

## LA TUTELA DELLE IMPRESE ITALIANE: TRA MISURE ADOTTATE (*GOLDEN POWER*) E MISURE SUGGERITE (VOTO MAGGIORATO).

di IRENE POLLASTRO\*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. *Golden power*: poteri (e criticità). – 3. L'alternativa del voto maggiorato. – 4. Comparazione degli strumenti e considerazioni conclusive.

### 1. Introduzione.

Il quadro normativo della legislazione dell'emergenza da Covid-19 si è arricchito in questi giorni di un altro tassello in seguito all'emanazione del c.d. D.l. Liquidità (ossia il D.l. 8 aprile 2020, n. 23, recante “Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali”)<sup>1</sup>. Detto decreto nasce dai timori legati allo stato di crisi economica in cui versa il Paese a seguito del fermo imposto a gran parte delle attività produttive e dalla necessità di fornire soluzioni adeguate e conseguenti: la sua prima parte, in particolare, appare quella più strettamente dedicata alle regole riguardanti la legislazione di impresa e si articola, da un lato,

---

\* Assegnista di ricerca in diritto commerciale presso l'Università degli studi di Torino.

<sup>1</sup> Suoi “antenati” in ordine di tempo sono il D.l. 2 marzo 2020, n. 9, recante “Misure urgenti di sostegno per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19” ed il c.d. decreto Cura Italia (D.l. 17 marzo 2020, n. 18, recante “Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19”).

nella previsione di misure di sostegno alla liquidità (capo I) ed alla correlata e necessaria esigenza di sospensione – o, comunque, di rimodulazione – di alcune norme che disciplinano la fase dell'insolvenza e della crisi di impresa (capo II)<sup>2</sup> e, dall'altro, nell'espansione dei poteri speciali spettanti allo Stato nei settori di rilevanza strategica (c.d. *golden power*, capo III). Su tale ultimo aspetto si focalizzeranno queste brevi note, con l'intento precipuo di fornire ulteriori spunti relativi ad altri strumenti che paiono adeguati al raggiungimento dello stesso scopo.

## 2. *Golden power*: poteri (e criticità).

Il c.d. *golden power* è stato introdotto nel nostro ordinamento con il D.l. 15 marzo 2012, n. 21<sup>3</sup>: con l'emanazione di detto provvedimento, l'Italia si è allineata alla disciplina comunitaria in materia, attribuendo al Governo la facoltà di intervenire per tutelare interessi essenziali e strategici del Paese in caso di operazioni (specie di natura acquisitiva) relative, appunto, a società considerate in qualche modo “di interesse pubblico”. In estrema sintesi, il meccanismo funziona sulla base di una notifica che le imprese (extra UE), che intendono acquisire

---

<sup>2</sup> Riflessioni in tal senso erano peraltro state già sollevate da più voci (e non solo a livello nazionale) nelle settimane precedenti l'adozione del provvedimento: per una panoramica di alcune delle misure adottate sul punto da altri Paesi europei, sia permesso di rimandare a I. POLLASTRO, *Emergenza sanitaria e crisi d'impresa: come contenere il contagio?*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); senza pretesa di completezza, si vedano anche G. CORNO, L. PANZANI, *I prevedibili effetti del coronavirus sulla disciplina delle procedure concorsuali*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); M. FABIANI, *Il Codice della crisi al tempo dell'emergenza Coronavirus*, in *Il quotidiano giuridico*, 27 marzo 2020; N. ABRIANI, G. PALOMBA, *Strumenti e procedure di allerta: una sfida culturale (con una postilla sul Codice della crisi dopo la pandemia da Coronavirus)*, in <https://www.osservatorio-oci.org>; M. IRRERA, *Le procedure concorsuali al tempo del coronavirus: alcune proposte*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); M. IRRERA, G. POLICARO, *Il sostegno alla liquidità delle PMI da parte del sistema bancario ai tempi del coronavirus*, in [www.federalismi.it](http://www.federalismi.it); L. STANGHELLINI, P. RINALDI, *Trasformazione dei prestiti Covid-19 in strumenti finanziari partecipativi (SFP). Un'idea per far ripartire il sistema delle imprese*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); R. DELLA SANTINA, *Le discipline dell'insolvenza e della crisi d'impresa ai tempi della pandemia da COVID – 19. Impressioni e spunti di riflessione*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); F. FIMMANÒ, *La resilienza dell'impresa di fronte alla crisi da Coronavirus mediante affitto d'azienda alla newco-start up, auto-fallimento e concordato “programmati”*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>3</sup> Poi modificato, e rafforzato, con il D.l. 11 luglio 2019, n. 64.

partecipazioni in società strategiche italiane, devono far pervenire alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, allegando una informativa completa sull'operazione che intendono compiere; a fronte di ciò, il Governo può esercitare i seguenti poteri: i) imposizione di specifiche condizioni nel caso di acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni, da parte di altre società (estere) in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica; ii) veto all'adozione di delibere, atti o operazioni, dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa o di società controllate, il trasferimento all'estero della sede sociale, la modifica dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'art. 2351, comma 3, c.c., le cessioni di diritti reali o di utilizzo relative a beni materiali o immateriali o l'assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego, anche in ragione della sottoposizione dell'impresa a procedure concorsuali; iii) opposizione all'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in un'impresa "strategica" da parte di un soggetto diverso dallo Stato italiano, qualora esso venga a detenere, direttamente o indirettamente, un livello di partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere gli interessi nazionali. Sussiste, poi, la possibilità di comminare sanzioni pecuniarie e anche una sanzione di nullità atta a travolgere gli atti che siano stati posti in essere da soggetti che non adempiano agli obblighi informativi e di notifica.

Gli artt. 15, 16 e 17 del decreto qui in commento provvedono ad estendere i poteri spettanti allo Stato in questo ambito, al fine di *"prevedere strumenti di difesa del controllo azionario delle società da manovre speculative, prevenendo eventi di scalate ostili in una fase del mercato, come quella attuale, caratterizzata da corsi azionari molto al di sotto della media degli ultimi anni, che potrebbe consentire a terzi diversi dai soci attuali di acquisire con un livello minimo di capitale impiegato partecipazioni o quote di controllo delle società"*<sup>4</sup>. Per un periodo transitorio che si estende sino al 31 dicembre, allora, si prevede: i) l'inclusione, tra quelle considerate di interesse strategico, anche delle imprese del settore biomedicale e

---

<sup>4</sup> Così si esprime la Relazione illustrativa al D.l. 8 aprile 2020, n. 23, p. 16 ss.

biotecnologico, del settore dell'intelligenza artificiale, della cybersicurezza e della robotica, delle infrastrutture idriche e di tutta la filiera agroalimentare, del settore aerospaziale e nucleare e di quello finanziario creditizio e assicurativo; ii) l'ampliamento degli obblighi di notifica in merito ad operazioni di acquisto di partecipazioni in società "strategiche" e che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità di attivi o il cambiamento della loro destinazione da parte di soggetti esteri, inclusi quelli facenti parte dell'Unione europea; iii) la possibilità, per la Presidenza del Consiglio, di intervenire anche d'ufficio ed esercitare, quindi, i *golden power* anche su operazioni non notificate; iv) la possibilità per Consob di ampliare gli obblighi di comunicazione per le partecipazioni c.d. rilevanti ai sensi dell'art. 120 TUF anche per società che non abbiano "elevato valore corrente di mercato" e di abbassare le soglie ivi previste per l'obbligo di informativa sull'operazione in caso di acquisizioni anche del solo 5% del capitale sociale per società con azionariato particolarmente diffuso.

Lo scudo previsto da questa normativa è, dunque, evidentemente piuttosto ampio ed è volto al controllo di possibili scalate ostili ed operazioni predatorie di soggetti esteri (anche appartenenti all'UE), che abbiano di mira le nostre società, e non solo quelle ad elevato valore corrente di mercato, ma anche le piccole e medie imprese con azioni quotate in mercati regolamentati.

Se certamente l'obiettivo è condivisibile, e la misura è di per sé da salutare con favore, non si possono non cogliere sin da subito alcune criticità legate alle sue concrete modalità di funzionamento. Anzitutto, il *golden power* è strumento che richiede l'attivazione del Governo (con il supporto del Gruppo di coordinamento), il che costituisce evidentemente una complicazione nel momento attuale; senza contare che, nel novero dei poteri governativi, l'utilizzo del veto dovrà trovare giustificazioni solide e motivate. Vi è poi da considerare che il regime transitorio che rafforza detti poteri sino al 31 dicembre 2020 non pare sufficiente né adeguato a regolare una situazione la cui presumibile durata nel tempo non è affatto legata alla (e non si esaurisce con la) sola contingenza emergenziale: l'effetto di indebolimento delle grandi imprese strategiche a beneficio di concorrenti globali, infatti, si potrebbe potenzialmente protrarre

per ben più di un solo anno. Infine, tutte le misure adottabili in ragione del *golden power* hanno portata meramente difensiva e, soprattutto, agiscono *ex post* su di una operazione già avviata.

### 3. L'alternativa del voto maggiorato.

Per far fronte a queste criticità non pare, allora, così irragionevole la proposta di ricorrere, sempre per il perseguimento del medesimo obiettivo, ad un altro strumento già presente nel nostro ordinamento (magari allargandone, sempre in maniera temporanea, le possibilità di adozione), ossia quello del voto maggiorato<sup>5</sup>. Si tratta di istituto introdotto nel nostro ordinamento con il c.d. Decreto competitività del 2014 (D.l. 24 giugno 2014, n. 91), che ha eliminato definitivamente dalla legislazione societaria nazionale il divieto di voto multiplo: in forza di questo strumento, chiamato in gergo "*loyalty share*", è permesso che gli statuti di società con azioni quotate in mercati regolamentati inseriscano una clausola che prevede un premio per gli azionisti fedeli, i quali, compiuti 24 mesi di possesso continuativo del titolo azionario, si vedranno attribuire, in relazione al medesimo, un voto doppio; tale maggiorazione, proprio in ragione della *ratio* premiale dello strumento, andrà naturalmente persa in caso di alienazione del titolo. La possibile funzionalità del voto maggiorato quale misura anti-scalata è, dunque, evidente posto che esso comporta un aumento dei diritti di voto in rapporto alle azioni già in circolazione e richiede, così, allo scalatore un maggior esborso per assicurarsi il controllo della società; inoltre, un altro effetto positivo di cui la società si potrebbe servire in questa situazione deriva dal fatto che sarebbe consentito al soggetto controllante di diluire la propria partecipazione al capitale di rischio nel caso di nuove emissioni o di fusioni tra società, in modo da poter reperire nuove fonti di finanziamento direttamente sul mercato senza, dunque, da un lato, fare ricorso necessario all'indebitamento e, dall'altro, senza perdere quel controllo che garantisce nel tempo la realizzazione del progetto di sviluppo. L'autore di questa proposta suggerisce, allora, in ragione della situazione emergenziale, di rendere più

---

<sup>5</sup> Tale proposta è stata avanzata da M. MUCCHIETTI con due articoli comparsi su *Il Sole 24 Ore* in data 1 e 2 aprile 2020 ("*Più peso agli azionisti stabili contro le scalate predatorie*" e "*Liberare capitale per crescere senza indebitarsi*").

agevole l'accesso a questo strumento, che allo stato richiede l'adozione di una delibera di assemblea straordinaria, magari (ri)adottando temporaneamente il regime transitorio di favore che, in sede di sua prima introduzione, permetteva che le delibere volte all'introduzione della clausola di maggiorazione del voto potessero essere assunte, anche in prima convocazione, con la maggioranza semplice dei presenti.

Non vi è chi, in relazione a questa proposta, non sollevi le più tradizionali obiezioni che si risolvono, infine, nell'opposizione a deroghe troppo estese al principio “*un'azione-un voto*”, principio che garantirebbe la perfetta proporzionalità tra l'investimento economico in capitale di rischio ed i poteri di *voce* attribuiti al socio, salvaguardando il bene ultimo della contendibilità del controllo<sup>6</sup>.

Tale osservazione, condivisibile in linea di principio, presta, però, il fianco a qualche critica e diverse controproposte.

Anzitutto, non si può non avvedersi che, in seguito alle varie riforme che negli anni hanno interessato le norme codicistiche che contribuivano alla salvaguardia ed al mantenimento del principio di proporzionalità, si è assistito, in tempi recenti, ad un suo progressivo e significativo sgretolamento: e, infatti, se ai sensi dell' art. 2346, c. 4 c.c., a ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e al conferimento effettuato, è pur vero che gli statuti potranno optare per una distribuzione non proporzionale di azioni<sup>7</sup>; se, poi, secondo l'art. 2348, c. 1 c.c., le azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti ed, in particolare,

---

<sup>6</sup> In tal senso, sempre su *Il Sole 24 Ore* si esprime S. BRAGANTINI, *Moltiplicare i diritti di voto? Pericoloso separare rischio e potere* (4 aprile 2020).

<sup>7</sup> *Ex multis*, per una trattazione dell'istituto ed, in particolare, della sua incidenza sullo “sgretolamento” del principio capitalistico (stante l'assenza di qualsiasi limite quantitativo, che conduce, quindi, all'ammissibilità di un'assegnazione di azioni financo al socio che non effettui conferimento alcuno), si vedano G.A. RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca, G. Presti, Milano, 2003, 107 ss.; P. GUIDA, *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 399 ss.; G. OLIVIERI, *Investimenti e finanziamenti nelle società di capitali*, Torino, 2008, 13; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010, 117; M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentale» o una regola suppletiva?*, in ODCC, 2016, 390 ss.

per quanto riguarda i diritti amministrativi, ogni azione attribuisce il diritto a un voto in assemblea (art. 2351, comma 1 c.c.) e, quanto a quelli patrimoniali, ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione (art. 2350, comma 1 c.c.), la società sarà libera di assegnare detti diritti anche in misura diseguale e non proporzionale<sup>8</sup>. Senza poi contare, peraltro, che lo sgretolamento del principio di proporzionalità *ex se* non dipende solo dai meccanismi di attribuzione del voto, poichè la dissociazione soggettiva tra chi detiene il potere di *voice* all'interno della società e chi è titolare della relativa esposizione economica nei confronti dell'emittente non si realizza solo tramite l'assegnazione del voto in misura più che proporzionale ma, soprattutto per quanto concerne le dinamiche del mercato quotato, anche per mezzo dello sfruttamento di una serie di istituti parimenti non vietati, quali l'utilizzo di contratti derivati o lo sfruttamento del meccanismo della *record date*, che danno origine al fenomeno del c.d. *empty voting*<sup>9</sup>. Insomma, anche i sostenitori della cogenza del principio capitalistico difficilmente potranno negare che oggi nell'ordinamento italiano (come, del resto, anche nei principali ordinamenti europei) il principio dell'autonomia privata, declinato, nel caso di specie, nella forma dell'autonomia statutaria, è ormai indubbiamente sovraordinato alla regola "un'azione-un voto".

In secondo luogo, anche la concezione del principio *one share-one vote* come regola aurea adatta a qualsiasi situazione, e volta a garantire il bene supremo della contendibilità del controllo, appare non sempre attuale. Infatti, chi propende per la preferibilità della regola della corrispondenza tra conferimento

---

<sup>8</sup> Ancora senza pretesa di completezza, si vedano F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 755 ss.; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum di G.F. Campobasso*, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, 591 ss.; U. TOMBARI, "Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2016, 179 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 231 ss.

<sup>9</sup> Per una trattazione del tema si rinvia a F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, I, 2017, I, 203 ss. ed ampiamente G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017.

e voto si basa sull'assunto di fondo che tutti gli azionisti abbiano interessi tra loro omogenei o comunque comparabili e che, dunque, la massimizzazione del valore sociale sia scopo tra loro comune. Tuttavia, la semplice osservazione di casi della realtà dimostra che molto spesso tale allineamento non si verifica<sup>10</sup>. Rivolgendosi ad una prospettiva concreta, poi, non solo nel nostro ordinamento diverse società si sono dotate dello strumento della maggiorazione del voto con esiti positivi sui corsi azionari, ma il caso delle *tech-corp* quotate a *Wall Street* (Google, Facebook, Snapchat...) conferma palesemente che anche una moltiplicazione dei voti attribuita ai soci fondatori consente ottimi risultati di mercato. Alla corretta obiezione che non è, però, dato sapere “*cosa succederà quando essi, magari fuori dalla gestione e dediti a tutt'altro, pretenderanno di continuare ad avere poteri di gestione del tutto disgiunti dal loro impegno patrimoniale*”<sup>11</sup> si può rispondere con una proposta: non sarebbe insensato prevedere un meccanismo di *sunset clause* che, passato un certo periodo di tempo, nel corso del quale i fondatori siano ormai invecchiati o addirittura siano stati sostituiti (rendendo sterili le condizioni che giustificavano il mantenimento del controllo nelle loro mani), ripristini un sistema di voto proporzionale<sup>12</sup>.

Tale soluzione appare funzionale a rispondere anche ai dubbi di chi ritiene che, pure nella presente situazione eccezionale, si debba garantire in maniera granitica la posizione dei soci di minoranza (non abbassando le soglie che richiedono una delibera di assemblea straordinaria per l'introduzione del voto maggiorato) e del mercato (non permettendo alcun rafforzamento di posizioni di controllo che renderebbero la società non scalabile e organi di gestioni potenzialmente

---

<sup>10</sup> Numerosi sono gli studi della dottrina statunitense sul punto. *Ex multis*, cfr. G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *One share, One vote and the false promise of shareholders homogeneity*, in *Cardozo Law Review*, 2008, 446 ss.; A. KHACHATURYAN, *Trapped in delusion: democracy, fairness and the one share one vote rule in the European Union*, in *European business organization law review*, 2007, 350 ss.

<sup>11</sup> Così sempre S. BRAGANTINI, *Moltiplicare i diritti di voto? Pericoloso separare rischio e potere* (4 aprile 2020).

<sup>12</sup> In tal senso si esprimono, nella dottrina americana, anche studiosi che sono in linea di principio più orientati verso la preferibilità della regola *one share-one vote*: CFR. L.A. BEBCHUK, K. KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, in *Virginia Law Review*, 2017, 585 ss.



inefficienti inamovibili). Volendo per un attimo tralasciare la considerazione che in numerosi settori del diritto, in ragione delle circostanze emergenziali, si è ritenuto di poter infliggere un *vulnus* a diritti (anche più) fondamentali di quelli del mercato (si pensi, ad esempio, alle pesanti limitazioni alla libertà di movimento dei cittadini), le norme che volessero prevedere la possibilità di accedere allo strumento del voto maggiorato con soglie più basse potrebbero, come molte altre regole “dell'emergenza” fanno, prevedere che ciò valga solo per un periodo di tempo limitato e inserire anche una *sunset clause* (in tal senso, il nostro ordinamento mette a disposizione degli operatori lo strumento del voto sottoposto a condizione – in questo caso risolutiva – all'art. 2351 c.c.) che neutralizzi la maggiorazione trascorso un periodo di tempo ragionevole a consentire il ritorno alle “normali” dinamiche di mercato. Così congegnato, il voto maggiorato sarebbe chiaramente volto allo scopo di proteggere le società nostrane da possibili scalate ostili e meramente predatorie poste in atto da soggetti che volessero approfittarsi della debolezza attuale delle nostre imprese (non solo strategiche)<sup>13</sup>; inoltre, risolverebbe anche i potenziali problemi derivanti dal necessario coinvolgimento di autorità pubbliche (in questo caso sono, infatti, le società stesse che, caso per caso, possono adottare la clausola di maggiorazione) e, se ben ponderato, anche quelli relativi alla durata dell'estensione dello scudo derivante dal *golden power*.

---

<sup>13</sup> Ciò senza considerare che esistono pure studi che confutano l'efficienza indiscriminata della regola *one share-one vote* anche nel campo delle acquisizioni societarie: infatti, se è vero a certe condizioni la perfetta proporzionalità nella distribuzione del voto sia il mezzo per evitare l'acquisizione del controllo da parte di un “*inefficient bidder*”, ossia un offerente che estrarrà benefici privati dall'ottenimento di detto controllo, molti altri studi dimostrano che le strutture di voto non proporzionali possono essere più indicate al fine di estrarre il massimo valore dall'offerente, massimizzare l'efficienza dell'offerta stessa e addirittura mitigare i costi di agenzia successivi all'acquisizione, specie in assenza di norme che impongano l'OPA obbligatoria (cfr. A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, 1986, 461 ss.; M.C. JENSEN, J.B. WARNER, *The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 3 ss.; M. BURKART, D. GROMB, F. PANUNZI, *Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders*, in *Journal of Political Economy*, 1998, 172 ss.; L.A. BEBCHUK, J.C. COATES, G. SUBRAMANIAN, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, in *Stanford Law Review*, 2002, 887 ss.)

#### 4. Comparazione degli strumenti e considerazioni conclusive.

In una situazione di emergenza come quella attuale, ogni strumento infine volto a rafforzare il nostro tessuto economico va salutato con favore: nessuna critica, dunque, al rafforzamento del *golden power* come prima ed immediata misura; quel che si vuole suggerire, però, è che questo, in ragione della sua intrinseca natura (e collegati limiti) potrebbe non essere sufficiente a raggiungere lo scopo che si prefigge.

Anzitutto, come già detto, la necessaria attivazione di autorità pubbliche (tra le quali campeggia, tra l'altro, la Presidenza del Consiglio), già investite di numerose istanze legate alla contingente situazione emergenziale, potrebbe comportare una qualche lungaggine o inefficienza nello *screening* delle operazioni potenzialmente pregiudizievoli. Secondariamente, non trascurabile è l'inclusione anche dei Paesi dell'Unione Europea tra i soggetti che potrebbero essere colpiti dai poteri speciali attribuiti allo Stato: evidente è che, soprattutto in questo caso, l'utilizzo del veto potrà essere posto in essere solo in casi di operazioni palesemente e fortemente predatorie, dovendo lo Stato tener conto, nella sua valutazione, anche di complesse istanze di natura geo-politica. Infine, il ristretto orizzonte temporale di operatività della misura rischierebbe di rendere l'efficacia dell'argine a scalate ostili molto ridotta.

Il suggerimento è, dunque, quello di valutare l'affiancamento dello strumento del voto maggiorato a questa prima misura: potendo, tra l'altro, essere inserito negli statuti di tutte le società quotate, indipendentemente dal settore in cui operano, esso consentirebbe protezione più ampia alle imprese nostrane contro *takeover* ostili. Per perseguire efficacemente questo obiettivo, sarebbe opportuno, dunque, anzitutto consentire alle società l'accesso alla maggiorazione del voto tramite vie semplificate, proprio in ragione dell'eccezionalità del momento: si potrebbe pensare, allora, al ritorno del regime transitorio e al conferimento di detto potere ad un'assemblea ordinaria che deliberi, anche in prima convocazione, a maggioranza semplice dei presenti; addirittura, si potrebbe immaginare una delega eccezionale al consiglio di amministrazione sull'adozione (all'unanimità) della clausola del voto maggiorato in ragione del fatto che, da un lato, esso è l'organo più informato sulle correnti

dinamiche del mercato in cui la società opera e, dall'altro, trattandosi di società quotate, l'adozione del voto di lista (che assicura la presenza nel *board* anche di amministratori "di minoranza") garantisce la rappresentatività della compagine sociale tutta. Perché sia effettivamente utile allo scopo, si potrebbe altresì prevedere che la maggiorazione scatti immediatamente al momento dell'introduzione dello strumento per gli azionisti che siano in grado di dimostrare il possesso continuativo del titolo da (almeno) due anni; la normativa attuale, invece, richiede che, all'introduzione della clausola in statuto, la società debba istituire un apposito registro, a cui gli azionisti possono scegliere di iscriversi, e che solo dal momento dell'iscrizione decorra il computo del periodo "di fedeltà" richiesto per l'attribuzione del voto doppio. Infine, la previsione di una *sunset clause*, nei termini sopra descritti, garantirebbe l'esaurirsi dei "poteri speciali" conferiti ai soci fedeli una volta ristabilito l'ordinario corso del mercato.