il fare: la legislazione italiana sulle privatizzazioni delle imprese pubbliche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1994, 4.

<sup>2</sup> Causa C-463/00 e C-98/01.

significativa eccezione di quella belga, su cui torneremo)<sup>3</sup> e completano la vasta geografia giuridica del contenzioso sulla materia, che comprende naturalmente le procedure d'infrazione pendenti nei riguardi dell'Italia, dell'Olanda, della Danimarca, della Germania.

Di questo autentico campo di battaglia continentale dà analitico conto uno studio comparato commissionato dal Comitato per le Privatizzazioni del nostro Ministero dell'Economia, che fornisce una aggiornata quanto istruttiva rappresentazione delle forme e delle logiche attraverso le quali, nei diversi Paesi europei, l'intervento pubblico nel mercato tende ad evolvere, a trasformarsi o a perpetuarsi<sup>4</sup>.

Ne scaturiscono due evidenze di fondo: i) fatta eccezione per il Regno Unito e per la Spagna, gli Stati Membri dell'Unione Europea sono tuttora azionisti di controllo delle società privatizzate nei settori strategici delle *regulated industries* (petrolio e gas, elettricità, telecomunicazioni, aerospaziale e difesa, trasporti); ii) nelle società privatizzate i poteri speciali e/o i limiti al possesso azionario sono presenti in maniera alquanto estesa (il 57%). Il che conferma, secondo la classica dottrina di Monsieur de La Palisse, almeno due altri dati di fatto: iii) le società privatizzate operanti nei citati settori strategici non sono di fatto contendibili, in quanto non scalabili senza il consenso dell'azionista pubblico; e, soprattutto, iv) la stessa eventuale rimozione della *golden share* non risulterebbe risolutiva, ove i governi nazionali decidessero di non portare a compimento le privatizzazioni iniziate.

Per la verità, dall'analisi comparata la nostra tanto bistrattata realtà domestica non appare più patologica di altre, se è vero che l'Italia risulta tra i Paesi che hanno privatizzato di più i settori strategici, sia in termini di imprese coinvolte, sia in termini di partecipazioni residue (che si situano al di sotto della media europea del 27,5%). Nel caso italiano, non fa specie la consistenza della partecipazione pubblica detenuta in Finmeccanica, Enel, Eni, Telecom Italia, quanto la particolare intensità della *golden share*, come disegnata dalla legge n. 474/1994, sia in relazione ai poteri di nomina e di veto, sia per le forti limitazioni imposte al possesso azionario ed ai diritti di voto.

---

<sup>3</sup> Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-367/98, C-483/99 e C-503/99, in *Foro it.*, 2002, IV, 479 con nota di E. Boscolo; cfr. anche E. Szyszczak, *Golden Shares and Market Governance*, in *Leg. Issues of Econ. Integr.* 29(3), 2002, 255.

<sup>4</sup> Se ne veda l'illustrazione sintetica di B. Bortolotti, *Europa a prova di golden share*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 aprile 2003.

E dunque appaiono più che persuasive le due raccomandazioni che il Comitato per le Privatizzazioni ha rivolto al Governo. In primo luogo, si rende necessaria una “ridefinizione specifica, oggettiva e trasparente, dei casi e dei criteri di esercizio dei poteri speciali, con limitazione del loro utilizzo ai soli casi di pregiudizio degli interessi di particolare rilevanza dello Stato, che non possano essere difesi altrimenti” (come, ad esempio, la circostanza che le società privatizzate possano finire sotto il controllo di gruppi pubblici stranieri). In secondo luogo, appare possibile la riduzione dei poteri speciali a due soli casi: “1) poteri di autorizzazione all’acquisto di partecipazioni rilevanti, anche elevando il limite di legge al di sopra del quale il potere può essere esercitato; 2) poteri di veto o annullamento in funzione degli interessi dello Stato da tutelare. Ciò in relazione alla progressiva diminuzione della partecipazione dello stato nella singola società, al grado di liberalizzazione del mercato in cui essa opera e alla presenza di meccanismi regolatori efficienti”<sup>5</sup>.

2. Le due ultime sentenze della Corte di Giustizia attualizzano il punto di vista comunitario sull’argomento. Nei casi in esame, i poteri speciali oggetto di verifica sono quelli detenuti dal governo spagnolo nelle società Repsol (petrolio ed energia), Telefonica (telecomunicazioni), Argentaria (banca), Tabacalera (tabacco) ed Endesa (elettricità), e dal governo britannico nella British Airport Authority (BAA).

In base alla normativa iberica le imprese, che presentano nel proprio capitale sociale una partecipazione pubblica superiore al 25% e la cui attività includa la prestazione di servizi essenziali o lo svolgimento di attività di interesse generale, sono assoggettate ad un regime di autorizzazione preventiva delle delibere societarie più importanti (scioglimento, scissione, fusione, modifica dell’oggetto sociale, cessione di beni o di capitale sociale, riduzione della partecipazione pubblica in misura pari o superiore al 10%, acquisizione di quote sociali pari al 10% del capitale), qualora la partecipazione dello Stato a) si riduca, per effetto di operazioni di trasferimento, in percentuale pari o superiore al 10% del capitale sociale e divenga inferiore al 50%; b) si riduca, a seguito di qualsiasi atto o negozio, ad una quota inferiore al 15% del capitale sociale.

---

<sup>5</sup> Il comunicato del Comitato per le Privatizzazioni è riportato e commentato da G. Dragoni, *La ‘golden share’ resta ma sarà più leggera*, *Il Sole 24 Ore*, 16 aprile 2003.

La normativa inglese, invece, ha previsto, contestualmente alla privatizzazione della BAA, una *One Pound Special Share* che conferisce al Governo la facoltà di autorizzare in via preventiva alcune importanti operazioni sociali (liquidazione o scioglimento della società o di una sua controllata, cessione di un aeroporto, cessazione del controllo su più della metà dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea di una qualsiasi controllata, acquisto di azioni con diritto di voto eccedenti il 15% del capitale).

Il giudizio della Corte ripercorre pari pari il già ricordato *decisum* del 4 giugno 2002, e ribadisce i due criteri direttivi di interpretazione del Trattato<sup>6</sup>: i) un regime di intervento fondato su una previa autorizzazione amministrativa o su diritti di veto costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali, in quanto può impedire l'acquisizione di azioni nelle società interessate e dissuadere gli investitori di altri Stati Membri, nonché una violazione della libertà di stabilimento; ii) dette restrizioni sono ammissibili ove non discriminino in ragione della nazionalità, rispondano ad esigenze imperative di interesse generale e siano commisurate al fine che perseguono: ossia, se vengono adottate *a posteriori* e se si basano su criteri oggettivi e precisi, noti anticipatamente agli interessati ed impugnabili dinanzi ad un giudice<sup>7</sup>.

In particolare, nel confronto di posizioni riportato nella sentenza contro il Regno di Spagna, la Commissione Europea osserva che il ricorso alla previa autorizzazione amministrativa viola gli artt. 43 e 56 del Trattato CE e richiama in proposito la sentenza *Eglise de scientologie*<sup>8</sup>. Aggiungasi che considerazioni di carattere puramente economico o amministrativo non sono annoverabili tra i motivi imperativi di carattere generale; né, a giustificazione delle restrizioni imposte alla libera circolazione dei capitali e al diritto di stabilimento, possono essere invocate dagli Stati Membri circostanze legate all'esercizio di pubblici poteri, all'ordine pubblico, alla pubblica sicurezza ed alla sanità pubblica: eccezioni che debbono essere interpretate comunque in modo restrittivo e che non possono essere determinate unilateralmente dagli Stati membri.

Per parte sua, il governo spagnolo invoca il principio di neutralità rispetto al regime di proprietà sancito all'art. 295 del Trattato CE e dichiara di condividere

---

<sup>6</sup> E' appena il caso di rilevare che le nuove sentenze hanno in comune con le precedenti il Presidente della Corte, l'Avvocato Generale e buona parte dei giudici del collegio.

<sup>7</sup> Cfr. § 68 e 69 della sentenza.

<sup>8</sup> Causa C-54/99.

l'*opinion* espressa dall'avvocato generale Ruiz-Jarabo Colomer nelle conclusioni presentate nelle precedenti cause contro il Portogallo, la Francia e il Belgio, sottolineando che, dal momento che gli Stati Membri possono legittimamente optare per la privatizzazione delle imprese pubbliche, dev'essere applicato il principio secondo cui "il potere più ampio implica il potere meno ampio".

Nelle motivazioni che supportano il dispositivo della sentenza, la Corte richiama puntualmente tutto l'*acquis* giurisprudenziale accumulato<sup>9</sup> per riproporre l'approccio meramente 'procedurale, già adottato nel caso *Konle*<sup>10</sup>. Ed è, dunque, dall'applicazione del triplice test di conformità ai principi di 'non-discriminazione', di 'idoneità-necessità' e di 'proporzionalità', che scaturisce oggi la condanna di Spagna e Regno Unito, come ieri di Portogallo e Francia, e l'assoluzione del Belgio.

3. Vale la pena, al riguardo, di ricordare che la normativa belga era stata giudicata compatibile con l'ordinamento comunitario in quanto maggiormente rispettosa degli investitori. A giudizio della Corte, essa configura, a tutti gli effetti, un "regime di opposizione", un regime nel quale il dispiegamento della libertà non è subordinato all'esercizio di alcun potere da parte dell'amministrazione, essendo a quest'ultima riservata soltanto una potestà inibitoria in casi rigorosamente previsti. Nel caso specifico, concernente la partecipazione societaria pubblica alla Société nationale de transport par canalisations ed alla Société Distrigaz, al governo belga è riconosciuto il potere di opporsi ad operazioni di cessione o a mutamento di destinazione degli investimenti sociali, che possano recare pregiudizio agli interessi nazionali nel settore dell'energia, nonché di nominare due rappresentanti nell'ambito del consiglio di amministrazione di dette società, i quali possono proporre al ministro competente l'annullamento di deliberazioni societarie ritenute in contrasto con la politica energetica nazionale.

In effetti, non è chi non veda il carattere problematico e l'intrinseca provvisorietà dell'impianto concettuale della giurisprudenza comunitaria in materia di *golden share*, che non a caso ha sollevato numerose ragioni di perplessità, anche a

---

<sup>9</sup> Oltre alle già citate cause C-367/98, C-483/90 e C-503/91 del 4 giugno 2002, vengono richiamate le sentenze *Keck e Mithouard* (C-267/91 e C-268/91), *Trummer e Mayer* (C-222/97), *Alpine Investments* (C-384/93), *Sanz de Lera e altri* (C-163/94, C-165/94, C-250/94), *Analir e altri* (C-205/99), *Eglise de Scientologie* (C-54/99).

<sup>10</sup> Causa C-302/97.

proposito del caso belga e del carattere non proprio *soft* dell'ingerenza pubblica in quel caso ritenuta compatibile.

Innanzitutto, vien fatto di osservare che, in questa battaglia per l'abolizione degli ostacoli alla libera circolazione dei capitali, l'Unione Europea tenda ad intervenire sugli aspetti formali anziché sulle situazioni strutturali, accentuando la sua attenzione agli effetti anziché alle cause ed evitando di esaminare il grado di sviluppo delle privatizzazioni o, addirittura, l'effettività del suo avvio. Non è senza significato il già ricordato richiamo dell'Avvocato Generale Ruiz-Jarabo Colomer a non ricercare nella previsione della *golden share* una fattispecie di incompatibilità *per se*, ma ad indagare *case-by-case* l'anomalia del suo esercizio<sup>11</sup>.

Stride, inoltre, a fronte di tanta solerzia a proposito di *golden share*, l'incredibile cecità verso la granitica persistenza del regime pubblicistico che non solo blinda il mercato delle *utilities* francesi, ma che consente a monopoli pubblici d'Oltralpe di continuare ad operare senza limiti di bilancio e, addirittura, di scalare con le risorse dello Stato le società di altri Paesi, che hanno avuto il merito (o l'ingenuità?) di liberalizzare in anticipo i propri settori economici strategici<sup>12</sup>.

Eppure, nella concezione comunitaria della regolazione delle *public utilities*, che è il campo privilegiato di operatività delle aziende pubbliche privatizzate (o da privatizzare), è il regime del mercato concorrenziale ad offrire, al più alto grado di efficienza, le risposte precedentemente garantite dalla *public ownership*. E, dunque, per restare allo stesso caso della *golden share* belga, che senso ha riconoscere la compatibilità del mantenimento in capo allo Stato di poteri speciali di intervento per assicurare quella stabilità negli approvvigionamenti di gas naturale che la direttiva 98/30/CEE risolve mediante l'instaurazione di un autentico sistema di mercato?

Allo stesso modo, se è quello della concorrenza regolata lo scenario veramente compatibile con lo sviluppo di un libero mercato integrato a livello europeo, a quale

---

<sup>11</sup> § 57.

<sup>12</sup> Emblematica la vicenda del colosso pubblico francese Edf, non quotato in borsa (e quindi non scalabile), che ha intrapreso con successo il *takeover* sul gruppo iberico Hidrocantabrico e su quello italiano della Montedison. Mette conto, per di più, di sottolineare il senso beffardamente inflessibile dell'atteggiamento assunto nella circostanza dalla Commissione europea, che ha espressamente negato la compatibilità comunitaria dei tentativi di difesa posti in essere dai governi spagnolo e italiano mediante l'adozione di misure restrittive. Per riprendere le parole di F. Locatelli, *Due domande*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2003, "forse il nodo della golden share non sta esattamente in cima alla scala delle asimmetrie più eclatanti. ... Sorprende invece che l'Unione europea privilegi, senza distinzioni, la lotta agli effetti anziché alle cause che ostacolano, dalla base, la libera circolazione delle merci".

titolo di legittimità -all'infuori delle fattispecie di palesi *market failures*- è ascrivibile la possibilità che lo Stato possa continuare ad estendere, anche in misura decrescente, la sua sfera di ingerenza a ciò che non gli appartiene più?<sup>13</sup>

GIUSEPPE COLANGELO

---

<sup>13</sup> A. Verhoeven, *Privatisation and EC Law: Is the European Commission 'Neutral' with Respect to Public versus Private Ownership of Companies?*, 45 *Int. and Comp. L. Quart.* 27 (1996).