

XVI CONVEGNO ANNUALE  
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

**"STATO, IMPRESE, MERCATI IN UN MONDO  
ALLA RICERCA DI NUOVI EQUILIBRI"**

Roma, 21-22 febbraio 2025

SILVIA VANONI

PROFESSORESSA ORDINARIA DI DIRITTO COMMERCIALE NELLA UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL S.C.- MILANO

**La "galassia" delle società con azioni quotate a partecipazione pubblica:  
profili di disciplina tra interessi pubblici e mercato.**

SOMMARIO: 1. Il perimetro della indagine. - 2. Il quadro normativo.- 3. L'acquisto di azioni di una società quotata e la quotazione di azioni di una società a partecipazione pubblica. - 4. Le privatizzazioni. -5. Il ruolo di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. - 6. L'applicazione di norme di diritto comune. -7. La sostenibilità, la Costituzione e il socio pubblico.

*1. Il perimetro della indagine.*

Per società quotate a partecipazione pubblica intendo le società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato.

La precisazione non è superflua, in quanto nel d.lgs. 175/2016 (di seguito, anche il "Testo Unico") la locuzione è utilizzata per individuare una diversa e più ampia fattispecie. Difatti, la definizione di "società quotate a partecipazione pubblica" fornita nel 2016 non riguarda solo le società che emettono azioni quotate in mercati regolamentati – quindi, comunque escludendo le emittenti di azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione-, ma include anche le società che abbiano emesso, entro il 31 dicembre 2021 - termine prorogato dall'originario 31 dicembre 2015<sup>1</sup> - strumenti finanziari, diversi dalle

---

<sup>1</sup>Il termine del 31 dicembre 2015 è stato prorogato da ultimo dall'art. 51, comma 1-bis, d.l. 17 maggio 2022, n. 50, convertito da l. 15 luglio 2022, n. 91.

azioni, quotati in mercati regolamentati: tra questi, ad esempio e principalmente, i titoli obbligazionari ammessi alla negoziazione nel MOT<sup>2</sup>.

La scelta di accomunare, per quanto in via temporanea, società emittenti azioni quotate e società emittenti altri strumenti finanziari quotati, allo scopo di delineare i principi di disciplina applicabile, suscita perplessità ed è censurabile, in ragione del trattamento riservato alle società quotate dal Testo Unico e delle ragioni che lo hanno determinato.

Per quanto riguarda la disciplina, seguendo l'impostazione legislativa già adottata in precedenza – sia pur in maniera disorganica –, il Testo Unico prevede che le sue disposizioni si applichino alle società quotate – come dallo stesso definite – e alle loro controllate “solo se espressamente previsto” (art. 1, comma 5, t.u.s.p., come modificato dall'art. 3, comma 1, d.lgs. 16 giugno 2017, n. 100 e dall'art. 1, comma 721, l. 30 dicembre 2018, n. 145). Per quanto riguarda le ragioni di tale impostazione, si reputa che la disciplina generale delle società con azioni quotate, in primo luogo l'assoggettamento alla vigilanza esercitata dalla Consob, e il fatto stesso di rivolgersi ai mercati finanziari, renderebbero, da un lato, superflua e, dall'altro lato, inopportuna, se non incompatibile con la vocazione al mercato, l'applicazione delle regole speciali riservate alle altre società pubbliche<sup>3</sup>.

Quindi, la scelta del legislatore denota consapevolezza che la disciplina delle società emittenti azioni quotate, con le sue caratteristiche regole sulla *governance*, la trasparenza e i controlli, sia in via di principio già adeguata a soddisfare le

---

<sup>2</sup> La nozione adottata dal Testo Unico riproduce una formula utilizzata in un altro contesto. Ci si riferisce alla unica definizione di società quotate a partecipazione pubblica esistente prima del d.lgs. 175/2016, che è finalizzata alla individuazione del concetto di amministrazione pubblica (art. 1, comma 2, l. 196/2009) nell'art. 34, comma 38, d.l. 179/2012 (del 18 ottobre 2012), secondo cui: “ai fini della corretta disposizione in materia di contenimento della spesa pubblica riguardante le società partecipate dalle pubbliche amministrazioni, di cui all'art. 1, comma 2, della l. 31 dicembre 2009, n. 196 si intendono per società quotate le società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati”. La definizione adottata dal Testo Unico può condurre a risultati per certi aspetti paradossali, come la qualificazione di “società quotata” nei confronti di una s.p.a. *in house* che abbia emesso obbligazioni negoziate nel MOT (v. Corte dei Conti, sez. II centrale di appello, 17 febbraio 2021, in *Riv. Corte dei Conti*, 2021, 211, con nota di TOMMASINI, *La giurisdizione della Corte dei Conti sulle società pubbliche quotate sui mercati regolamentati*).

<sup>3</sup> V. Cons. Stato, parere n. 00968 del 21 aprile 2016, n. II.1.3; in tema, CASSESE, *Dall'economia mista al diritto misto*, in *Riv. soc.*, 2024, 528 ss.

principali finalità enunciate dal Testo Unico<sup>4</sup>, riconducibili alla “efficiente gestione delle partecipazioni pubbliche, alla tutela e alla promozione della concorrenza e del mercato e alla razionalizzazione e riduzione della spesa pubblica” (art. 1, comma 2, t.u.s.p.)<sup>5</sup>.

L’approccio adottato dal Testo Unico rispetto alle società con azioni quotate risulta pertanto conforme al “principio di proporzionalità delle deroghe rispetto alla disciplina privatistica” enunciato dalla legge delega del 2015 (art. 18, comma 1, lett. a), l. 124/2015). In definitiva, partecipando a una società con azioni quotate, il socio pubblico accetta le regole dettate dai mercati finanziari, benché con qualche non trascurabile eccezione, di cui si tratterà nel prosieguo.

A fronte delle ragioni che sorreggono la tendenziale neutralità del d. lgs. 175/2016 rispetto alle società in esame, emerge la incongruenza della scelta di equiparare, almeno per un certo lasso di tempo - già rinviato di sei anni rispetto alla scadenza iniziale - le società con azioni quotate in borsa a società che abbiano in essere prestiti obbligazionari ammessi alla negoziazione sul MOT (Mercato Obbligazionario Telematico di Borsa Italiana), posto che solo alle prime – cioè quelle con azioni quotate - sono applicabili le regole stringenti a tutela delle minoranze, degli investitori e del mercato in generale, che giustificano la esenzione di questa categoria di società dalla maggior parte delle norme del Testo Unico.

Si tratta di un regime transitorio (quindi, di un problema destinato a risolversi da solo per il decorso del tempo), che tuttavia non risulta adeguato, in quanto il legislatore, mosso dall’intento di evitare di influire negativamente sui corsi e sulle dinamiche di mercato degli strumenti finanziari interessati, non pare avere tenuto conto delle potenziali ricadute di tale impostazione. Meglio sarebbe stato, per esempio, prevedere un sistema graduale di esenzioni dall’applicazione delle norme del d.lgs. 175/2016.

---

<sup>4</sup> V. le spiegazioni fornite nell’Orientamento MEF in data 22 giugno 2018, 3.

<sup>5</sup> Cfr. GUERRERA, *Amministrazione*, in *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal testo unico*, a cura di Ibba, Milano, Giuffrè, 2019, 141 s.; STELLA RICHTER JR., *I controlli*, *ivi*, 159 ss., rilevando che lo statuto speciale delle società quotate per quanto riguarda i controlli prevale su quello concepito per le società pubbliche in generale e che, ad esempio, l’*internal audit* è già previsto per le società quotate dall’art. 149, comma 1, lett. c), t.u.f.

Premesso l'errore di assimilare, sia pur temporaneamente, le società con azioni quotate alle società emittenti altri strumenti finanziari quotati, le prime rivestono un interesse giuridico ed economico di gran lunga superiore alle seconde, sì da giustificare che il discorso si concentri solo su di esse.

Al fine di comprendere il "peso" delle società con soci pubblici ed emittenti azioni negoziate sul listino di Borsa Italiana (Euronext Milan), ricordo che tra le società quotate di cui lo Stato, e per esso il MEF, direttamente e/o tramite la Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. (che, a sua volta, è posseduta per oltre l'80% dal MEF – cfr. *infra* § 5), detiene la maggioranza assoluta o relativa, che consente l'esercizio del controllo, vi sono ENAV, ENEL, ENI, Leonardo, Poste Italiane; vi sono poi società controllate da enti pubblici locali (quale A2A, che fa capo ai Comuni di Milano e Brescia). Complessivamente, nel periodo 1990-2021 le società a controllo pubblico – inteso per lo più ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n.2, c.c. – hanno rappresentato in media ca. il 25 % della capitalizzazione di borsa, con punte che in alcuni anni si sono assestate ben oltre il 30 %<sup>6</sup>.

E' anche utile precisare fin da ora che la stragrande maggioranza delle società a partecipazione pubblica attualmente presente sul mercato del capitale di rischio di Borsa Italiana è il risultato della campagna di privatizzazioni avviata negli Anni Novanta con il celeberrimo d.l. 31 maggio 1994, n. 332 (convertito da l. 30 luglio 1994, n. 474, sulla accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato ed enti pubblici in s.p.a.)<sup>7</sup>. Tali dismissioni sono tutt'ora in corso (cfr. *infra* § 4).

---

<sup>6</sup> M. BIANCHI, *L'evoluzione degli assetti proprietari e dinamiche societarie*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, a cura di P. Marchetti, Pietra Rossi, Strampelli, Urbani, Ventoruzzo, I, Milano, Giuffrè, 2024, 191 ss., tabelle a 206 ss.

<sup>7</sup> Si tratta per lo più di campioni indiscussi della nostra economia, che operano prevalentemente in settori ritenuti strategici per l'interesse nazionale: difesa, sicurezza, energia, trasporti, telecomunicazioni. Sono infatti anche settori interessati dalla disciplina del c.d. *golden power* governativo, introdotta nel 2012 in sostituzione di quella, più volte censurata dalla Corte di Giustizia, della c.d. *golden share* contenuta nel d.l. 332/1994 (cfr. *infra* § 3).

## 2. Il quadro normativo

Nel complesso, il sistema delle fonti della disciplina delle società pubbliche quotate è composto da: alcune norme del Testo Unico; la disciplina generale delle società quotate - quindi: il codice civile; il testo unico della finanza (d.lgs. 58/1998), con la sua normativa secondaria di attuazione -; alcune norme speciali dedicate alle società aperte o quotate pubbliche, contenute nel codice civile e nel testo unico della finanza; qualche legge o singola norma speciale: alcune dedicate principalmente, anche se non esclusivamente, alle società quotate pubbliche, altre applicate a tutte le società pubbliche, incluse le quotate<sup>8</sup>.

In più, le società quotate a partecipazione pubblica non sono tutte assoggettate alla medesima disciplina “a puzzle<sup>9</sup>”, in quanto alcune disposizioni societarie sono determinate dall’attività d’impresa esercitata e sono state differenziate in ragione di questo fattore.

Per tracciare un quadro sintetico di tale complessa normativa, muoverò da una schematica illustrazione delle regole generali in argomento contenute nel d.lgs. 175/2016, soffermandomi brevemente sui temi dell’acquisto delle azioni quotate e dell’accesso alla quotazione di azioni detenute da p.a.

Gli aspetti su cui il d.lgs. 175/2016 contiene previsioni rivolte alle società quotate sono:

- a) l’acquisto di azioni di una società quotata (art. 8, comma 3, t.u.s.p. – v. *infra* § 3);
- b) l’esercizio dei diritti inerenti alle partecipazioni in una società quotata e la stipulazione, la modifica, lo scioglimento di patti parasociali (art. 9, commi 1-8, richiamati dal comma 9 t.u.s.p.): il legislatore individua, talvolta *per relationem*,

---

<sup>8</sup> Per una panoramica delle fonti normative dedicate alle società pubbliche quotate, si consenta il rinvio a VANONI, *Le società quotate*, in *Le società a partecipazione pubblica. Commentario tematico al d.lgs. 175/2016 e 100/2017*, a cura di Ibba-Demuro, Bologna, Zanichelli, 2018, 485 ss.

<sup>9</sup> La espressione, decisamente calzante per le società di cui ci si occupa, è mutuata da MONTALENTI, *Le società a partecipazione pubblica quotate*, in *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal testo unico*, a cura di Ibba, Milano, Giuffrè, 2019, 305.

l'organo che per ciascun tipo di ente pubblico è competente ad assumere le decisioni in oggetto<sup>10</sup>;

c) la nomina e la revoca degli organi di amministrazione e controllo, principalmente tramite rinvio all'art. 2449 c.c., il cui ultimo comma è dedicato espressamente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 9, comma 7, t.u.s.p.). Il predetto art. 2449, comma 4, c.c. consente di attribuire al socio pubblico di tali società strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni o categorie speciali di azioni, con cui il socio pubblico eserciterebbe i diritti amministrativi che potrebbero essere attribuiti a tali strumenti dallo statuto e sui quali il legislatore omette di fornire indicazioni specifiche. Senza entrare nei dettagli, ricordo che si tratta di una disposizione poco chiara, lacunosa, contraddittoria<sup>11</sup>. Questo probabilmente è il motivo per cui, a quanto mi risulti, i menzionati strumenti finanziari finora non hanno avuto successo, quanto meno tra le società quotate<sup>12</sup>;

---

<sup>10</sup> Per lo Stato, l'esercizio dei diritti connessi alle partecipazioni è riservato al Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con gli altri ministri competenti per materia; per le partecipazioni regionali si rinvia alla disciplina stabilita da ciascuna regione; per gli altri enti locali, la competenza è del sindaco (per il comune) o del presidente (per altri enti locali) o di loro delegati; per gli altri enti pubblici, la competenza è attribuita al loro organo amministrativo (art. 9, commi 1-4, t.u.s.p.). Con riferimento alla stipulazione di patti parasociali e alle loro successive vicende, la competenza decisoria è attribuita ai soggetti già deputati a decidere l'acquisizione di partecipazioni ex art. 7, comma 1, t.u.s.p., richiamato dall'art. 9, comma 5, t.u.s.p. E' anche chiarito che la violazione delle previsioni relative alle competenze decisionali e il contrasto del voto con i patti parasociali non comportano automaticamente la invalidità delle delibere societarie assunte, dovendosi in simili circostanze applicare la disciplina generale "di diritto privato" (art. 9, comma 6, t.u.s.p.).

<sup>11</sup> Tra le incongruità, lacune, contraddizioni che caratterizzano l'art. 2449, comma 4, c.c., segnalo solo (ma l'elenco sarebbe lungo) l'incertezza in merito alla tipologia di diritti amministrativi attribuibili al soggetto pubblico tramite gli strumenti previsti dall'art. 2346, comma 6, c.c. e/o le azioni speciali, fermo restando che, in considerazione della genesi della norma - ossia: essa prevede strumenti finanziari concepiti in sostituzione delle c.d. *golden share*, cioè dei poteri speciali accordabili all'ente pubblico in via statutaria ai sensi dell'art. 2 d.l. 332/1994 ora abrogato - e della sua collocazione, gli strumenti in questione vanno collegati alla nomina e alla revoca dei gestori, di cui si occupa, per le società pubbliche non quotate, la prima parte dell'art. 2449 c.c. (COSSU, *Delle società a partecipazione dello Stato o di enti pubblici. Delle società di interesse nazionale. Artt. 2449-2451*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger, diretto da Busnelli, Milano, Giuffrè, 2018, 123 ss.; DEMURO, *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex art. 2449 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 592 ss.; GHEZZI – VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2008, 703 ss.; PECORARO, *Privatizzazione dei diritti speciali e dell'ente pubblico nelle s.p.a.: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, 947 ss.).

<sup>12</sup> Al contrario, e come prevedibile, tra le quotate a partecipazione pubblica ha attecchito lo strumento di diritto comune della maggiorazione del voto ex art. 127-*quinquies* t.u.f. (introdotto, ad esempio, negli statuti di Hera, Iren, Ascopiave, Centrale del Latte d'Italia), recentemente rafforzato,

d) la espressa esclusione dall'assoggettamento alle restrizioni rispetto a interventi di finanza straordinaria in società in crisi (art. 14, comma 5, t.u.s.p.)<sup>13</sup>. Va notato che nel Testo Unico è stabilito che le società quotate e le loro controllate sono assoggettate solo alle norme che sono espressamente loro destinate (art. 1, comma 5): l'art. 14, comma 5, t.u.s.p. contraddice dunque l'impostazione generale dichiarata dal legislatore e tale incongruenza induce a non escludere che, in un'ottica di sistema, altre disposizioni del Testo Unico esprimano principi applicabili anche alle società quotate, nonostante la mancanza di una previsione espressa in questo senso (v. *infra* § 7);

e) la quotazione di società a controllo pubblico (art. 18 t.u.s.p.- v. *infra* § 4);

f) sono poi operati rinvii ad altre norme preesistenti, tra cui la disciplina dei poteri speciali governativi stabilita dal d.l. 15 marzo 2012, n. 21 (il c.d. "golden power", art. 9, comma 10, t.u.s.p.) e quella sulla dismissione delle partecipazioni degli enti pubblici del 1994 (d.l. 332/1994, cui l'art. 10, comma 4, t.u.s.p. si riferisce in maniera molto generica - cfr. *infra* § 4), vale a dire leggi che riguardano principalmente, anche se non esclusivamente, società quotate.

Quanto all'annosa questione della responsabilità degli organi di amministrazione e controllo delle società partecipate, il Testo Unico stabilisce l'applicazione della "disciplina ordinaria delle società di capitali", con l'eccezione delle società *in-house*, per cui è prevista la giurisdizione (anche o solo) della Corte dei Conti, chiamata a decidere della sussistenza del danno erariale (art. 12, comma 1, t.u.s.p.). Non è prevista espressamente l'applicazione di tale norma alle società quotate, che comunque restano ugualmente assoggettate alla disciplina societaria di diritto comune<sup>14</sup>.

---

consentendo di raggiungere fino ad un massimo di dieci voti per azione (art. 127- *quinquies*, comma 2, t.u.f., introdotto dall'art. 14, comma 1, lett. b), l. 5 marzo 2024, n. 21).

<sup>13</sup> Riconducono l'art. 14, comma 5, t.u.s.p. all'intenzione del legislatore di riprodurre integralmente la preesistente norma di cui all'art. 6, comma 19, d.l. 78/2010 BONURA - DI RUSSO - B.G. MATTARELLA, *Appunti sulle società pubbliche "quotate" dopo il testo unico in materia di società a partecipazione pubblica*, in *Riv. Corte dei Conti*, 2022, 3 ss.

<sup>14</sup> In tema di applicazione dell'art. 12 t.u.s.p. e, più ampiamente, di responsabilità degli organi sociali, cfr. Corte dei Conti, sez. II centrale di appello, 17 febbraio 2021, cit.; Cass., s.u., 19 dicembre 2009, n. 26806, in *Giur. it.*, 2010, 853, con nota di CAGNASSO, *Una "brusca frenata" da parte delle Sezioni Unite della cassazione alla vis espansiva della responsabilità amministrativa-contabile*, che ha formulato il principio generale della giurisdizione del giudice civile in tutti i casi in cui il danno

### 3. *L'acquisto di azioni di una società quotata e la quotazione di azioni di una società a partecipazione pubblica.*

Come anticipato, il d.lgs. 175/2016 tratta anche i punti dell'acquisto di azioni di una società quotata e della decisione di chiedere l'ammissione alla negoziazione in mercati regolamentati di azioni di società in partecipazione pubblica.

Per quanto riguarda l'acquisto, il Testo Unico si occupa solo di azioni, non di altri strumenti finanziari (art. 8, comma 3, t.u.s.p.) e prevede l'applicazione del procedimento stabilito per la decisione da parte di una pubblica amministrazione dell'acquisto di partecipazioni in qualunque società, a sua volta corrispondente al procedimento di assunzione della decisione della costituzione di una nuova società<sup>15</sup>.

L'aspetto più importante è che la delibera di acquisto di partecipazioni da parte della p.a. deve contenere la motivazione della operazione (art. 5 t.u.s.p.), che consente di verificare la conformità della decisione dell'ente pubblico rispetto al perseguimento delle finalità stabilite dalla legge per tale genere di operazioni. Le finalità sono indicate nell'art. 4 t.u.s.p., cui, per le società quotate, si perviene tramite un gioco di rinvii piuttosto complesso.

Sempre alla luce del dettato dell'art. 4 (al comma 9), la decisione di acquistare azioni nella prospettiva della loro quotazione configura un elemento a favore della esclusione parziale o totale dell'investimento dalle restrizioni relative alle attività che possono essere esercitate dalla società emittente le azioni oggetto di acquisto.

---

sia stato subito dalla società e non direttamente dal socio pubblico; cui possono aggiungersi successivamente, Cass., s.u., 3 maggio 2013, n. 10299, in *Società*, 2013, 974 ss., con commento di FIMMANÒ, *La giurisdizione sulle "società pubbliche"*; Cass., s.u., 24 marzo 2015, n. 5848, in questa *Rivista*, 2016, II, 789 ss., con nota di COSSU, *Le Sezioni Unite non compongono il contrasto di giurisdizione in materia di società a partecipazione pubblica totalitaria*; Cass. s.u., 12 maggio 2023, n. 13088, in *www.dejure.it*; cfr. anche GIAMPAOLINO-PANETTI, *Le società a partecipazione pubblica - Rassegna di giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2023, II, 562 ss.

<sup>15</sup> E', quindi, indicato l'organo competente ad assumere la decisione dell'acquisto per ciascuna pubblica amministrazione. L'art. 8 t.u.s.p. si riferisce al primo acquisto con cui una pubblica amministrazione fa il suo ingresso in una società e non a successivi incrementi del valore dell'investimento – cioè, a sottoscrizioni di aumenti di capitale - e/o della quota di partecipazione. Al riguardo, va notato che, sicuramente, l'ingresso di una pubblica amministrazione in una società è di notevole rilevanza sia per l'ente pubblico sia per la società, ma possono esserlo anche successivi acquisti, che modificano il peso del socio pubblico nella società.



L'esclusione attiene all'elenco di attività esposto nei commi 2-8, 9-bis – 9-quater dell'art. 4 t.u.s.p. Deve invece essere sempre rispettato il vincolo generale (di cui all'art. 4, comma 1, t.u.s.p.) costituito dal rapporto di “stretta necessità” tra le finalità istituzionali dell'ente pubblico e l'attività esercitata dalla società di cui sono acquistate le azioni<sup>16</sup>.

Il requisito del collegamento tra la detenzione di partecipazioni societarie e la stretta necessità per il perseguimento delle finalità istituzionali della p.a. socia era stato introdotto già dall'art. 3, comma 27, l. 244 del 24 dicembre 2007 (legge finanziaria 2008), che, al contempo, consentiva espressamente in via generale la costituzione o la assunzione di partecipazioni in società produttive di servizi di interesse generale. Di conseguenza, le società attive in tali settori erano automaticamente ritenute soddisfare il vincolo di scopo in oggetto. L'art. 4 t.u.s.p. è più restrittivo della disciplina del 2007, in quanto richiede che sia volta per volta verificato il rispetto sia del vincolo di attività (salve le deroghe consentite per singole società ai sensi del comma 9, tenendo presente anche il *favor* per la quotazione), sia del rapporto di stretta necessità rispetto al perseguimento dei fini istituzionali dell'ente. Benché nella giurisprudenza teorica e pratica non si rinvenga una lettura univoca della espressione “stretta necessità”, aderendo ad una apprezzabile posizione di sintesi il requisito in questione è interpretabile “in senso relativo, vale a dire come sussistenza di elementi di fatto e di diritto, ossia di condizioni ambientali, sociali, finanziarie, economiche e giuridiche, tali per cui la scelta del modulo societario si presenta come la più razionale, efficiente e ragionevole possibile per l'ente pubblico.(...) La stretta necessarietà va quindi intesa non nel senso di assenza ontologica di soluzioni alternative, ma nel senso economico-aziendalistico, quale soluzione tecnicamente preferibile sul piano della efficienza gestionale”<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> La vincolatività dell'art. 4, comma 1, t.u.s.p. è desumibile dalla espressa autorizzazione alla conservazione delle partecipazioni quotate detenute al 31 dicembre 2015 sancita dall'art. 26, comma 3, t.u.s.p. e confermata dalla giurisprudenza contabile (BONURA - DI RUSSO - B.G. MATTARELLA, *op. cit.*, 5; MONTALENTI, *Il gruppo di società a partecipazione pubblica*, in *Le imprese a partecipazione pubblica*, a cura di Presti-Renna, Milano, Giuffrè, 2018, 53).

<sup>17</sup>SCIASCIA, *Il potere organizzatorio delle pubbliche amministrazioni nell'ambito dell'azionariato pubblico*, in *Dir. proc. amm.*, 2017, 1919 ss. e spec. 1959 ss., cit. a 1962; inoltre, sul tema, in luogo di molti, cfr. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, Milano, Wolters Kluwer, 2016, 21 ss.; MAZZONI, *Limiti legali alle partecipazioni societarie di enti pubblici e obblighi correlati di*

Rispetto alle società quotate, la questione dell'applicazione dell'art. 4, comma 1, t.u.s.p. è stata risolta, per il pregresso, con la espressa previsione della conservazione delle partecipazioni già detenute da p.a. al 31 dicembre 2015 (art. 26, comma 3, t.u.s.p.). Va anche considerato che i settori in cui operano le società quotate attualmente partecipate dallo Stato e da altri enti pubblici (ossia, quasi esclusivamente l'ambito bancario, dei servizi essenziali, dell'energia, delle comunicazioni, della difesa e della sicurezza) e il contesto globale (sul piano sociale, economico e giuridico) in cui le predette imprese sono esercitate consentono di ritenere, almeno *prima facie*, che il vincolo di scopo, interpretato nell'accezione sopra indicata, sia complessivamente osservato.

Il soddisfacimento del criterio in esame dovrebbe essere invece verificato puntualmente per gli acquisti successivi alla data fissata dal Testo Unico. Occorre tuttavia tenere a mente che il d.lgs. 175/2016 è una legge ordinaria, sicché i criteri generali dalla stessa stabiliti per consentire gli investimenti a titolo di capitale di rischio in società da parte di una p.a. sono derogabili in forza di leggi speciali successive o di leggi precedenti, ma fatte salve dal Testo Unico stesso, oppure, come vedremo in merito all'operatività di Cassa Depositi e Prestiti, tramite il ricorso a sistemi di investimento pubblico paralleli ed esterni alla cornice normativa fornita dal d.lgs.175/2016.

Occorre infine sottolineare che la disciplina relativa alle finalità degli investimenti attiene alle attività che possono essere esercitate dalle società partecipate (*ex art. 4 t.u.s.p.*), ossia al loro oggetto sociale<sup>18</sup>. Gli amministratori delle singole società dovranno poi esercitare la gestione, ricordando che si tratta di società quotate, per cui l'aspetto della redditività e del valore delle azioni è fondamentale, tanto più

---

*dismissione: misure contingenti o scelte di sistema?*, in *Le società "pubbliche"*, a cura di Ibba, Malaguti, Mazzoni, Torino, Giappichelli, 2011, 57 ss.; PECORARO, *I limiti all'assunzione e al mantenimento delle partecipazioni sociali: vincoli sostanziali e procedimentali*, in *Le società a partecipazione pubblica. Commentario tematico al d.lgs. 175/2016 e 100/2017*, a cura di Ibba-Demuro, Bologna, Zanichelli, 2018, 35 ss.; Cons. Stato, ad. plen., 3 giugno 2011, n. 10, in *Dir. e processo amm.*, 2011, 1351 ss., con nota critica di GOISIS, *La strumentalità pubblicistica delle società a partecipazione pubblica: profili di diritto nazionale e comunitario e implicazioni di riparto di giurisdizione*.

<sup>18</sup> COSTI, *Introduzione*, in *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal testo unico*, a cura di Ibba, Milano, Giuffrè, 2019, 2 s.

tenuto conto delle caratteristiche dei soci privati più numerosi, vale a dire gli investitori istituzionali (cfr. anche *infra* § 7).

Per l'aspetto della quotazione delle azioni emesse da società a partecipazione pubblica, il Testo Unico si occupa delle decisioni delle p.a. controllanti rispetto alla ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati di azioni o altri strumenti finanziari detenuti dalle pubbliche amministrazioni medesime, prevedendo, tra l'altro, che sia dichiarato se l'ente intenda dismettere o meno il controllo (art. 18, comma 1, t.u.s.p.)<sup>19</sup>. Tuttavia, sul tema della quotazione delle azioni, cioè rispetto alle operazioni più importanti, domina la già ricordata normativa sulle privatizzazioni degli Anni Novanta (e, in particolare, il d.l. 332/1994), richiamata genericamente dal Testo Unico (art. 10, comma 4, t.u.s.p.)<sup>20</sup>.

Complessivamente, nel quadro della disciplina applicabile alle società a partecipazione pubblica con azioni quotate, il Testo Unico risulta marginale. L'attuale robusta presenza di soci pubblici in società quotate è riconducibile ad altre fonti normative, vale a dire: a) la (antecedente al d.lgs. 175/2016) già ricordata disciplina speciale sulle privatizzazioni, che regola le modalità di dismissione di quote di capitale detenute- direttamente o meno - da parte di enti pubblici, secondo i criteri e i modi indicati dalla legge e attuati con provvedimenti governativi; b) l'operatività (antecedente e successiva al Testo Unico) di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a.; c) l'esecuzione di acquisti mirati in forza di leggi speciali successive al Testo Unico.

Rinviando ai paragrafi che seguono (§§ 4 e 5) lo svolgimento di alcune considerazioni sui primi due modelli di partecipazione pubblica in società quotate,

---

<sup>19</sup> Sono stabilite (art. 18, commi 1 e 2, t.u.s.p.) le modalità secondo cui le società a controllo pubblico possono procedere alla quotazione nei mercati regolamentati delle proprie "azioni o altri strumenti finanziari"; ritengo che questi ultimi coincidano con le sole "partecipazioni" di cui all'art. 2, comma 1, lett. f), t.u.s.p., ma il punto non è pacifico.

<sup>20</sup> Il richiamo è, oltre che generico, impreciso: è menzionato solo lo Stato, mentre la disciplina sulle privatizzazioni riguarda anche le partecipazioni detenute dalle altre pubbliche amministrazioni. Il d.l. 332/1994 è stato adottato per lo più nella fase di privatizzazione sostanziale delle s.p.a. istituite negli Anni Novanta a seguito della dismissione di imprese esercitate da enti pubblici, ma, ad esempio, ha disciplinato anche la recentissima alienazione di quote di capitale di Banca MPS (cfr. *infra* questo paragrafo e § 4).

un caso emblematico dell'ipotesi *sub c)* è dato dalla relativamente recente operazione che ha interessato Banca MPS.

L'acquisto di azioni di Banca MPS da parte dello Stato è stato effettuato sulla base del d.l. 23 dicembre 2016, n. 237 ("Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio", convertito con modificazioni dalla l. 17 febbraio 2017 n. 15), successivo all'entrata in vigore del Testo Unico. Il citato provvedimento legislativo aveva autorizzato lo Stato, tramite il MEF, a sottoscrivere o ad acquistare entro fine 2017, nel rispetto della disciplina euro-unitaria in materia di aiuti di stato, azioni emesse da banche italiane "al fine di evitare o porre rimedio ad una grave perturbazione dell'economia e preservare la stabilità finanziaria" (art. 13, comma 2); l'acquisto poteva essere effettuato solo su richiesta della banca emittente, con l'obiettivo di attuare un programma di necessario rafforzamento patrimoniale, concretamente non realizzabile in assenza dell'intervento pubblico, e doveva essere accompagnato da un piano di ristrutturazione. L'ingresso del MEF nella compagine sociale avrebbe determinato la disapplicazione di alcune regole appartenenti alla disciplina generale delle società e dei mercati finanziari, ossia: il diritto di opzione dei soci *ex art.* 2441 c.c.; le disposizioni sui requisiti dei soci nelle società cooperative (artt. 2527 e 2528 c.c.); eventuali limiti al possesso azionario di fonte legislativa e statutaria; la disciplina sull'o.p.a. obbligatoria *ex artt.* 106, comma 1 e 109, comma 1, t.u.f. (art. 20 d.l. 237/2016). Era inoltre attribuito allo Stato il potere di subordinare la sottoscrizione di un aumento di capitale alla "revoca o sostituzione di consiglieri esecutivi e del direttore generale dell'emittente" (art. 17, comma 2, lett. a), d.l. 237/2016) e di porre limiti alla retribuzione degli amministratori e dell'alta dirigenza (art. 17, comma 2, lett. b), d.l. 237/2016). Una volta attuato il risanamento cui è stata finalizzata l'operazione, si è avviata una graduale e parziale uscita dello Stato dalla proprietà, tramite successive dismissioni effettuate in conformità al d.l. 332/1994<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> L'avvio della fase di dismissioni è stato preceduto da un d.p.c.m. del 16 ottobre 2020, in cui era annunciato l'inizio del percorso, menzionando per la vendita l'applicazione del d.l. 332/1994 (art. 1, commi 2 e 5, e art. 10). A gennaio 2025 il MEF resta il primo socio di BMPS con l'11,73% del capitale. Inoltre, alla data di diffusione di questo *Paper*, BMPS ha appena annunciato il lancio di una offerta pubblica di scambio volontaria sulla totalità delle azioni ordinarie di Mediobanca s.p.a.

Nel caso regolato dal d.lgs 237/2016, quindi, l'ingresso del socio pubblico è stato determinato dal ricorrere di una situazione eccezionale di crisi ed è stato reso possibile ed accompagnato dalla introduzione di non trascurabili deroghe al diritto comune delle società quotate in materia di struttura proprietaria, circolazione delle azioni e *governance*.

#### 4. *Le privatizzazioni.*

E' noto che le società a partecipazione pubblica attualmente quotate sono per la quasi totalità figlie delle privatizzazioni degli Anni Novanta e che i principali profili di specialità della disciplina cui sono assoggettate sono dovuti all'applicazione della normativa primaria e secondaria finalizzata a realizzare le dismissioni di partecipazioni sociali da parte dello Stato e degli enti pubblici locali, che ha come provvedimento principale il d.l. 31 maggio 1994, n. 332 (convertito da l. 30 luglio 1994, n. 474)<sup>22</sup>.

La disciplina sulle privatizzazioni non si rivolgeva esclusivamente alla struttura ed organizzazione delle società in mano pubblica destinate alla quotazione in mercati regolamentati; tuttavia, le dimensioni delle imprese oggetto di dismissione (di regola, già oggetto di privatizzazione formale mediante trasformazione in s.p.a. in forza dell'art. 15 ss., l. 8 agosto 1992, n. 359 e altri provvedimenti normativi coevi<sup>23</sup>) e il valore del loro patrimonio erano tali da indurre fisiologicamente allo sbocco verso il mercato: così l'art. 1, comma 2, d.l. 332/1994, nella sua versione originaria, prevedeva come modalità principale di dismissione l'attuazione di un'offerta pubblica di vendita ai sensi della vecchia l. 149/1992, mentre la

---

<sup>22</sup> Di rilievo è anche la disciplina sulla privatizzazione delle società di gestione degli aeroporti aperti al traffico civile (art. 10, comma 13, l. 537/1993 e il regolamento di attuazione d.m. Ministero dei Trasporti e della Navigazione 12 novembre 1997, n. 521), alcune delle quali poi ammesse alla quotazione (Aeroporto di Firenze e SAT, poi fuse in Toscana Aeroporti; SAVE).

<sup>23</sup> Sul tema, CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato?*, in *Profili giuridici delle privatizzazioni*, a cura di Marasà, Torino, Giappichelli, 1998, 1 ss.; M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, Il mulino, 1995, 159 ss.; IBBA-PICOZZA-COSSU-PIRAS, *Trasformazione degli enti pubblici economici in società per azioni*, in *Nuove leggi civ.*, 1994, 1207 ss.; IRTI, *Problemi dello Stato azionista: il caso Enel*, in *Riv. soc.*, 1995, 22 ss.; PARDOLESI-PERNA, *Fra il dire e il fare: la legislazione italiana sulla privatizzazione delle imprese pubbliche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1994, 539 ss.; PAVONE LA ROSA, *La costituzione della società per azioni nelle procedure di privatizzazione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 5 ss.

disposizione attualmente in vigore (modificata con l'art. 4, comma 218, l. 24 dicembre 2003 n. 350 - Legge Finanziaria 2004) menziona espressamente “la diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali”<sup>24</sup> tra gli obiettivi delle dismissioni, essendo le altre due finalità principali della campagna di privatizzazioni la riduzione del debito pubblico e l'aumento della efficienza e della competitività delle imprese<sup>25</sup>.

Nel corso del tempo, il testo del d.l. 332/1994 è stato oggetto di importanti revisioni. Oltre all'adeguamento rispetto ad alcune modifiche della disciplina generale delle società quotate, in alcuni casi anticipate proprio dalla normativa sulle privatizzazioni in esame<sup>26</sup>, l'intervento più significativo è consistito nell'abrogazione dell'art. 2, d.l. 332/1994, che, nell'ottica della dismissione integrale delle partecipazioni possedute dai soci pubblici, attribuiva allo Stato o agli enti pubblici locali poteri speciali su società dagli stessi direttamente o

---

<sup>24</sup> Per la precisione, il d.l. 332/1994 prevede la o.p.v. come modalità di vendita principale, ma ammette anche la trattativa diretta nonché modalità “miste” di o.p.v. e trattativa diretta (per i precedenti, v. P. MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Italia: leggi e documenti*, in *Riv. soc.*, 1994, 187 ss.). Nei fatti, le principali dismissioni (ENI, ENEL, Telecom, BNL, IMI, INA) sono state effettuate adottando un sistema misto, che, ripartendo in *tranches* le azioni oggetto di vendita, ne ha riservata una parte al mercato dei risparmiatori, con collocamento tramite offerta pubblica, una agli investitori istituzionali, e una porzione a soci industriali, che rimanessero stabilmente nella società, spesso coagulati da patti parasociali, contemplanti l'impegno a garantire “determinate condizioni finanziarie, economiche, gestionali” (art. 1, commi 3 e 4, d.l. 332/1994).

<sup>25</sup> G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1994, 386 ss.; sui diversi significati ed effetti delle privatizzazioni, cfr. IBBA, *La tipologia delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 464 ss. Per una recente ricostruzione dell'origine e dell'evoluzione del processo di privatizzazione avviato nell'ultimo ventennio del secolo scorso, cfr. MULAZZANI, *La Cassa Depositi e Prestiti e la riforma amministrativa dell'economia*, Bologna, University Press, 2023, 24 ss. Per il collocamento sul mercato delle partecipazioni di controllo di società esercenti servizi di pubblica utilità si prevede inoltre l'applicazione dell'art. 1, comma 2, l. 14 novembre 1995, n. 481, recante “Norme per la concorrenza e la regolazione dei servizi di pubblica utilità”, che per la privatizzazione di tali servizi richiede che il governo stabilisca i relativi criteri e modalità e ottenga il parere delle commissioni parlamentari competenti (art. 1, comma 2-ter, d.l. 332/1994, aggiunto dall'art. 4, comma 218, lett. a), l. 24 dicembre 2003, n. 350).

<sup>26</sup> Ci si riferisce in particolare all'obbligo del voto di lista e alla facoltà di consentire statutariamente l'espressione del voto per corrispondenza. Per quanto riguarda il primo, è stato introdotto obbligatoriamente nelle società il cui statuto pone un limite al possesso azionario (art. 4 d.l. 332/1994); una volta adottato in via generale il sistema del voto di lista per la tutela delle minoranze (artt. 147-ter e 148 t.u.f., nei testi introdotti dalla l. 28 dicembre 2005, n. 262 e successivamente modificati), l'art. 4 d.l. 332/1994 è stato integrato con un comma 1-bis, che rinvia ai predetti artt. 147-ter e 148 t.u.f., conservando tuttavia la parte “speciale” consistente nel riservare alla minoranza la nomina di un quinto degli amministratori. Per quanto riguarda il voto per corrispondenza, la facoltà di consentirlo per via statutaria era prevista dall'art. 5 d.l. 332/1994 e successivamente è stata estesa a tutte le società quotate dall'art. 127 t.u.f.

indirettamente controllate al momento della loro costituzione e operanti nei settori della “difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi” (art. 2, comma 1, d.l. 332/1994). La disposizione, dopo ripetuti emendamenti sollecitati dalle censure espresse specialmente in sede comunitaria<sup>27</sup>, è stata abrogata e sostituita dal d.l. 15 marzo 2012, n. 21 (convertito, con modificazioni, dalla l. 11 maggio 2012, n. 56 – Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell’energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni – e avente effetto a fare data dalla emanazione della normativa secondaria di attuazione, avvenuta nel corso del 2014), il cui ambito applicativo è stato via via ampliato negli anni successivi alla entrata in vigore (il c.d. “golden power”, menzionato anche dall’art. 9, comma 10, t.u.s.p.)<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Le stesse premesse del d.l. 21/2012 menzionano la procedura d’infrazione n. 2009/2255 del 20 novembre 2009, avviata ex art. 258 TFUE, essendo l’art. 2 d.l. 332/1994 ritenuto lesivo dei principi di libertà di stabilimento e di libera circolazione dei capitali. La bibliografia in merito ai poteri speciali dell’autorità pubblica ai sensi del d.l. 332/1994, alla giurisprudenza, specialmente comunitaria, che se ne è occupata e al loro confronto con la disciplina della c.d. “golden share” introdotta negli altri paesi dell’Unione Europea in cui si è proceduto alle privatizzazioni a partire dagli Anni Ottanta è comprensibilmente sterminata. Senza alcuna pretesa di completezza, si ricordano: G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, cit., 385 ss.; COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 80 ss.; JAEGER, *Privatizzazioni*; <<Public Companies>>; *problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 5 ss.; LIBONATI, *La faticosa <<accelerazione>> delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 20 ss.; DI CECCO, *Le clausole statutarie che attribuiscono al Ministero del Tesoro la titolarità dei cc.dd. “poteri speciali”*. *Spunti di riflessione in merito al “veto” previsto dall’art. 2, comma 1, lett. c) della legge n. 474/1994*, in *Profili giuridici delle privatizzazioni*, a cura di Marasà, Torino, Giappichelli, 1998, 53 ss.; LOMBARDO, *Golden share*, in *Enc. giur.*, XV, Roma, Treccani, 1998; CAVAZZA, *Golden Share, giurisprudenza comunitaria ed abrogazione dell’art. 2450 c.c.*, in *Nuove leggi civ.*, 2008, 1193 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *La sentenza <<Volkswagen e il pericolo di una <<convergenza>> forzata tra gli ordinamenti societari*, commento a Corte di Giustizia, Grande Sezione, 23 ottobre 2007, causa C-112/05, in *Giur. comm.*, 2009, II, 273 ss.

<sup>28</sup> La “filosofia” che permea la disciplina concernente i poteri speciali rispetto alle società attive nei citati settori consiste ora nell’attribuire al governo alcuni diritti d’intervento su operazioni di trasferimento di partecipazioni in tali società, di modifica del loro assetto organizzativo, di cessione della loro azienda, o parte di essa, a prescindere dalla circostanza che le società interessate siano o meno, originariamente o attualmente, controllate o partecipate da un ente pubblico. Difatti, i poteri speciali sono esercitati a tutela d’interessi generali, in ragione dei settori strategici in cui operano le singole società, come definiti nel d.l. 21/2012 e nella normativa secondaria di attuazione. E’ del pari irrilevante la circostanza che la società sia o meno quotata, benché in concreto la maggior parte delle società a partecipazione pubblica le cui azioni sono attualmente negoziate in Euronext Milan di Borsa Italiana s.p.a. opera nei settori strategici interessati dai poteri speciali e vi è quindi assoggettata. In merito agli sviluppi recenti della disciplina del *golden power*, cfr. CLARICH, *La disciplina del golden power tra Stato, mercato ed equilibri geopolitici*, in *Giur. comm.*, 2024, I, 702 ss.; SACCO GINEVRI, *I golden powers tra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 28 ss.; A. SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubblico*, 2022, 743 ss.;

Il d.l. 332/1994, oltre a stabilire i criteri generali di dismissione delle partecipazioni in mano pubblica, prevede alcune disposizioni che incidono sulla struttura proprietaria e sulla *governance* delle società oggetto di privatizzazione e che, di conseguenza, configurano norme speciali di diritto societario, con riflessi anche sulla disciplina di mercato.

Per questo aspetto, è cruciale l'art. 3 d.l. 332/1994: la norma attribuisce a tutte le società che operano nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni, dei pubblici servizi, nonché alle imprese bancarie e assicurative, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici, la facoltà d'introdurre un limite al possesso azionario per i soci diversi da quelli pubblici e dai soggetti dagli stessi controllati; tale limite non può essere superiore al 5% del capitale solo per le società operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, delle comunicazioni, dell'energia, dei pubblici servizi.

E' importante sottolineare che il tetto previsto specificamente per le società privatizzate in esame (5%) legittima all'esercizio individuale dei c.d. diritti delle minoranze di società quotate, ma il legislatore consente che le società adottino una percentuale inferiore, senza imporre soglie minime<sup>29</sup>. Inoltre, nei casi in cui si fissassero tetti inferiori al 5%, non sussisterebbe per le società alcun obbligo di adeguare i loro statuti, tramite una corrispondente riduzione delle soglie legittimanti l'esercizio dei diritti delle minoranze<sup>30</sup>. Ne risulta, per le società in esame, una "fisiologica" potenziale compressione dei diritti dei soci di minoranza, cioè dei soci privati.

---

SERENI LUCARELLI, *L'esercizio dei golden powers: criticità attuali e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 1011 ss.

<sup>29</sup> Nella prassi, per ora, la clausola in esame è contemplata nella maggior parte degli statuti delle società a ciò legittimate con l'adozione della soglia massima di legge. Tra le eccezioni, si vedano gli statuti di ENEL (art. 6), di ENI (art. 6) e di Leonardo (art. 5.1-*bis*), che fissano un tetto al 3%. Tra le altre società che hanno adottato l'art. 3, d.l. 332/1994 si ricordano A2A, IREN, HERA, Terna, Fincantieri, Poste Italiane (sul punto, cfr. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 865 ss.).

<sup>30</sup> Ad esempio, il socio privato non potrebbe proporre individualmente un ricorso ex art. 2409 c.c. per il controllo giudiziario sulla gestione, la cui soglia di legittimazione è il 5%, sicché a tale azionista resterebbe solo la via della denuncia al pubblico ministero. Si ricorda che, per contro, nelle società a controllo pubblico (non quotate) qualsiasi socio p.a. è legittimato a presentare la denuncia al tribunale in oggetto, a prescindere dalla quota di capitale detenuta (art. 13 t.u.s.p.)



La *ratio* della ricordata restrizione è duplice: da un lato, evitare che imprese strategiche finiscano sotto il controllo o comunque l'influenza di soggetti, che potrebbero mettere in pericolo interessi nazionali; dall'altro lato, agevolare la diffusione dell'azionariato tra i risparmiatori (anche alla luce dell'art. 47, comma 2, Cost.). Tuttavia, il primo rischio dovrebbe essere sufficientemente presidiato dalla già menzionata disciplina del *golden power* introdotta nel 2012 e via via rafforzata ed estesa; sotto il secondo aspetto, la forzata frammentazione dell'azionariato pone seri ostacoli alla contendibilità delle società in questione, con l'esito di sopprimere quasi completamente un elemento caratterizzante le società che si rivolgono al mercato del capitale di rischio.

Tale regime di contendibilità "attenuata", che il legislatore imponeva per il solo primo triennio successivo alla privatizzazione, è il principale correttivo apportato alla disciplina generale delle società quotate quando esse abbiano soci pubblici; esso resiste ormai da trent'anni e ha, di conseguenza, acquisito un carattere strutturale, nonostante le autorevolissime critiche di cui la regola dei limiti al possesso azionario era stata oggetto già all'epoca della sua introduzione; critiche che mi sembrano tutt'ora attuali<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Ricordo, tra gli altri, JAEGER, *Privatizzazioni*, cit., 10; LIBONATI, *La faticosa <<accelerazione>> delle privatizzazioni*, cit., 68 ss.; MINERVINI, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche <<privatizzate>>*, in *Riv. soc.*, 1994, 746; G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, cit., 396 ss.; B. VISENTINI, *Ancora sui limiti della disciplina privatistica delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1994, 737 s. Nell'ottica della contendibilità, non contempera efficacemente il limite al possesso azionario la previsione secondo cui esso decade se per effetto di o.p.a. l'offerente viene a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto per la nomina di amministratori o componenti del consiglio di sorveglianza (art. 3, comma 3, d.l. 233/1994, modificato dall'art. 6 d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229). Infatti, è raro che, nella prassi, si lanci un'o.p.a. partendo da percentuali di possesso così basse. Di conseguenza, le *chances* che si operi un mutamento del controllo attraverso i normali meccanismi di mercato sono esigue (v. art. 104-bis, comma 7, t.u.f. che fa salva questa disposizione). I limiti al possesso azionario vanno poi combinati con un altro frammento normativo (ossia l'art. 4, comma 384, l. 266/2005), che introduce la facoltà di adottare statutariamente un meccanismo anti-scalata, utilizzabile dallo Stato – e non da altri enti pubblici - a difesa del suo controllo, in sostituzione del limite al possesso azionario statutario. La disposizione infatti consente alle società a partecipazione statale "rilevante" (*ergo*, di controllo), di sostituire il limite statutario al possesso azionario con alcune clausole che prevedano l'emissione di strumenti finanziari diversi dalle azioni *ex art. 2346, comma 6, c.c.* oppure di categorie speciali di azioni, eventualmente a favore di alcuni soci specifici – quale lo Stato -, dotate di diritti amministrativi accresciuti, tra cui quello di chiedere l'emissione di ulteriori azioni (COSSU, *Delle società a partecipazione dello Stato*, cit., 120 ss.). Non mi risulta però che tale norma abbia finora trovato applicazione. In ordine al dibattito sui vantaggi della contendibilità del controllo, da ultimo, LIBERTINI, *Dialogo a quattro: i nuovi protagonisti nell'evoluzione del governo della s.p.a.*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione*

Resta per i soci privati la notevole attrattività di investimenti in imprese che operano in settori che garantiscono una certa regolarità di rendimento e, soprattutto, un alto grado di protezione nel caso di crisi, assicurato non solo dalle dimensioni dell'impresa, ma anche dalla presenza dei soci pubblici, che induce a percepire in maniera attenuata – percezione che, nell'esperienza pregressa, si è concretizzata in interventi normativi *ad hoc* (v. la vicenda Alitalia<sup>32</sup>) - il rischio giuridico insito in ogni investimento in capitale societario.

##### *5. Il ruolo di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a.*

La Cassa Depositi e Prestiti (di seguito anche “CDP”) è stata trasformata in società per azioni in forza dell'art. 5 d.l. 30 settembre 2003, n. 269 (convertito con modificazioni in l. 24 novembre 2003, n. 326 – disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e la correzione dell'andamento dei conti pubblici)<sup>33</sup>. Negli ultimi anni ha assunto un ruolo di crescente rilevanza per gli investimenti pubblici nei mercati finanziari.

Tra le molteplici funzioni assegnatele, la sua posizione di azionista di società quotate ha la propria fonte sia nella sua operatività ordinaria, sia in provvedimenti *ad hoc*. Tra questi ultimi, si ricorda che già in sede di attuazione delle disposizioni di trasformazione dell'ente in s.p.a., nell'ambito della ripartizione di cespiti e rapporti giuridici tra la CDP stessa e il MEF, lo Stato ha venduto alla prima i pacchetti azionari detenuti in ENEL, ENI, Poste Italiane (art. 5, comma 3 e art. 9, d.m. 5 dicembre 2003).

---

*tecnologica*, a cura di P. Marchetti, Pietra Rossi, Strampelli, Urbani, Ventoruzzo, II, Milano, Giuffrè, 2024, 1213 ss.

<sup>32</sup> Sul tema, FIMMANÒ, *Il caso Alitalia: l'abuso di eterodirezione del MEF*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 21 ottobre 2021; VANONI, *Le società miste quotate in mercati regolamentati (dalla “golden share” ai fondi sovrani)*, in *Le società “pubbliche”*, a cura di Ibba, Malaguti, Mazzoni, Giappichelli, Torino, 2011, 226 ss.

<sup>33</sup> Sulla evoluzione di Cassa Depositi e Prestiti, cfr. DONATIVI-MALTONI, *Cassa Depositi e Prestiti. Profili giuridici*, Torino, Giappichelli, 2021, *passim*; GIACHETTI FANTINI, *La “straordinaria mutazione” del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti, nel passaggio dallo Stato azionista allo Stato investitore*, in *www.federalismi.it*, 6/2018, 16 novembre 2018; MULAZZANI, *op. cit.*, 145 ss.; RISPOLI FARINA, *La Cassa Depositi e Prestiti: intervento “paziente” o “dinamico” a favore delle imprese*, in *InnovazioneDiritto*, n. 4/2022, in *innovazionediritto.it*.

D'altro canto, per quanto riguarda la operatività ordinaria, la CDP può assumere partecipazioni, anche utilizzando quale provvista il risparmio raccolto sotto forma di libretti di risparmio postale e di buoni fruttiferi postali, assistiti da garanzie statali (art. 5, commi 8 e 8-*bis*, d.l. 269/2003<sup>34</sup>), “in società' [quotate o meno- NDR] di rilevante interesse nazionale in termini di strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese, e che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività” (art. 5, comma 8-*bis*, d.l. 269/2003). Il risparmio postale raccolto e i frutti del suo investimento sono oggetto di un sistema separato ai soli fini contabili e organizzativi, la cui gestione è informata a “criteri di trasparenza e di salvaguardia dell'equilibrio economico” (art. 5, comma 8, d.l. 269/2003) e assoggettata al potere di indirizzo del MEF (art. 5, comma 9, d.l. 269/2003)<sup>35</sup>. Quando l'investimento -anche in partecipazioni societarie - è effettuato tramite i fondi rivenienti dalla raccolta postale, esso rientra nella gestione separata<sup>36</sup>.

Le decisioni relative alla assunzione, gestione e dismissione delle partecipazioni detenute da CDP in gestione separata sono riconducibili a scelte di politica economica del MEF e, per esso, del governo. Tale influenza è esercitata in virtù sia di poteri espressamente attribuiti al MEF dalla normativa di fonte primaria e secondaria, sia in ragione della organizzazione societaria singolare attribuita alla CDP in via legislativa.

Sotto il primo aspetto, è attribuito al MEF il “potere d'indirizzo della gestione separata” (art. 5, comma 9, d.l. 269/2003); inoltre, con riferimento alle

---

<sup>34</sup> L'art. 5, comma 8, d.l. 269/2003 menziona l'assunzione di partecipazioni “strumentali, connesse e accessorie”; l'ambito dell'investimento è ampliato dal successivo comma 8-*bis*).

<sup>35</sup> In tempi più recenti, con l'istituzione di un patrimonio separato (il Patrimonio Rilancio, art. 27, d.l. 34/2020), CDP è stata autorizzata ad estendere ulteriormente il suo raggio di azione, compiendo “interventi relativi ad operazioni di ristrutturazione di società che, nonostante temporanei squilibri patrimoniali e finanziari, siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività” (art. 24, comma 1, d.m. MEF 26/2021).

<sup>36</sup> A fine giugno 2024, CDP, direttamente o tramite le società appartenenti al suo gruppo (cfr. *infra* nt. 39) detiene partecipazioni in numerose società quotate; tra queste vi sono Fincantieri (71,32%), Snam (31,35 %), Terna (29,85%), Poste Italiane (29,26%), ENI (28,5%), GPI (18,41 %), Nexi, (13,65 %), Telecom (9,80 %): v. CDP, Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2024.

partecipazioni di ENI, ENEL e Poste Italiane acquisite dal MEF nel 2003 (*ex art. 5, comma 3, d.l. 269/2003 e art. 9 d.m. 6 dicembre 2003*), è stabilita un'esplicita soggezione a determinazioni assunte nell'ambito ministeriale (*art. 5, commi 9 e 10, d.l. 269/2003 e art. 1, comma 1, d.m. 18 giugno 2004, n. 59617*)<sup>37</sup>.

Sotto il secondo profilo, l'intera struttura proprietaria e organizzativa impressa dal legislatore alla CDP comporta la sistematica influenza del governo sulle strategie della società: allo Stato è sempre assicurata la posizione di socio di maggioranza (*art. 5, comma 1, d.l. 269/2003*)<sup>38</sup>; inoltre, per ogni decisione relativa alla gestione separata, incluse quelle concernenti le partecipazioni acquisite con la raccolta postale, il consiglio di amministrazione deve avere una composizione allargata, che includa il Ragioniere di Stato e rappresentanti del governo e degli enti locali<sup>39</sup>.

Le caratteristiche complessive di CDP fanno sì che la sua operatività, strettamente integrata con il MEF al servizio dello sviluppo d'impresе d'interesse nazionale, si ponga in rapporto di specialità rispetto alle regole del d.lgs.175/2016, cui si sottrae per quanto riguarda ogni aspetto della gestione delle partecipazioni societarie detenute. Al tempo stesso, è evidente che l'intera attività di CDP- e del gruppo su cui la società esercita direzione e coordinamento<sup>40</sup>-, caratterizzata da una

---

<sup>37</sup> La CDP ha l'obbligo di preventiva consultazione del MEF, da attuarsi mediante la formulazione di proposte al Ministero, che a sua volta potrà impartire indicazioni motivate differenti, cui CDP deve attenersi. Il d.m. 18 giugno 2004, n. 59617 è illustrato da DONATIVI-MALTONI, *op. cit.*, 99 e 193 ss., che riferiscono di essere riusciti a reperirlo solo a seguito di presentazione di istanza di accesso civico (99, nt. 243); cfr. anche MULAZZANI, *op. cit.*, 189 ss. e 195 ss.

<sup>38</sup> Attualmente, il MEF detiene ca. l'83% di CDP e il resto è ripartito tra fondazioni bancarie.

<sup>39</sup> Si tratta del Direttore generale del Tesoro e di tre esperti in materie finanziarie che rappresentino gli interessi di regioni, province e comuni (*art. 7, comma 1, l. 197/1983; DONATIVI - MALTONI, op. cit.*, 227; MULAZZANI, *op. cit.*, 184). Le disposizioni legislative sono a loro volta recepite e integrate dallo statuto (approvato con un d.p.c.m. *ex art. 5, comma 4, d.l. 269/2003*). Quest'ultimo limita la trasferibilità delle azioni di CDP a fondazioni bancarie, banche e intermediari vigilati, e impone ai soci privati un tetto di possesso azionario pari al 5% del capitale (*art. 8, comma 1, statuto*). A sua volta, il consiglio di amministrazione è composto da undici membri, di cui quattro riservati alla lista di minoranza (*art. 15 statuto*), fatta salva la composizione allargata in occasione delle deliberazioni attinenti alla gestione separata. Con il passare del tempo, CDP ha poi assunto la posizione di capogruppo, tramite la costituzione di varie *sub-holding*, per lo più dedicate alla gestione di partecipazioni in società specializzate nell'investimento in predeterminati settori (DE FILIPPIS, *Il ruolo di CDP s.p.a. quale holding a controllo pubblico e gli strumenti di promozione dell'economia*, in DONATIVI - MALTONI, *op. cit.*, 131 ss.).

<sup>40</sup> Ritengono che la CDP non sia soggetta al d.lgs. 175/2016 anche DONATIVI - MALTONI, *op. cit.*, 96 ss. Non è poi neppure il caso di affrontare la questione di una eventuale eterodirezione imputabile al MEF, in ragione del potere d'indirizzo che lo stesso può esercitare sulle scelte gestorie di CDP. Il punto è superato dal fatto che, in forza dell'art. 19, comma 6, l. 3 agosto 2009, n. 102, lo Stato è

significativa poliedricità e versatilità, è finalizzata all’attuazione, in via non esclusiva, delle politiche economiche e industriali governative, secondo le modalità ed entro il perimetro stabiliti dalla legge<sup>41</sup>. La circostanza è confermata dal sistema di “codecisione politico-amministrativa” adottato per la definizione di almeno una parte della operatività del gruppo, che non è esente da censure per la sua scarsa trasparenza<sup>42</sup>.

---

sottratto alla responsabilità ex art. 2497 c.c. Lo stesso d.m. 18 giugno 2004, n. 59627 dichiara che il MEF non esercita direzione e coordinamento delle società partecipate ai sensi dell’art. 2497 c.c. (notizia in DE FILIPPIS, *op. cit.*, 179). L’art. 19, comma 6, l. 3 agosto 2009, n. 102 (che si applica a tutte le società, quotate o meno) è una previsione controversa: da alcuni è tacciata di illegittimità costituzionale per violazione dell’art. 3 Cost., perché introdurrebbe una esenzione ingiustificata per il socio controllante Stato; da altri, invece, essa è spiegata in ragione della carenza in capo allo Stato di interessi imprenditoriali e, quindi, della impossibilità per lo stesso di esercitare direzione e coordinamento di società. Quanto alla posizione delle p.a. diverse dallo Stato, con il passare del tempo ha preso piede la posizione secondo cui non possano essere destinatarie della suddetta esenzione, che ha carattere eccezionale. In argomento, senza pretesa di completezza, cfr. ANGELICI, *In tema di socio pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 175 s.; CARIELLO, *Brevi note critiche sul privilegio dell’esonero dello Stato dall’applicazione dell’art. 2497, comma 1°, c.c. (art. 19, comma 6°, d.l. n. 78/2009)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 354; CARLIZZI, *La direzione e il coordinamento delle società a partecipazione pubblica*, in *La governance delle società pubbliche nel d.lgs. n. 175/2016*, a cura di Guizzi, Milano, Giuffrè, 2017, 341 ss.; CODAZZI, *Enti pubblici e direzione e coordinamento di società: considerazioni alla luce dell’art. 2497, comma 1, c.c.*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 1041 ss.; MARTUCCI, *Profili di diritto singolare delle “imprese”*, Milano, Giuffrè, 2013, 180 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, <<Clausole generali>>, *principi del diritto e disciplina dei gruppi di società*, in *Riv. dir. priv.*, 2011, 550 ss.; Cass., 1 giugno 2021, n. 15276, in *Dejure* e commento di FIMMANÒ, *Il caso Alitalia*, cit. Rispetto all’articolazione dell’attività di CDP in un gruppo di società, ove le controllate risultano non direttamente assoggettate alle direttive del MEF, si osserva che essa ha lo scopo di valorizzare la “componente economica” di tali società o, se si preferisce, la natura imprenditoriale della loro attività, nonostante il ruolo assegnato al socio pubblico della capogruppo (MULAZZANI, *op. cit.*, 190 s.).

<sup>41</sup> Le funzioni del MEF sono state così delineate: “le funzioni e i compiti spettanti allo Stato in materia di politica economica, finanziaria, e di bilancio, programmazione della spesa pubblica”; l’area funzionale è identificata nella: “a) politica economica e finanziaria, con particolare riguardo (...) alla gestione di partecipazioni azionarie dello Stato, compreso l’esercizio dei diritti dell’azionista e l’alienazione dei titoli azionari di proprietà dello Stato” (artt. 23, comma 2, e 24, comma 1, lett. a), d.lgs. n. 300/1999 - riforma della organizzazione del governo); cfr. DONATIVI-MALTONI, *op. cit.*, 186 ss.; sul ruolo di CDP come “braccio delle politiche pubbliche per obiettivi di lungo periodo (*mission oriented policy*) che richiedono il coinvolgimento e la messa a sistema di vari soggetti, tanto pubblici quanto privati”, v. DE LEONARDIS, *La riforma “bilancio” dell’art. 9 Cost. e la riforma “programma” dell’art. 41 Cost. nella legge costituzionale n. 1/2022; suggestioni a prima lettura*, in *Aperta Contrada*, 28/2/2022, 17.

<sup>42</sup> Si osserva infatti che il sistema in questione è impostato secondo procedure che non consentono di definire con nettezza il confine tra l’indirizzo politico e le decisioni gestorie, producendo un effetto di scarsa trasparenza in merito alla influenza delle autorità politiche sulle scelte degli amministratori (MULAZZANI, *op. cit.*, 185, cit. a 185); la opacità del rapporto tra MEF e CDP è lamentata anche da DONATIVI-MALTONI, *op. cit.*, 256 ss., che sottolineano altresì le sue ripercussioni sulla carenza di controllo delle scelte di politica economica.

In ogni caso, nonostante la matrice politica delle decisioni sugli investimenti, la partecipazione dello Stato tramite la CDP non comporta di per sé alcuna modifica della disciplina della società partecipata rispetto a quella applicabile alle s.p.a. quotate prive di soci pubblici.

Si conferma pertanto che la disciplina societaria e di mercato delle s.p.a. quotate con soci pubblici è, in via di principio, quella generale delle altre società emittenti azioni negoziate in mercati regolamentati. Tuttavia, la regola conosce alcune non trascurabili né rare eccezioni; esse sono riconducibili all'attività d'impresa esercitata dalla società e/o alla situazione economica "critica" in cui versa la società stessa; tali fattori a loro volta determinano il mantenimento della presenza o l'ingresso delle p.a. nell'azionariato e l'attribuzione al socio pubblico di un ruolo di preminenza rispetto a quello riservato ai soci privati.

In proposito, occorre anche notare che la più significativa deviazione rispetto al regime ordinario delle società quotate attualmente rinvenibile nelle partecipate pubbliche, cioè il tetto al possesso azionario, nasce dall'esercizio di una facoltà, non dall'assolvimento di un obbligo (art. 3, comma 1, d.l. 332/1994): sicché la sua introduzione, così come il suo mantenimento oltre il primo triennio dall'adozione sono anche essi riconducibili a scelte di politica economica, che, in ultima istanza, comportano una non completa privatizzazione delle società in questione.

Le deroghe al diritto comune non investono però gli elementi essenziali del tipo sociale e della disciplina cui è assoggettato. In particolare, la presenza del socio pubblico non consente eccezioni rispetto né al principio del lucro quale scopo dell'attività sociale, né al divieto di agire in conflitto con l'interesse della società, che grava sui soci, inclusi quelli pubblici, e sugli amministratori della partecipata, inclusi quelli nominati dall'ente pubblico<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup> Presso gli studiosi del diritto commerciale è dato acquisito che la presenza di soci pubblici non determina modifiche della nozione di interesse sociale (cfr. GUIZZI, *L'interesse sociale nelle società pubbliche*, in *I controlli nelle società pubbliche*, a cura di Auletta, Cantone, Guizzi, Bologna, Zanichelli, 2017, 4 ss.; A. SERRA, *Note in tema di responsabilità sociale d'impresa e società a partecipazione pubblica*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di Costa, Mirone, Pennisi, Sanfilippo, Vigo, II, *Impresa, società, crisi d'impresa*, Torino, Giappichelli, 2021, 865 ss.; per la (più sfumata) posizione dei cultori del diritto amministrativo, cfr. CINTIOLI, *Società in mano pubblica: interesse sociale e nuove qualificazioni nella giurisprudenza e nella riforma del d.lgs. n. 175 del 2016*, in *Le società a partecipazione pubblica tra diritto dell'impresa e diritto*

## 6. L'applicazione di norme di diritto comune.

Individuate la genesi della attuale presenza dei soci pubblici nelle società quotate e le principali fonti della disciplina speciale riservata a queste ultime rispetto a quella cui sono assoggettate le società quotate con soli soci privati, occorre chiedersi se per alcuni aspetti la presenza di un socio p.a. non incida anche sulla applicazione di alcune regole generali di cui non è prevista deroga o disapplicazione per le società in esame.

Ritengo che una risposta positiva possa essere data rispetto al corpo normativo, fortemente rafforzato nel corso del 2024 e diretto, in primo luogo, alle società quotate, attinente alla materia della sostenibilità.

Non è questa la sede per ripercorrere analiticamente il dibattito che si è sviluppato su scala globale in tema di impresa sostenibile e che interseca anche le tematiche dello scopo e dell'interesse sociale: esso è stato nutrito da un susseguirsi di atti prodotti sull'argomento dalla Unione Europea e da altre istituzioni internazionali – con una sensibile accelerazione a partire dal 2020, non a caso l'anno in cui si è scatenata la pandemia di Covid – che hanno assunto una veste giuridica via via più vincolante e un contenuto sempre più pervasivo<sup>44</sup>. E' tuttavia importante ricordare che lo sviluppo sostenibile e la tutela dell'ambiente sono obiettivi centrali

---

*dell'amministrazione*, a cura di Cintioli e Massa Felsani, Roma, 2017, 221 ss. Il ragionamento sviluppato nel testo non si estende evidentemente a fattispecie "ibride", quali le società *benefit*, che sicuramente possono formare oggetto di investimenti da parte della p.a.

<sup>44</sup> Da studi, strategie, piani di azione, consultazioni, documenti programmatici e raccomandazioni si è passati a regolamenti e direttive; dalla previsione di meri obblighi d'informazione si è giunti alla formulazione di obblighi che incidono sulla organizzazione dell'impresa nell'ottica della promozione della sostenibilità. Per una panoramica puntuale, cfr. ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, in *Riv. soc.*, 2021, 387 ss.; COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2023, I, 558 ss.; GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Il mulino, Bologna, 2023, *passim*; EAD., *Dalla dichiarazione non finanziaria alla comunicazione societaria sulla sostenibilità*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, a cura di P. Marchetti, Pietra Rossi, Strampelli, Urbani, Ventrone, I, Milano, Giuffrè, 2024, 659 ss.; MONTALENTI, *La "rivoluzione" ESG*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, a cura di P. Marchetti, Pietra Rossi, Strampelli, Urbani, Ventrone, II, Milano, Giuffrè, 2024, 735 ss.; S. ROSSI, *Il diritto della "Corporate Social Responsibility"*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di Costa, Mirone, Pennisi, Sanfilippo, Vigo, II, *Impresa, società, crisi d'impresa*, Torino, Giappichelli, 2021, 767 ss.

dell'azione della Unione Europea, che li promuove ed attua tramite iniziative articolate e di lungo periodo<sup>45</sup>.

I principali pilastri su cui poggiano attualmente gli obblighi presenti e futuri delle società quotate in tema di impresa sostenibile sono:

- a) il regolamento 2020/852/UE del 18 giugno 2020 (il “Regolamento Tassonomia”) e i suoi regolamenti delegati;
- b) il d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125 di recepimento della Direttiva 2022/2464/UE del 14 dicembre 2022, per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità (la “CSRD”) e gli atti delegati di quest’ultima, tra cui il Regolamento 31 luglio 2023, n. 2772 in materia di *standard* europei di rendicontazione di sostenibilità;
- c) la Direttiva 2024/1760/UE del 13 giugno 2024, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (la “Direttiva Due Diligence”).

Sul fronte della autodisciplina delle società quotate, tali fonti normative sono integrate da principi e raccomandazioni che collegano la gestione dell’impresa al perseguimento di obiettivi di sostenibilità (cfr. *infra* § 7).

Ci si limiterà a pochi cenni all’importante corpo normativo richiamato.

Il Regolamento Tassonomia e i suoi regolamenti delegati individuano le caratteristiche delle attività economiche ecosostenibili e hanno istituito un sistema di loro classificazione in base a specifici indicatori fondamentali di sostenibilità.

Il recentissimo d.lgs. 6 settembre 2024 n. 125 sostituisce (abrogandola) la disciplina sulla dichiarazione non finanziaria (*ex* d.lgs. 254/2016) e introduce la rendicontazione societaria di sostenibilità. Il provvedimento definisce le “questioni di sostenibilità” (art. 1, comma 1, lett. f), come “fattori ambientali, sociali, relativi ai diritti umani e di *governance*” e richiede che varie categorie di imprese – scaglionate, per quanto riguarda la data di entrata in vigore dell’obbligo, secondo

---

<sup>45</sup> CECCHETTI, *La revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione e il valore costituzionale dell’ambiente: tra rischi scongiurati, qualche virtuosità (anche) innovativa e molte lacune*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 3, 2021, reperibile in [www.forumcostituzionali.it](http://www.forumcostituzionali.it), 289 ss.; v. anche FRACCHIA, *Il principio dello sviluppo sostenibile*, in *Diritto dell’ambiente*, a cura di Gi. Rossi, agg. a cura di Fari, 5 ed., Torino, Giappichelli, 2021, 181 ss.



un criterio dimensionale, che già include le società quotate<sup>46</sup> – forniscano in un’apposita sezione della relazione sulla gestione “le informazioni necessarie alla comprensione dell’impatto della impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché le informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull’andamento della impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione”, adottando il criterio della c.d. “doppia rilevanza” (art. 3, comma 1, d. lgs. 125/2024)<sup>47</sup>.

In conformità alla CSRD, l’informazione richiesta pone l’accento sulla gestione del rischio e sulle opportunità legate alle questioni di sostenibilità, cosicché la sostenibilità “esterna” si salda con la sostenibilità “interna”, intesa come stabilità e prospettive di continuità aziendale<sup>48</sup>. Alla luce di questa impostazione, non deve sorprendere se l’analiticità, la puntualità e l’ampiezza dei contenuti previsti per la rendicontazione in esame, unite alla previsione di un obbligo di attestazione e di un

---

<sup>46</sup> L’obbligo vige a partire dagli esercizi iniziati il 1 gennaio 2024 o in data successiva per gli enti di interesse pubblico ex art. 16, comma 1, d.lgs. 39/2010 che si qualificano “imprese di grandi dimensioni” ex art. 1, comma 1, lett. n), d.lgs. 125/2024 e con un numero medio di dipendenti pari a 500 per il precedente biennio; sarà gradualmente esteso ad altre società, fino a raggiungere le PMI quotate (ex art. 1, comma 1, lett. m), d.lgs. 125/2014), ad esclusione delle micro imprese, con effetto a partire dagli esercizi che hanno inizio il 1 gennaio 2026 (art. 17, d.lgs. 125/2024 - v. GENOVESE, *Dalla dichiarazione non finanziaria, cit.*, 660 ss.).

<sup>47</sup> L’elenco delle informazioni che devono essere fornite è molto ampio e dettagliato ed è completato dall’obbligo di assoggettare la rendicontazione di sostenibilità ad un’attestazione, resa da parte di un revisore *ad hoc*, assimilato ai revisori legali abilitati ai sensi del d.lgs 39/2010 (art. 8 d.lgs. 125/2024), nonché dalla previsione di sanzioni, applicabili dalla Consob ex art. 193 t.u.f. nel caso di violazione dei predetti obblighi da parte degli organi di gestione e di controllo. Tra le informazioni che sono oggetto della rendicontazione di sostenibilità sono previste la “descrizione del modello e delle strategie aziendali”, che indichi tra l’altro “la resilienza (...) in relazione ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità”, le opportunità offerte all’impresa dalle questioni di sostenibilità, eventuali piani predisposti per la transizione verso un’economia eco-sostenibile rispettosa degli impegni sulla limitazione del riscaldamento globale, la rilevanza riconosciuta alle istanze dei portatori d’interesse, il ruolo e la competenza degli amministratori in merito alle questioni di sostenibilità, la descrizione delle politiche di sostenibilità adottate ed eventuali sistemi di incentivi previsti per i membri degli organi di amministrazione e controllo collegati alle questioni di sostenibilità (art. 3, comma 2, d.lgs. 125/2024).

<sup>48</sup> CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all’ESG: l’impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41 comma 3, Cost.)*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, I, a cura di Callegari, Cerrato, Desana, Torino, Giappichelli, 2021, 245; COSSU, *op. cit.*, 570; GENOVESE, *Dalla dichiarazione non finanziaria, cit.*, 674 ss.; RICCIARDIELLO, *Sustainability and going concern*, in *Riv. soc.*, 2022, 53 ss.; STANZIONE, *Scopo e oggetto della impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1031 ss.; in merito all’accento sulla gestione del rischio, M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell’impresa sostenibile. Dall’informazione non finanziaria alla informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 180 s.

sistema sanzionatorio, inducano alcuni interpreti a collocare la disciplina in esame “non solo al limite dell’area della mera informazione, ma in larga parte già nell’area dei doveri fiduciari, gestori degli amministratori”. Peraltro, il punto della estensione degli obblighi imposti in capo ai gestori dalla normativa in esame è dibattuto<sup>49</sup>.

Con la Direttiva Due Diligence, da recepirsi entro il 26 luglio 2026, il legislatore euro-unitario fa un ulteriore salto di qualità. La Direttiva impone a società – inizialmente individuate in quelle che esercitano imprese di dimensioni molto elevate - veri e propri obblighi di fare nell’ambito delle tutele di alcuni diritti umani e dell’ambiente. Ancora una volta, le società cui si applicherà la normativa nazionale di recepimento non sono necessariamente quotate, ma queste ultime, in ragione delle dimensioni economiche richieste, configurano le destinatarie di elezione.

Come noto, a tali società è imposta una serie di condotte, in cui, sempre in un’ottica di gestione del rischio, è declinato il “dovere di diligenza” finalizzato a prevenire, monitorare, valutare, attenuare, riparare gli impatti ambientali negativi e gli impatti su diritti umani negativi che possono verificarsi in violazione di divieti, obblighi e diritti (altrui) sanciti in una serie di strumenti internazionali in materia di tutela dei diritti umani e dell’ambiente; è altresì prevista la elaborazione di un piano di contenimento climatico.

Già nelle sue versioni provvisorie la Direttiva Due Diligence è stata oggetto di diffuse riserve e critiche: esse si sono appuntate soprattutto sulla eccessiva ampiezza dell’obbligo di diligenza imposto, che si estende dal gruppo di società cui

---

<sup>49</sup> La citazione è di P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 339, riferito alla proposta di CSRD; conf. GENOVESE, *Dalla dichiarazione non finanziaria, cit.*, 665 s., secondo cui “i contenuti precettivi della CRSD appaiono sopravanzare le finalità di mera trasparenza” (665); dal canto suo LIBERTINI, *Gestione “sostenibile” delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. e impresa*, 2023, 84, nota che la Direttiva UE/2464/2022 “supera il precedente criterio *comply or explain* per imporre un obbligo di fornire in ogni caso una serie di informazioni (...). Non siamo ancora di fronte a un obbligo di condotta ‘sostenibile’ dotato di sanzione, ma a norme formalmente solo incentivanti; però è concreta la prospettiva di un effetto pratico non indifferente di queste norme”; sulla stessa linea RESCIGNO, *op. cit.*, 179; più cauto M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *La s.p.a. nell’epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, a cura di P. Marchetti, Pietra Rossi, Strampelli, Urbani, Ventrone, I, Milano, Giuffrè, 2024, 330 s., che tuttavia conclude che gli amministratori, pur non obbligati in punto di stretto diritto ad adottare strategie di gestione orientate alla sostenibilità, non sono neppure liberi di ignorare la questione.

appartiene l'impresa interessata ai suoi *partner* commerciali terzi, inseriti a monte e a valle della “catena di attività” e spesso operanti in paesi *extra-UE*, sul coinvolgimento degli *stakeholders* nella elaborazione delle strategie di sostenibilità nonché sulla estensione e genericità dell'apparato rimediabile previsto. Tali criticità si traducono in primo luogo in un aggravio degli oneri organizzativi delle società e sono state solo in parte attenuate dal testo definitivo del provvedimento euro-unitario, su cui peraltro i legislatori nazionali avranno margini d'intervento ristretti, anche per evitare una eccessiva disomogeneità tra le normative di recepimento<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Le riserve sull'incremento dei costi di produzione (che la Direttiva aggancia, ancora una volta, alla riduzione di rischi di fonte interna ed esterna e a vantaggi reputazionali) sono espresse anche dalle voci complessivamente favorevoli al provvedimento (LIBERTINI, *Gestione sostenibile*, cit., 66 e 70); per una panoramica dei commenti, cfr. ADDAMO, *Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive: un cambio di passo per la politica di sostenibilità dell'UE?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 1258 ss.; EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS GROUP, *The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, in *Riv. soc.*, 2021, 276 ss.; LAUS, *Corporate Sustainability Due Diligence e amministrazione del rischio*, in *Società*, 2024, 913 ss.; MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, cit., 344 ss.; MONTALENTI, *La rivoluzione*, cit., 744 s.; MOSCO - FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *AGE*, 2022, 185 ss.; VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, in *Riv. soc.*, 2021, 380 ss.; ID., *Uno sguardo d'insieme alla CS3D: riflessioni preliminari sulla tecnica normativa*, in *Riv. soc.*, 2024, 448 ss. In una prospettiva generale di politica legislativa, si aggiungono le perplessità sull'approccio diffusamente adottato dai legislatori nazionali e sovranazionali rispetto alle questioni di sostenibilità, tendente a trasferire sulle imprese private la cura di interessi collettivi, tipicamente appartenenti alla sfera di azione dei poteri pubblici: tra i molti, e con accenti diversi, FIMMANÒ, *Art. 41 Cost. e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 777 ss.; LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”*, in *Riv. soc.*, 2021, 335; ID., *Gestione sostenibile*, cit., 63; STRAMPELLI, *La strategia della Unione Europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholder*, in *Riv. soc.*, 2021, 384; VENTORUZZO, *Uno sguardo d'insieme*, cit., 455. Resta da sottolineare che gli “impatti negativi” che le società interessate sono chiamate ad evitare configurano violazioni di atti internazionali in tema di tutela dei lavoratori e dell'ambiente, elencati nella Direttiva Due Diligence stessa, che sono stati ratificati e recepiti dal nostro legislatore e che pertanto ogni impresa operante in Italia è già tenuta ad osservare. Appare invece maggiormente problematica l'imposizione d'integrare gli assetti organizzativi d'impresa, adottando procedure e *policy ad hoc* – secondo una impostazione che evoca quella dei modelli *ex d.lgs. 231/2001* – dedicate al monitoraggio del rispetto dei principi e diritti affermati negli atti internazionali elencati e alla realizzazione di iniziative volte ad indurre l'osservanza dei predetti principi e diritti, anche nei confronti di imprese terze. D'altronde, è banale ricordare che spesso le grandi società si rivolgono a tali imprese terze, perché vari fattori, non ultima una minore attenzione dedicata alla tutela dei lavoratori e dell'ambiente dalla normativa vigente nei paesi in cui sono collocate, consentono riduzioni dei costi di produzione. Non va neppure ignorato che è già diffusa anche tra le imprese italiane la prassi di adottare meccanismi di controllo della filiera produttiva (DOMENICHINI – M. EREDE, *L'impatto dei fattori ESG sulla corporate governance: spunti da una indagine empirica*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, a cura di P. Marchetti, Pietra Rossi, Strampelli, Urbani, Ventoruzzo, II, Milano, Giuffrè, 2024, 1347 s.).

### *7. La sostenibilità, la Costituzione e il socio pubblico.*

Richiamate le fonti principali dell'attuale disciplina in tema di sostenibilità dell'impresa societaria, occorre verificare come la presenza di soci pubblici possa incidere sulla sua applicazione.

Punto di partenza del ragionamento è il fatto che i fattori di natura ambientale e sociale riassunti nel concetto di impresa sostenibile trovano la fonte della loro tutela non solo nei trattati fondativi e nella legislazione della Unione Europea, in accordi internazionali e in leggi ordinarie nazionali, ma, in primo luogo, nei principi sanciti dalla nostra Carta Costituzionale: solidarietà, lavoro, parità, libertà individuali, ambiente e salute.

In assenza di espressa riserva di legge, le norme che affermano i principi fondamentali costituzionali sono immediatamente precettive e per ciascuna di esse si tratta di verificare l'estensione della sua efficacia diretta, alla luce del sistema normativo su cui si innesta<sup>51</sup>.

Di primaria rilevanza per l'argomento in discussione è il recente intervento in tema di tutela ambientale, sfociato nelle modifiche dell'art. 9 e dell'art. 41 Cost., introdotte con l. cost. 1 febbraio 2022, n. 1, approvata dal Parlamento pressoché all'unanimità. La tutela dell'"ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni" (art. 9, comma 3, Cost.) è ora assunta formalmente al rango di principio fondamentale, fonte di doveri per i pubblici poteri, rappresentati dalla indicazione della Repubblica quale destinataria del precetto. La tutela della salute e dell'ambiente sono anche inseriti tra i limiti esterni allo svolgimento della iniziativa economica privata, accanto alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana (art. 41, comma 2, Cost.): sono, cioè, limiti all'esercizio di un diritto costituzionale (non fondamentale) di libertà economica, riconosciuto ai privati. Da ultimi, i fini ambientali sono affiancati ai fini sociali, verso cui la legge può indirizzare e coordinare, tramite programmi e controlli,

---

<sup>51</sup> Le disposizioni che sanciscono i principi fondamentali sono per lo più norme c.d. programmatiche, che, al fine di perseguire compiutamente gli obiettivi dalle stesse previsti, richiedono ulteriori attività dei poteri statali e, in primo luogo, specifici interventi normativi (in argomento, PALADIN - MAZZAROLLI - GIROTTI, *Diritto costituzionale*, 5 ed., 2023, Torino, Giappichelli, 192 s.; LIBERTINI, *La gestione sostenibile*, cit., 71 ss.)

l'attività economica pubblica e privata (art. 41, comma 3, Cost.)<sup>52</sup>. Non è poi inutile ricordare che la integrazione della Carta costituzionale nel senso appena detto trova un proprio antecedente sul piano della legislazione ordinaria nell'art. 3-*quater* d.lgs. 3 aprile 2006, n. 152 (il c.d. "Codice dell'ambiente"), secondo cui (comma 1) "ogni attività umana giuridicamente rilevante ai sensi del presente Codice deve conformarsi al principio dello sviluppo sostenibile"<sup>53</sup>.

Il rapporto tra i principi costituzionali e le questioni di sostenibilità d'impresa è già stato esaminato sotto vari punti di vista.

Ricordo in proposito che si è proposto di adottare il principio di solidarietà (art. 2 Cost.) quale limite esterno alle decisioni gestorie degli amministratori, in particolare rispetto al perseguimento dello scopo di lucro<sup>54</sup>. Ancora, con riferimento alla modifica degli artt. 9 e 41 Cost., si è prospettata la effettività del limite della tutela dell'ambiente rispetto alla libertà di iniziativa economica privata (art. 41, comma 2, Cost.), avendo individuato quale base normativa il Regolamento Tassonomia, con i suoi regolamenti delegati, congiuntamente al d.lgs. 254/2016 sulla dichiarazione non finanziaria<sup>55</sup>.

Nelle proposte appena ricordate le caratteristiche dei soci costituiscono un fattore neutrale. Allorché invece uno o più soci appartengano alla p.a., la rilevanza costituzionale dei valori riconducibili al concetto di sostenibilità sollecita ulteriori riflessioni.

Si consideri l'art. 9 Cost. La dottrina precisa che la disposizione, in quanto norma "programmatica", non si rivolge direttamente ai privati cittadini, ma ai poteri statali: in primo luogo al potere legislativo, che deve emanare la normativa integrativa necessaria; più in generale, però, si afferma che tale disposizione si rivolge "a tutti

---

<sup>52</sup> DI SALVATORE, *Brevi osservazioni sulla revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione*, in *Costituzionalismo.it*, 1/2022, 10 e 18; LIBERTINI, *La gestione "sostenibile"*, *cit.*, 72 s.

<sup>53</sup> L'art. 3-*quater* d.lgs. 152/2006 è stato inserito con il correttivo dell'art. 1, comma 2, d.lgs. 16 gennaio 2008, n. 4; sull'argomento, FRACCHIA, *op. cit.*, 186 ss., che sottolinea l'esigenza di interpretare in maniera restrittiva il principio generale enunciato nella disposizione in commento; LAUS, *op. cit.*, 915 s.

<sup>54</sup> CERRATO, *op. cit.*, 255 ss.

<sup>55</sup> GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, *cit.*, 106 ss.; lo svolgimento di attività economiche non rispondenti ai criteri fissati dal Reg. Tassonomia sarebbe quindi una condotta anti-giuridica, con quanto ne conseguirebbe in primo luogo sul piano della responsabilità per danno.

gli enti che esercitano un pubblico potere”<sup>56</sup>, conformandone l’agire. D’altro canto, già l’art. 3-*quater* cod. ambiente richiede che “l’attività della pubblica amministrazione” nell’esercizio della sua discrezionalità, sia “finalizzata a consentire la migliore attuazione possibile del principio dello sviluppo sostenibile”. Alla luce del quadro normativo appena tracciato e tralasciando la questione dei doveri gravanti sui soci p.a. in base al diritto pubblico, in una prospettiva di diritto privato emerge con evidenza che l’azionista p.a. di una società quotata ha ora a disposizione anche gli strumenti presenti nella disciplina societaria, al fine di promuovere l’attuazione dei valori costituzionali di cui la materia della sostenibilità è permeata. Tale risultato potrebbe essere conseguito nel pieno rispetto, sul fronte pubblicistico, dello scopo istituzionale e delle competenze della singola p.a.; sul fronte privatistico, delle regole del diritto societario<sup>57</sup>.

Inoltre, l’approccio suggerito troverebbe corrispondenza nelle migliori prassi internazionali: in questo senso, il recente documento OCSE di raccomandazioni per la *governance* delle imprese in mano pubblica dedica un intero capitolo alla sostenibilità d’impresa e sollecita il socio pubblico ad attivarsi per promuovere iniziative in tale ambito nelle società partecipate<sup>58</sup>.

Si tratta ora di verificare quali strumenti di diritto societario possano essere “sfruttati” dall’azionista p.a.

Esso è innanzitutto chiamato ad esprimere il proprio voto su materie e documenti collegati alle politiche di sostenibilità. In particolare, la relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti deve dare conto delle modalità con cui la

---

<sup>56</sup> BIFULCO, *La legge costituzionale 1/2022: problemi e prospettive*, in *AGE*, 2022, 17; conf. CECCHETTI, *op. cit.*, 301 s., con riferimento all’utilizzo del termine “Repubblica” quale soggetto destinatario del compito di tutela dell’ambiente; DE LEONARDIS, *op. cit.*, 7; DI SALVATORE, *op. cit.*, 3 s.; G. SANTINI, *Costituzione e ambiente: la riforma degli artt. 9 e 4 Cost.*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 2, 2021, disponibile, in [www.forumcostituzionale.it](http://www.forumcostituzionale.it), 463 s.; ancora più preciso, commentando il testo costituzionale pre-modifica, MERUSI, *Art. 9*, in *Commentario della Costituzione. Principi fondamentali, artt.1-12*, a cura di Branca, Bologna-Roma, Zanichelli-II foro it., 1975, 438 s., che richiama esplicitamente gli “enti pubblici in connessione ai loro fini istituzionali”.

<sup>57</sup> Si precisa che nel testo ci si riferisce espressamente all’ipotesi in cui un ente pubblico sia direttamente azionista di una società; tuttavia, seguendo la impostazione adottata nel Testo Unico, alla predetta situazione va equiparata quella in cui le partecipazioni siano possedute da società controllate da un ente pubblico (art. 2, comma 1, lett. n) e b) t.u.s.p.).

<sup>58</sup> OECD, *Recommendation of the Council on Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, 2024, 54 ss.

politica in questione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società (art. 123-ter, comma 3-bis, t.u.f.)<sup>59</sup>.

Inoltre, l'attuale diritto delle società di capitali quotate incoraggia il dialogo tra amministratori e azionisti e tra gli azionisti stessi (art. 124-quinquies t.u.f. in merito alle politiche d'impegno degli investitori istituzionali, integrato dal Principio IV e dalla Racc. 3 relativi al dialogo con gli azionisti)<sup>60</sup>. In questi contesti, il socio pubblico – sulla falsariga delle iniziative che devono essere svolte dagli investitori istituzionali in attuazione delle politiche d'impegno annunciate (art. 124-quinquies t.u.f.)<sup>61</sup> - potrà rappresentare le proprie istanze e assumere posizioni pro-attive

---

<sup>59</sup> Il collegamento tra politiche di remunerazione degli organi sociali e sostenibilità è poi approfondito dal Codice di Corporate Governance, versione 2020, la cui Racc. 27 sulle politiche di remunerazione degli amministratori contempla “c) obiettivi di *performance*, cui è legata l'erogazione delle componenti variabili, predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo. Essi sono coerenti con gli obiettivi strategici della società e sono finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari” (CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in *ODC*, 2020, 553 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare e fattori ESG*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, a cura di P. Marchetti, Pietra Rossi, Strampelli, Urbani, Ventoruzzo, II, Milano, Giuffrè, 2024, 859 ss.).

<sup>60</sup> Principio IV: “L'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società”. Racc. 3: “L'organo di amministrazione, su proposta del presidente, formulata d'intesa con il *chief executive officer*, adotta e descrive nella relazione sul governo societario una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi” (DESANA, *Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibri di genere e fattori ESG: appunti*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, I, a cura di Callegari, Cerrato, Desana, Torino, Giappichelli, 2021, 295 ss.; per un'analisi della prassi in materia, cfr. ASSONIME, *op. cit.*, 407 s.)

<sup>61</sup> A fronte dell'obbligo di elaborare ed attuare politiche d'impegno attinenti a vari settori, incluso quello della sostenibilità, nei termini stabiliti dall'art. 124-quinquies t.u.f., è aperto il dibattito sulla reale efficacia delle iniziative adottate in materia dai gestori di attivi e dagli investitori istituzionali (come definiti all'art. 124-quater, comma 1, lett. a) e b) t.u.f.), posti i possibili conflitti tra gli interessi concreti di tali operatori e l'obiettivo del “successo sostenibile” enunciato dal Codice di autodisciplina delle società quotate versione 2020 (Art. 1, Principio I) e adottato dalla quasi totalità delle società partecipate dai predetti operatori: in argomento, in luogo di molti, cfr. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, II, *Impresa, Società, Crisi d'impresa*, 2, Torino, Giappichelli, 2021, 281 ss.; MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.; MONTALENTI, *La rivoluzione*, *cit.*, 751ss.; STRAMPELLI, *ESG, Sustainability Disclosure, and Institutional Investor Stewardship*, in *81 Wash. & Lee Rev. Online*, 405 (2024).

rispetto ai temi che qui interessano. Infine, tramite il voto il socio pubblico partecipa, come ovvio, alla nomina – ed eventualmente alla revoca - degli organi sociali.

Proseguendo nel ragionamento, si tratta di appurare se, a prescindere dalla influenza che la p.a. può esercitare sull'organo di gestione, avvalendosi delle sue prerogative di socio, vi siano ipotesi in cui la circostanza di essere una società quotata a partecipazione pubblica possa influire sulle modalità con cui gli amministratori trattano le questioni di sostenibilità.

Uno spunto in questo senso pare rinvenirsi in una disposizione del d.lgs. 175/2016, non espressamente applicabile alle società quotate, che introduce per le società a controllo pubblico alcuni principi “virtuosi” di *governance*. L'art. 6, comma 3, t.u.s.p. prevede che “Fatte salve le funzioni degli organi di controllo previsti a norma di legge e di statuto, le società a controllo pubblico valutano l'opportunità di integrare, in considerazione delle dimensioni e delle caratteristiche organizzative nonché dell'attività svolta, gli strumenti di governo societario con i seguenti: (...) d) programmi di responsabilità sociale d'impresa, in conformità alle raccomandazioni della Commissione dell'Unione europea”, dando ragione della loro eventuale non adozione nella relazione sulla gestione (art. 6, comma 5, t.u.s.p.). La disposizione è interessante, in quanto configura una chiara direttiva di fonte legislativa destinata a società che, in base al diritto comune, non erano - nel 2016- né sono attualmente (ancora) interessate dalla disciplina in materia di sostenibilità, neppure in via di autodisciplina<sup>62</sup>. A sua volta, all'epoca dell'emanazione del Testo Unico, la normativa di settore per le società quotate stava muovendo i primi passi e si affidava quasi esclusivamente ad un'applicazione su base volontaristica<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> Sul tema, LIBERTINI, *I principi fondamentali sulla organizzazione e sulla gestione delle società a controllo pubblico (art. 6, d.lgs. 175/2016)*, in *Le “nuove” società partecipate e in house providing*, a cura di Fortunato e Vessia, Milano, Giuffrè, 2017, 59 s. e 51; SERRA, *op. cit.*, 865 ss.

<sup>63</sup> Nel 2016 era già in vigore la direttiva 2014/95/UE sulla comunicazione delle informazioni non finanziarie, ma la sua attuazione con il d.lgs. 254/2016 risale al 30 dicembre del medesimo anno ed è quindi successiva all'entrata in vigore del Testo Unico. Lo stesso linguaggio utilizzato dalla disciplina sulla dichiarazione non finanziaria, che stabilisce per gli amministratori obblighi di fornire determinate informazioni e di motivare la non attuazione di alcune delle iniziative che dovrebbero essere descritte nella dichiarazione, sembra meno pregnante, sul piano della doverosità, rispetto alle direttive previste dall'art. 6, comma 3, t.u.s.p. Le informazioni richieste per la dichiarazione non finanziaria riguardano il modello aziendale, le politiche praticate dall'impresa e i principali rischi



Di conseguenza, l'art. 6, comma 3, lett. d), t.u.s.p. non pare limitarsi ad “allineare” la disciplina delle società a controllo pubblico a regole già presenti per le società quotate in generale – come accade per la previsione della istituzione di una funzione di controllo interno *ex art. 6, comma 3, lett. b)*, t.u.s.p. - oppure a riaffermare l'applicazione di regole già diffuse a tutela dei consumatori – come accade per la previsione di adottare codici di condotta *ex art. 6, comma 3, lett. c)*, t.u.s.p.<sup>64</sup> -; al contrario, essa configura una integrazione della normativa vigente in materia di sostenibilità.

Più specificamente, l'inclusione di pratiche di RSI tra le direttive relative alla buona organizzazione societaria può essere letta come espressione di uno specifico interesse del legislatore a che le società a controllo pubblico - e, per esse, i loro gestori – si impegnino nei settori ora riconducibili all'area della sostenibilità, compatibilmente con le caratteristiche dell'impresa esercitata.

Simile interesse del legislatore non può essere circoscritto alle sole società non quotate, cui si rivolge la specifica direttiva formulata nel Testo Unico; in un'ottica di sistema, esso deve avere rilevanza anche per le società quotate a controllo pubblico, in considerazione della vasta discrezionalità di cui, al di là di quanto già configurante obbligo di legge, tuttora dispongono i loro amministratori in merito alla integrazione degli obiettivi di sostenibilità nella operatività della impresa.

Reputo quindi che dal medesimo art. 6, comma 3, lett. d), t.u.s.p. sia enucleabile un principio generale, cui devono conformarsi tutte le società a controllo pubblico, incluse le quotate. Detto principio pone in capo agli amministratori di tali società un dovere rafforzato – rispetto a quello degli amministratori delle società non a controllo pubblico – di esercitare gli ampi poteri discrezionali di cui dispongono - a partire dall'ambito della organizzazione dell'impresa - per orientare le strategie e le politiche aziendali anche verso la realizzazione di obiettivi di sostenibilità, in coerenza con i valori fondamentali sanciti dalla carta costituzionale<sup>65</sup>. Il che non

---

relativamente a tematiche ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva (art. 3, comma 1, d.lgs. 254/2016).

<sup>64</sup> Cfr. LIBERTINI, *I principi fondamentali*, cit., 59.

<sup>65</sup> Nel commentare l'art. 6 t.u.s.p., LIBERTINI, *I principi fondamentali*, cit., 45 rinviene in tale disposizione il riconoscimento di una “speciale responsabilità” di cui è investita la gestione delle

significa che le società in questione siano destinate a conseguire profitti in misura minore rispetto a quelli delle società quotate non a controllo pubblico, specie in considerazione del fatto che tutta la normativa di matrice euro-unitaria affronta le questioni di sostenibilità principalmente in chiave di gestione del rischio.

Resta da precisare che, nella prospettiva applicativa, il principio enunciato in merito alla posizione dell'organo di gestione di società quotate a controllo pubblico deve confrontarsi con la complessiva difficoltà – quanto meno, alla luce della disciplina vigente e delle conseguenti prassi attuative - di “misurare” e valutare la condotta degli amministratori rispetto alle questioni di sostenibilità. Il problema è da tempo oggetto di dibattito dottrinale e sarà solo in parte attenuato dagli interventi normativi *in fieri*<sup>66</sup>.

E' tuttavia possibile fin da ora affermare che il riconoscimento di un dovere rafforzato in capo agli amministratori avrebbe rilevanza per l'assunzione di alcune decisioni dei soci, quali quelle concernenti i contenuti delle politiche di remunerazione, oppure quelle relative alla selezione dei componenti del consiglio di amministrazione, il rinnovo dei loro incarichi, la loro revoca per giusta causa.

Concludo con una notazione positiva.

Ricordo che le società quotate controllate da soci pubblici consistono principalmente nelle s.p.a. risultanti dalle privatizzazioni operate ai sensi del d.l. 332/1994, caratterizzate dalla presenza di un azionariato diffuso a causa del tetto statutario al possesso azionario, a sua volta determinato dalle attività d'impresa esercitate, per lo più tra l'altro ad alto impatto ambientale.

---

società a controllo pubblico. Trascuro in questa sede l'ipotesi in cui nello statuto sia stata inserita una c.d. “clausola di sostenibilità”, che orienta l'esercizio della gestione della società verso il rispetto di valori sociali ed etici, pur ancorandola al perseguimento dello scopo lucrativo e senza causare modifiche all'oggetto sociale (COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. COMMISSIONE SOCIETÀ, in *Riv. soc.*, 2022, 153 ss.; VENTORUZZO, *Osservazioni sulle conseguenze applicative dell'adozione di clausole statutarie (e di autodisciplina) sul “successo sostenibile”*, in *Riv. soc.*, 2024, 129 ss.; ASSONIME, *op. cit.*, 408); per un esempio di clausola di sostenibilità in una società quotata a partecipazione pubblica, v. l'art. 3 dello statuto di Hera s.p.a.

<sup>66</sup> Per tutti, M. CIAN, *Principi dell'ordinamento giuridico-economico e sviluppo sostenibile in Italia e Austria*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 108 ss.; MONTALENTI, *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo di Cataldo*, a cura di Costa, Mirone, Pennisi, Sanfilippo, Vigo, II, *Impresa, società, crisi d'impresa*, 2, Torino, Giappichelli, 2021, 685 s.

In tale ambito, con riferimento alle tematiche della sostenibilità, mi sembra che si possa ravvisare un tendenziale allineamento tra gli interessi del socio pubblico di controllo e quelli dei soci privati: il perseguimento del lucro è imprescindibile per tutte le componenti della compagine societaria; la integrazione degli obiettivi di sostenibilità nelle strategie imprenditoriali è interesse del socio pubblico, in quanto configura attuazione di valori costituzionali finalizzati alla tutela della collettività; è altresì interesse della componente “*retail*” dell’azionariato privato, in quanto in linea di massima appartenente alla collettività beneficiaria delle tutele costituzionali in oggetto; infine, lo è per i soci privati che rientrano nella vasta categoria degli investitori istituzionali, in quanto tenuti quanto meno a prendere in considerazione il fattore della sostenibilità nelle decisioni sui loro investimenti e nei loro rapporti con le società partecipate<sup>67</sup>.

Ne consegue che, alla luce dell’assetto di interessi delineato dal quadro normativo vigente, l’obiettivo del successo sostenibile trova nelle società quotate a partecipazione pubblica, specie se di controllo, il contesto più favorevole per la sua realizzazione. Conforta constatare che la conclusione raggiunta in base al diritto scritto è confermata dalle evidenze empiriche, secondo cui nelle società quotate a partecipazione pubblica si riscontrano le percentuali più elevate di impegno nel perseguimento di obiettivi di sostenibilità<sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup> Sulla poliedricità degli interessi di cui sono portatori i soci pubblici in ragione della loro collettività di riferimento, cfr. CINTIOLI, *op. cit.*, 231 ss.; sulle posizioni degli investitori istituzionali, cfr. *supra* nt. 61.

<sup>68</sup> Cfr. l’analisi dei dati sui contenuti delle politiche di remunerazione e delle dichiarazioni non finanziarie delle società quotate in *Rapporto FIN-GOV sulla Corporate Governance in Italia*, a cura di Belcredi e Bozzi, novembre 2024, reperibile in <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov>. Per quanto riguarda gli ottimi risultati economici conseguiti dalle medesime società con azionista pubblico, cfr. SERAFINI, *Da Mps a Poste, dividendi per 2,8 miliardi nel 2024 al Mef*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 gennaio 2025, 13.