

Università degli Studi di Napoli “Parthenope”

Dipartimento di Studi Aziendali ed Economici

Corso di Dottorato in Economics, Management and Accounting

XXXVIII Ciclo

“Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell’economia”

Anno 2024/2025

Autore: Monica Esposito

Tutor: Prof. Diego Rossano

Coordinatore: Prof.ssa Rosaria Rita Canale

INDICE

Capitolo I – La genesi del *golden power* nella prospettiva del diritto pubblico dell'economia

- 1.1 I *golden powers*: origini, *ratio* ed evoluzione storica
 - 1.2 Bilanciamento tra gli interessi in gioco
 - 1.3 Genesi ed evoluzione della *golden share*
 - 1.4 La “*partecipazione*” dorata
 - 1.4 Il vaglio delle Istituzioni europee
 - 1.5 Il superamento della *golden share* e l’affermazione dei poteri speciali dello Stato
-

Capitolo II – La natura del *golden power*

- 2.1 I *golden powers* tra diritto interno e vincoli europei
 - 2.2 Dalla *golden share* al *golden power*: il confronto
 - 2.3 *Golden powers* e libertà fondamentali del mercato interno europeo
 - 2.4 Presupposti applicativi
 - 2.5 *Foreign direct investment* e Regolamento (UE) 2019/452
 - 2.6 La compatibilità dell’istituto con il profilo societario
 - 2.7 L’evoluzione dei poteri speciali in periodo emergenziale e *post* emergenziale
 - 2.8 Rapporti con altre discipline
-

Capitolo III – *Golden Power* e infrastrutture critiche: il caso UniCredit / Banco BPM

- 3.1 *Golden power* ed infrastrutture finanziarie
- 3.2 Introduzione e inquadramento del caso UniCredit / Banco BPM
- 3.3 Ricostruzione fattuale e giuridica della sentenza
- 3.4 La decisione del TAR Lazio
- 3.5 Profili giuridici
- 3.6 Conclusioni e spunti critici

INTRODUZIONE

La disciplina dei poteri speciali nei settori strategici dell'economia nazionale – comunemente identificata con l'espressione *golden power* – rappresenta oggi un nodo cruciale del diritto pubblico dell'economia, al crocevia tra esigenze di tutela dell'interesse nazionale, vincoli derivanti dall'ordinamento dell'Unione europea e dinamiche proprie del mercato globale.

Nel corso dell'ultimo decennio, tale disciplina si è progressivamente consolidata all'interno di un sistema giuridico articolato, che si colloca all'intersezione tra diritto amministrativo, diritto europeo e diritto dell'economia, assumendo i tratti di un paradigma di intervento pubblico selettivo all'interno del mercato, fondato su un delicato bilanciamento tra libertà economiche, sovranità statale e protezione degli interessi strategici.

In tale contesto, il decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, recante “*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 comunicazioni*”, convertito con modificazioni dalla legge 11 maggio 2012, n. 56, segna un punto di svolta nella disciplina dell'intervento statale nei settori strategici dell'economia, introducendo un nuovo quadro normativo in materia di poteri speciali sugli assetti societari.

Tale intervento legislativo ha risposto all'esigenza di adeguare l'ordinamento interno alle istanze provenienti dal diritto dell'Unione europea, superando definitivamente il precedente modello incentrato sulle cc.dd. *golden shares*, ritenuto incompatibile con le libertà fondamentali del mercato unico.

In tal senso ha giocato un ruolo preponderante anche la giurisprudenza della Corte di giustizia, la quale ha decretato l'abbandono di un modello di matrice privata che veniva riconosciuto e disciplinato negli statuti delle società, quali atti di diritto privato espressione dell'autonomia negoziale (*i.e.*, azione dorata) ad un nuovo articolato sistema di poteri che, invece, trova fondamento nel diritto pubblico, e cioè in atti normativi che sono espressione degli organi politici (*i.e.*, poteri speciali).

Tale nuovo impianto si fonda, dunque, su un sistema di controllo *ex post* volto a monitorare e, se necessario, condizionare operazioni potenzialmente lesive degli interessi nazionali nei settori della difesa, della sicurezza e in quelli a rilevanza strategica come energia, trasporti e comunicazioni.

Per *golden powers* si intendono, come noto, i poteri che consentono allo Stato nazionale di intervenire in specifiche operazioni all'interno di settori strategici. Mediante tali poteri speciali, i governi nazionali, al ricorrere di precisi presupposti, possono esercitare misure di veto e/o imporre specifiche prescrizioni e/o condizioni ad operazioni potenzialmente lesive per gli interessi dello Stato. Tale materia risulta esser connotata dai caratteri dell'attualità, complessità e transnazionalità, a dimostrazione del crescente ruolo dei poteri speciali nella protezione degli *asset*, che impone nuove riflessioni sul bilanciamento tra l'esigenza di attrarre capitale estero e la tutela degli interessi nazionali.

A livello europeo, degno di attenzione è il regolamento (UE) 2019/452, istitutivo di un quadro di cooperazione tra gli Stati membri per il controllo sugli investimenti esteri diretti, alla luce dei principi di proporzionalità e di cooperazione informativa.

Da tali premesse origina il presente elaborato, che intende offrire una panoramica puntuale della normativa di riferimento, esaminandone le origini, l'evoluzione normativa e l'applicazione concreta nel contesto nazionale. Dopo una prima ricostruzione dei fondamenti teorici dei poteri speciali, il

presente lavoro esplorerà i tratti di interazione tra il *golden power* e i principi dell'ordinamento europeo (e.g., libertà di impresa e tutela della concorrenza) nonché i profili di compatibilità tra lo stesso e il diritto dell'Unione europea, in particolar modo con la libertà di circolazione dei capitali e con la libertà di stabilimento.

In conclusione, l'ultimo capitolo si propone di studiare l'estensione della disciplina in esame anche a banche, imprese assicuratrici e altri intermediari finanziari, analizzando in chiave critica le tematiche sottese alla contemporanea presenza di strumenti di scrutinio politico e di vigilanza tecnica in ambito finanziario.

Dopo aver passato in rassegna il delicato rapporto fra intervento pubblico in economia e sviluppo delle istituzioni finanziarie, il contributo mette a fuoco l'esercizio del *golden power* italiano sull'offerta pubblica di scambio (OPS) di UniCredit S.p.A. per Banco BPM S.p.A., bloccata dal governo italiano con sentenza del TAR Lazio, sez. I, 12 luglio 2025, n. 13748.

Capitolo I

La genesi del *golden power* nella prospettiva del diritto pubblico dell'economia

1.1 I *golden powers*: origini, *ratio* ed evoluzione storica

La disciplina dei poteri speciali nei settori strategici dell'economia nazionale, comunemente identificata con il termine *golden power*, si configura oggi come un nodo fondamentale del diritto pubblico dell'economia, in cui convergono l'esigenza di tutela dell'interesse nazionale, i vincoli derivanti dall'ordinamento dell'Unione europea e le logiche proprie del mercato globale.

Tale disciplina si è progressivamente consolidata in un sistema giuridico complesso, collocato all'incrocio tra diritto amministrativo, diritto europeo e diritto dell'economia. Essa rappresenta un paradigma di intervento pubblico selettivo nell'economia di mercato, fondato su un delicato bilanciamento tra libertà economiche, sovranità statale e protezione dell'interesse nazionale ⁽¹⁾.

L'intervento pubblico nell'economia presenta oggi forme inedite rispetto a quelle sperimentate a cavallo del nuovo millennio. Invero, le politiche pubbliche affermatesi in Europa dagli anni novanta, orientate alla difesa della concorrenza, alla privatizzazione delle aziende statali e alla liberalizzazione dei mercati, stanno oggi conoscendo una fase di arresto, riconducibile principalmente a due motivi fondamentali.

Per un verso, il tema dello stato dell'Unione: i cittadini europei ripongono, sempre più, meno fiducia nei riguardi delle Istituzioni europee, aprendo i margini a tentazioni nazionalistiche da parte dei decisori nazionali; per altro verso, la previgente fase emergenziale causata prima dalla pandemia da Covid-19, poi – senza soluzione di continuità – dalla guerra in Ucraina, ha determinato una nuova centralità dello Stato, la cui presenza nel mercato si è fatta sempre più intrusiva, e meno neutrale.

Ebbene, in un così delineato contesto si innesta la disciplina dei *golden powers* ⁽²⁾.

L'istituto dei cc.dd. *golden powers* rappresenta l'intervento del potere pubblico nel mercato di maggior successo dell'attuale momento storico (una *species* dunque nel più ampio *genus* delle funzioni di controllo tipiche dell'ordinamento amministrativo nazionale) ⁽³⁾.

Come noto, i *golden powers* indicano infatti i poteri che permettono ai governi nazionali di intervenire in specifiche operazioni all'interno di settori strategici. Mediante tali poteri speciali i medesimi governi, in presenza di taluni requisiti, possono imporre un veto e/o specifiche prescrizioni a operazioni che potrebbero costituire una minaccia per gli interessi nazionali al precipuo fine di salvaguardare gli assetti proprietari delle società attive in settori strategici per l'economia ⁽⁴⁾.

Il *golden power*, così definito, rinviene la propria *ratio* nel concetto di *sicurezza nazionale*, termine che, del resto, viene più volte menzionato nel decreto legge introduttivo 15 marzo 2012, n. 12,

⁽¹⁾ ARGIOLAS, *Ratio dell'istituto e sua evoluzione normativa*, in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, in Cazzato-Fiorentino (a cura di), 2025, pp. 47 ss.

⁽²⁾ BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Giappichelli, Torino, 2023, p.1.

⁽³⁾ L. V. SALAMONE-G. PACIFICO, *La disciplina giuridica dei poteri speciali dello Stato sugli assetti societari e i trasferimenti tecnologici nei settori strategici alla luce del decreto-legge n. 23/2020 (c.d. "Decreto liquidità") e dei dd.p.c.m. 18 dicembre 2020, n. 179 e n. 180*, in *Il diritto amministrativo*, consultabile all'indirizzo https://www.ildirittoamministrativo.it/disciplina-giuridica-poteri-speciali-Stato-assetto-societari-trasferimenti-tecnologici-settori-strategici-decreto-legge-23-2020-Decreto-liquidita%C3%A0-dpcm-2020-179-180/ed741#_ftn3.

⁽⁴⁾ FORTUNA, *L'espansione della disciplina e dei casi di applicazione dei golden powers nella dimensione europea e italiana tra crisi pandemica, eventi geopolitici e cybersecurity*, in *Rivista di diritti comparati*, 1/2025, p. 157.

convertito, con modificazioni, nella legge 11 maggio 2012, n. 56, più volte modificato e integrato. Trattasi di una locuzione, insieme ad altre altrettanto ricorrenti (quale quella di *ordine pubblico*), non perfettamente definibile dal punto di vista giuridico. Questa, infatti, compare in svariati testi normativi nonché in numerosi settori del diritto, senza risultare tuttavia univocamente circoscrivibile. Un primo tentativo di delimitarne il perimetro definitivo si rinviene per la prima volta nella giurisprudenza della Corte costituzionale che, al fine di ripartire le competenze tra Stato e regioni, riconduce ad “*interessi pubblici primari*” “*non qualsiasi interesse pubblico, alla cui cura siano preposte le pubbliche amministrazioni, ma soltanto quegli interessi essenziali al mantenimento di una ordinata convivenza civile*” (Cfr. Corte cost., sent. 25 febbraio 1998, n. 218 e sent. 25 luglio 2001, n. 290) ⁽⁵⁾.

Infatti, la *ratio* dei *golden powers* e, con essa dunque la stessa nozione di *sicurezza nazionale*, denota un carattere spiccatamente progressivo oltre che polivalente e talvolta confrontabile con altre politiche pubbliche affini (come meglio specificato *infra*).

Tutte queste istanze sono state recepite dal sopracitato decreto legge 15 marzo 2012, n. 12, recante “*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 comunicazioni*”, convertito con modificazioni dalla legge 11 maggio 2012, n. 56, determinando il passaggio da un sistema basato sulle c.d. *golden shares* – incompatibile con il diritto dell’Unione europea – ad un modello di controllo *ex post* su operazioni rilevanti.

La Corte di Giustizia ha avuto, in *subiecta materia*, un ruolo preponderante in vista dell’abbandono del modello precedente, statuendo che l’attribuzione di poteri speciali al Governo quando non giustificata da principi di proporzionalità ed esigenze imperative rappresenta un *breach* alla libera circolazione dei capitali. La giurisprudenza della Corte di Giustizia ha così spianato la strada ad una riformulazione necessaria di suddetti strumenti di intervento statale, culminata poi nell’adozione del sopra menzionato d.l. n. 12/2012.

⁽⁵⁾ Più in generale, si v. CAIA, *L’ordine e la sicurezza pubblica*, in S. Cassese (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, I, II ed., Milano, Giuffrè, 2003, pp. 281 ss.; MEOLI, *Ordine e sicurezza pubblica*, in Clarich-Fonderico (a cura di), *Dizionario di diritto amministrativo*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2007, pp. 454 ss.

1.2 Bilanciamento tra gli interessi in gioco

Lo strumento dei *golden powers* è frutto di un articolato percorso di sviluppo delle competenze speciali, nato da un complesso dialogo tra le Istituzioni europee e quelle italiane⁽⁶⁾. Come in ogni strumento di controllo sugli investimenti, le autorità pubbliche si trovano costantemente a dover individuare un equilibrio tra due interessi contrapposti, l'uno antagonista all'altro⁽⁷⁾.

Uno dei principali interessi in gioco è rappresentato dalla necessità di attrarre capitali esteri, incentivando l'ingresso di investimenti provenienti da altri Paesi. Tali flussi finanziari, infatti, rappresentano un indice dell'efficienza del mercato dei capitali e costituiscono una fonte significativa di risorse – economiche, tecnologiche e professionali – per l'intero Paese. Essi svolgono un ruolo cruciale nel promuovere lo sviluppo economico e la crescita, migliorano la produttività, stimolano l'innovazione nei settori industriali e rafforzano la competitività delle imprese italiane sui mercati internazionali⁽⁸⁾. Questo obiettivo è condiviso a livello globale da tutte le nazioni, ma assume un'importanza ancora maggiore per l'Italia, che da tempo viene percepita come una destinazione poco attrattiva per gli investitori stranieri. Non sorprende, infatti, che il nostro Paese registri da anni un saldo negativo tra capitali in uscita e capitali in ingresso. L'urgenza di incentivare gli investimenti esteri è acuita dalla particolare condizione economica italiana: un debito pubblico elevato e le difficoltà derivanti da ripetute fasi di crisi economico-finanziaria, a partire da quella del 2008, rendono tali investimenti una leva strategica per la tenuta del tessuto produttivo nazionale. In particolare, il capitale estero può rappresentare un'opportunità concreta per sostenere le imprese in difficoltà e rilanciare l'innovazione industriale.

Queste riflessioni risultano ancora più attuali alla luce delle recenti crisi che hanno colpito l'economia globale e, in modo particolare, quella italiana: la pandemia da COVID-19, seguita dal rincaro dei costi energetici e delle materie prime, e altresì dal conflitto tra Russia e Ucraina.

In questo contesto, l'apporto degli investimenti stranieri potrebbe rivelarsi decisivo per la sopravvivenza e il rilancio di molte piccole e medie imprese duramente colpite da tali eventi.

L'interesse ad attrarre capitale estero, di cui è portavoce lo Stato, si bilancia con altri numerosi interessi. *In primis*, con l'interesse generale, di cui è titolare la comunità nazionale, di usufruire di una economia più florida. *In secundis*, suddetto interesse pubblico può coincidere con gli interessi di (i) le imprese, per le quali l'investimento può costituire un'entrata economica significativa e, in certi casi, uno strumento per “ritornare in salute”; (ii) i lavoratori di dette imprese, per i quali l'investimento può rappresentare la giusta strada per potenziare la propria occupazione lavorativa; (iii) i soci delle imprese stesse, per i quali la cessione della propria partecipazione potrebbe garantire una nuova *governance* più efficace ed efficiente; (iv) i creditori della società acquisita, per i quali l'investimento sull'impresa debitrice potrebbe soddisfare con maggiore probabilità il rispettivo

⁽⁶⁾ R. ARCANO-G. GALLI-I. MAROCCIA-G. TURATI, *Il golden power e i rischi per il funzionamento dei mercati*, in OCPI, 2 agosto 2023, p. 1.

⁽⁷⁾ L. MASOTTO, *Il golden power alla prova del procedimento e del processo amministrativo*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 5, 2022, p. 663.

⁽⁸⁾ Cfr. A. SACCO GINEVRI, *Commentaries and cases on Italian business law*, Padova, 2021 con specifico riferimento al caso NTV S.p.A. (Nuovo Trasporto Viaggiatori spa), attivo nel settore del trasporto ferroviario ad alta-velocità con il treno Italo e in concorrenza con Trenitalia S.p.A., per diversi anni in crisi, è stato protagonista di una grande operazione di investimento che nel 2019 ha permesso alla stessa NTV S.p.A. di “invertire la rotta”, e divenire un gruppo economicamente più solido, grazie al fondo americano Global Infrastructure Partners III.

credito; e (v) le imprese investitrici, orientate a massimizzare i propri guadagni attraverso l'acquisizione di quote in società operanti in settori ritenuti strategici a livello nazionale.

Antagonista a tutto quanto precede è il secondo interesse in gioco, volto, questa volta, a tutelare gli obiettivi nazionali perseguiti dai pubblici poteri nel contesto dei settori ritenuti strategici da investimenti esteri considerati più pericolosi. In via esemplificativa, tali investimenti possono rappresentare un rischio per la sicurezza nazionale qualora celino l'intento di appropriarsi del *know-how* industriale e commerciale o di attrarre capitale umano. Questo pericolo è particolarmente rilevante nel caso di imprese italiane attive nei settori della *difesa* e della *sicurezza*, le quali detengono, spesso in via esclusiva, informazioni riservate di elevatissimo valore economico e strategico, nonché personale altamente specializzato, difficilmente sostituibile. Inoltre, dette transazioni rischiano di pregiudicare la sicurezza nazionale ove l'operatore economico straniero acquisisca imprese nazionali operanti nelle *public utilities*, aggiudicandosi, in questo modo, la gestione di infrastrutture nazionali che riservano un rilevante valore strategico per il Paese.

In tali circostanze, ad esempio, v'è il rischio che l'investitore straniero che eroghi servizi essenziali, lo faccia in maniera non conforme all'interesse pubblico o, nel caso delle comunicazioni elettroniche, possa carpire informazioni e/o raccogliere dati sensibili e strategici.

Ciò posto, l'interesse a difendere obiettivi nazionali sottesi ai settori strategici, così come all'interesse ad attrarre capitali stranieri, acquista in Italia una significativa risonanza. Proprio l'Italia, fortemente colpita nel tempo da crisi economiche — spesso originate da eventi di natura finanziaria, sanitaria o bellica — ha progressivamente assistito a un indebolimento del proprio tessuto industriale. Durante tali fasi di crisi, caratterizzate da una marcata instabilità dei mercati, molte imprese nazionali hanno subito un calo di valore, divenendo così maggiormente attrattive per investitori esteri. Questo ha alimentato timori crescenti circa il rischio di acquisizioni ostili, mosse da intenti speculativi o predatori, soprattutto nei confronti di aziende attive in settori strategici. Alla luce di tali preoccupazioni, si evidenzia la necessità di attuare forme di controllo sugli investimenti stranieri, al fine di evitare che operazioni di acquisizione in ambiti cruciali per il Paese determinino cambiamenti nella *governance* o influenze nella gestione societaria tali da compromettere gli interessi nazionali. Tale esigenza deve tuttavia essere bilanciata con l'obiettivo di attrarre capitali esteri, indispensabili per lo sviluppo economico.

Una volta individuati gli interessi coinvolti, e riconosciuto che non vi è tra di essi una gerarchia prestabilita che ne definisca uno come prioritario e l'altro come secondario, si pone costantemente, per le Istituzioni pubbliche, la necessità di ricercare un equilibrio adeguato tra i due; tale esigenza si manifesta sia sul piano normativo, sia su quello amministrativo ⁽⁹⁾.

Dunque, alla predetta esigenza di trovare un necessario temperamento tra l'interesse economico ad assicurare un mercato interno basato sulla libera circolazione dei capitali e attrarre investimenti esteri, anche da paesi stranieri, con altri rilevanti interessi, come quello relativo alla sicurezza e all'ordine pubblico, risponde la disciplina in materia dei poteri speciali (c.d. *golden power*), di cui al decreto-legge n. 21 del 2012, la quale permette – in presenza di precisi presupposti – di condizionare ad un potere di veto o di specifiche prescrizioni quelle operazioni in grado di minacciare interessi

⁽⁹⁾ L. BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, 2023, pp. 8 ss.

essenziali dello Stato, così tutelando gli assetti proprietari delle società attive in settori strategici per l'economia nazionale da possibili scalate ostili ⁽¹⁰⁾.

⁽¹⁰⁾ R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *Federalismi*, 2022, p. 2.

1.3 Genesi ed evoluzione della *golden share*

L'analisi dei *golden powers* esige, in via preliminare, una breve ricostruzione del contesto storico e normativo in cui tali prerogative si sono affermate. Questo scenario prende forma nel periodo delle privatizzazioni che hanno interessato l'Europa tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90, nonché nelle diverse risposte adottate dai singoli Stati europei (*i.e.*, Regno Unito, Francia e Italia). L'esame comparato delle normative che disciplinano l'intervento pubblico nell'economia e l'esercizio dei poteri speciali negli ordinamenti esteri consente di individuare sia elementi comuni che significative differenze rispetto al sistema italiano, sia nel passato che nella sua configurazione attuale ⁽¹¹⁾.

Anzitutto è bene rilevare come il modello economico alla base dell'istituto dei poteri speciali nei settori strategici sia stato rappresentato, in origine, dal fenomeno della privatizzazione delle imprese pubbliche ⁽¹²⁾. Con il termine "privatizzazione" si fa riferimento, in termini generali, al processo con cui si è realizzata la sostituzione del regime di diritto pubblico con quello di diritto privato, con riguardo a soggetti, attività e beni pubblici ⁽¹³⁾. Come noto, il ventesimo secolo è stato, in gran parte, dominato dalla imponente presenza dello Stato nell'economia italiana, affermandosi così la figura del c.d. "Stato-imprenditore"; con tale intendendosi un modello statale caratterizzato da un ampio intervento diretto nell'economia, realizzato attraverso un sistema di partecipazioni pubbliche in numerose imprese operanti nella produzione e nell'erogazione di beni e servizi. Questo assetto istituzionale si fondava sull'attività di due Comitati interministeriali, il CIPE e il CIPI, e sul ruolo centrale del Ministero delle Partecipazioni Statali. Quest'ultimo era incaricato di coordinare e sorvegliare l'attività degli enti preposti alla gestione delle partecipazioni pubbliche, configuranti come enti pubblici economici con funzione di *holding* finanziaria, quali IRI, ENI ed EFIM ⁽¹⁴⁾. Tale modello, che per diversi decenni ha rappresentato il fulcro dell'intervento pubblico nell'economia italiana, ha progressivamente perso rilevanza a partire dagli anni ottanta, anche per effetto della crescente incidenza del diritto comunitario – in un'epoca in cui ancora non si parlava di Unione Europea – sugli ordinamenti interni.

L'affermazione del principio di concorrenza, veicolato attraverso le libertà fondamentali del mercato unico europeo, unita al riemergere di ideologie orientate a una riduzione del ruolo dello Stato in economia, ha condotto al definitivo superamento dello Stato imprenditore, sostituito da un modello ispirato alla logica dello "Stato regolatore" ⁽¹⁵⁾. Lo Stato si fa pertanto regolatore dei settori economici, mediante anche l'intervento delle Autorità indipendenti, senza incidere più in maniera diretta nel mercato, ma lasciando che le imprese operino in concorrenza tra loro. Vengono così intraprese politiche di liberalizzazione, intese a favorire l'apertura dei mercati, mediante la dismissione e la privatizzazione ⁽¹⁶⁾ di molte imprese gestite direttamente dai pubblici poteri. La

⁽¹¹⁾ J. FORTUNA, *L'espansione della disciplina e dei casi di applicazione dei golden powers nella dimensione europea e italiana tra crisi pandemica, eventi geopolitici e cybersecurity*, in *Rivista di Diritti Comparati*, 1/2025, p. 159.

⁽¹²⁾ S. CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato?*, in G. MARASÀ (a cura di), *Profili giuridici delle privatizzazioni*, Torino, 1998, pp. 5-9.

⁽¹³⁾ S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Laterza Editori, Roma-Bari, 2004; F. MARCONI, *L'intervento pubblico nell'economia e il mutevole ruolo dello Stato: il nuovo golden power tra competizione geopolitica e valutazioni economico-strategiche*, in *Federalismi*, 20/2021, p. 41.

⁽¹⁴⁾ Cfr. M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo, Il Mulino*, Bologna, 2022, pp. 343 ss.

⁽¹⁵⁾ M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo, Il Mulino*, Bologna, 2022, pp. 28 ss.

⁽¹⁶⁾ Sul processo di privatizzazione si v. L. BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, 2023, pp. 63 ss.

creazione del mercato europeo, il divieto degli aiuti di Stato, il divieto di discriminazioni imposto dalla Comunità europea ed il principio di eguale trattamento delle attività economiche private e pubbliche hanno reso così possibile l'ondata delle privatizzazioni degli anni '90 ⁽¹⁷⁾. Ebbene, parallelamente al processo di privatizzazione sostanziale ⁽¹⁸⁾ delle imprese pubbliche operanti in settori di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, viene introdotto un meccanismo volto a garantire allo Stato specifici poteri di intervento nelle società oggetto di dismissione: la cosiddetta "golden share" (o azione d'oro).

Tale espressione suole indicare "qualsiasi struttura giuridica, applicabile alle singole imprese, che conserva o contribuisce a mantenere l'influenza dell'autorità pubblica su tali società" ⁽¹⁹⁾ ed è stata utilizzata originariamente nel Regno Unito, che – nelle dismissioni considerate *strategiche* – si riservava poteri speciali in assemblea mediante l'attribuzione di una azione d'oro. Tale azione d'oro consentiva allo Stato di godere di diritti maggiori di quelli derivanti dalle comuni azioni ⁽²⁰⁾.

Il modello britannico è stato il precursore in Europa sui poteri di intervento nelle società private, pertanto risulta conveniente ai fini del presente lavoro partire con l'analisi di quest'ultimo.

In primo luogo, la *golden share* britannica non si inserisce in un quadro normativo sistematico, ma deriva da disposizioni specifiche contenute negli statuti delle società precedentemente partecipate dallo Stato ⁽²¹⁾, assumendo così natura tipicamente privatistica quale strumento di controllo ⁽²²⁾. Il Regno Unito aveva così previsto un modello ove l'azionista pubblico, successivamente alla privatizzazione, era considerato come un "azionista privilegiato" (c.d. *special shareholder*), dotato, in quanto tale, di specifici poteri di intervento, delineati a seconda delle esigenze del caso concreto ⁽²³⁾.

In particolare, l'incidenza statale si manifestava mediante un intervento sui meccanismi assembleari e sul principio del "one share one vote", nonché attraverso il concetto di "relevant person".

La prima forma di esercizio del potere, nota come *built-in majority*, si concretizzava nell'assegnazione allo *special shareholder* di un voto aggiuntivo rispetto al complesso delle azioni detenute dagli altri soci, garantendogli così la prevalenza su specifiche deliberazioni. A ciò si aggiungeva il diritto di convocare l'assemblea straordinaria, nella quale era parimenti assicurata tale maggioranza.

⁽¹⁷⁾ S. CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, n.3/1996, pp. 579 ss.; R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, pp. 77 ss.

⁽¹⁸⁾ Alla prima fase di privatizzazione c.d. formale, caratterizzata dalla trasformazione degli enti pubblici economici in società per azioni comunque sottoposte a controllo pubblico, fece seguito la privatizzazione c.d. sostanziale con la dismissione delle quote azionarie delle imprese pubbliche e conseguente privatizzazione del relativo assetto proprietario, attraverso il trasferimento della proprietà/controllo dalla mano pubblica a quella privata. Cfr. R. GAROFOLI, *Le privatizzazioni degli enti dell'economia*, Milano, 1998, pp. 210 ss.; F. BONELLI-M. ROLI, voce *Privatizzazioni*, in *Enc. dir.*, aggiornamento, Milano, 2000, pp. 999 ss.; F. MARCONI, *L'intervento pubblico nell'economia e il mutevole ruolo dello Stato: il nuovo golden power tra competizione geopolitica e valutazioni economico-strategiche*, in *Federalismi*, 20/2021, p. 41.

⁽¹⁹⁾ Si v. per tale definizione la Corte di Giustizia 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione v. Germania*, in *Racc.*, I-8995, p.to 72.

⁽²⁰⁾ J. RICHARDSON-G. DUELDY-C. VENZO, *Le privatizzazioni in Gran Bretagna: innovazione di successo e implementazione difficile?*, in *Stato e Mercato*, 1996, n. 47, pp. 235-269.

⁽²¹⁾ G. SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contratto e impresa / Europa*, 2, 2015, p. 628 e ss.

⁽²²⁾ G. LOMBARDO, voce *Golden Share*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1998, XVII, p. 4.

⁽²³⁾ F. RIGANTI, *I golden powers italiani tra "vecchie" privatizzazioni e "nuova" disciplina emergenziale*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 4, 2020, pp. 869 e ss.

La seconda forma di esercizio del potere (c.d. *relevant person*) ⁽²⁴⁾ imponeva invece ai soci di determinate imprese di notificare eventuali partecipazioni superiori a soglie predeterminate al capitale sociale, nonché la dismissione delle azioni eccedenti una soglia dello stesso, con conseguente “sterilizzazione” dei diritti di voto inerenti alla parte di pacchetto azionario che eccedeva la soglia prestabilita nello statuto.

In Francia, parimenti, tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90, era stato avviato un processo di privatizzazione con conseguente dismissione di gran parte delle partecipazioni possedute dallo Stato all'interno di importanti imprese nazionali ⁽²⁵⁾. Si ricorda la legge n. 86-793 del 2 luglio 1986 ⁽²⁶⁾ che, al fine di preservare il controllo su tali imprese, aveva introdotto alcuni peculiari strumenti giuridici, tra i quali la c.d. *action spécifique* ed il meccanismo dei c.d. *noyaux durs* ⁽²⁷⁾, volti ambedue a garantire che lo Stato francese conservasse poteri di controllo all'interno delle società considerate di maggior rilevanza strategica.

Lo strumento di controllo statale di gran lunga più utilizzato era l'*action spécifique*, disciplinata dall'art. 10, comma 2, della legge n. 86-912, del 6 agosto 1986, che consentiva al Governo di esercitare specifici poteri all'interno delle società privatizzate, con il riconoscimento di peculiari diritti in capo all'azionista pubblico. La normativa prevedeva che suddetto strumento fosse disciplinato mediante uno specifico decreto ministeriale, relativamente ad alcune società e previo parere vincolante della *Commission des participations et des transferts* qualora vi fosse la necessità di proteggere interessi nazionali potenzialmente lesi dal processo di privatizzazione.

Emerge subito una prima distinzione con la *golden share* inglese: quest'ultima aveva natura contrattuale e statutaria, diversamente in Francia un'azione ordinaria della società veniva trasformata in un'*action spécifique* mediante un apposito atto normativo (i.e., decreto ministeriale) determinante i poteri esercitabili all'interno della società ⁽²⁸⁾.

In dettaglio, tali poteri speciali conferiti al Governo francese nelle imprese statali poi privatizzate erano sia di natura decisionale sia di carattere autorizzativo o organizzativo: a) il potere di esprimere, tramite il Ministero dell'Economia, il consenso preventivo al superamento di determinati tetti al possesso azionario da parte di uno o più azionisti, ciò per evitare l'assunzione di partecipazioni di controllo da parte di investitori esteri c.d. “indesiderati”; b) il potere di nominare rappresentanti statali all'interno del consiglio di amministrazione della società, ai quali però veniva negata la capacità di esprimere un voto deliberativo; c) il potere attribuito al Ministero dell'Economia di opporsi alle delibere di cessione di attivi da parte della società, qualora queste potessero ledere in qualche modo gli interessi nazionali; d) il potere di applicare sanzioni (quali il divieto di esercitare diritti di voto e l'obbligo di cedere i titoli entro tre mesi dal loro acquisto, pena la loro vendita coattiva) ai detentori di partecipazioni acquisite in maniera irregolare. Veniva inoltre prevista la possibilità di introdurre

⁽²⁴⁾ F. RIGANTI, *I golden powers italiani tra “vecchie” privatizzazioni e “nuova” disciplina emergenziale*, cit., pp. 873 e ss.

⁽²⁵⁾ G. SCARCHILLO, *op. cit.*, pp. 632 e ss.;

⁽²⁶⁾ Loi n. 86-793 du 2 juillet 1986 autorisant le Gouvernement à prendre diverses mesures d'ordre économique et social, sulla quale è in seguito intervenuta l'Ordonnance n. 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique

⁽²⁷⁾ P. BALZARINI, *Privatizzazione delle imprese pubbliche francesi: modalità e procedura d'attuazione*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 944 e ss.; F. Riganti, *I golden powers italiani tra “vecchie” privatizzazioni e “nuova” disciplina emergenziale*, cit., p. 875.

⁽²⁸⁾ Cfr. G. SCARCHILLO, *op. cit.*, p. 633.

poteri di controllo relativamente ad una specifica società da privatizzare, a fronte di particolari esigenze dettate dal caso concreto.

Una delle caratteristiche peculiari dell'*action spécifique*, così come prevista della legge n. 86-912, era la sua durata temporale fissata in massimo cinque anni; la successiva riforma del 1993 ⁽²⁹⁾ ne aveva modificato l'estensione temporale da predeterminata ad indefinita, riservando al Ministro dell'Economia l'opportunità di trasformare in qualsiasi momento tale *action* in azione ordinaria.

La rimozione del limite temporale, insieme alle ulteriori modifiche introdotte dalla legge del 1993 al sistema dell'*action spécifique*, ha avuto un impatto significativo anche sulla successiva pronuncia di condanna da parte della Corte di Giustizia dell'Unione Europea ⁽³⁰⁾ in merito alla legittimità di tale strumento. Analogamente a quanto accaduto con la *golden share* britannica, la Corte ha censurato l'adozione dell'*action spécifique* da parte della Francia. Già nel 1999, infatti, la Commissione europea aveva inviato al governo francese una lettera di messa in mora, evidenziando l'incompatibilità con il diritto comunitario delle previsioni contenute nel decreto n. 93-1298 del 13 dicembre 1993, con cui era stata introdotta una *action spécifique* nella compagnia petrolifera Société nationale Elf Aquitaine. Di fronte a tale contrasto, la Corte di Giustizia, nel giugno 2002, ha dichiarato la non conformità di questa misura all'interno di tali società rispetto all'ordinamento giuridico dell'Unione Europea ⁽³¹⁾.

Nell'ordinamento giuridico italiano, prerogative governative sostanzialmente simili a quelle previste nel Regno Unito e in Francia erano state introdotte con l'emanazione del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito nella legge 31 luglio 1994, n. 474, recante disposizioni finalizzate ad accelerare le procedure di alienazione delle partecipazioni detenute dallo Stato e da enti pubblici in società per azioni.

La *ratio* di tale meccanismo risiede nel fatto che determinati comparti dell'economia nazionale conservano, nonostante la privatizzazione, una connotazione di interesse strategico ⁽³²⁾. A sostegno di questa tesi si richiama il Rapporto redatto dalla Commissione presieduta da Carlo Scognamiglio e consegnato al Ministro del Tesoro Guido Carli il 7 novembre 1990, nel quale si afferma che «*in relazione all'opportunità di proteggere le imprese di interesse nazionale, non sembra essere venuto meno il ruolo ed il significato di un intervento pubblico*» ⁽³³⁾. L'articolo 2 del d.l. sopra citato prevedeva l'attribuzione al Ministero dell'Economia e delle Finanze una serie di poteri da esercitarsi di intesa con il Ministero delle Attività produttive. Tali poteri venivano attribuiti al Ministro in forza di apposite clausole inserite, con deliberazione dell'assemblea straordinaria, negli statuti delle società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato ed operanti in determinati settori (e.g., la difesa, i trasporti, le telecomunicazioni, le fonti di energia, e gli altri pubblici servizi).

Pertanto, venivano così riconosciuti al socio pubblico, attraverso specifiche previsioni dello statuto, poteri esorbitanti rispetto alla effettiva partecipazione posseduta, al punto tale che la *golden share*,

⁽²⁹⁾ Loi n. 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation, sulla quale è in seguito intervenuta l'Ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique.

⁽³⁰⁾ C-483/99, Commissione c. Francia (caso Elf-Aquitaine).

⁽³¹⁾ Sentenza della Corte di Giustizia del 4 giugno 2002. Commissione delle Comunità europee contro Repubblica francese. Inadempimento di uno Stato - Artt. 52 del Trattato CE (divenuto, in seguito a modifica, art. 43 CE) e 73 b) del Trattato CE (divenuto art. 56 CE) - Diritti connessi all'azione che conferisce poteri speciali (*golden share*) della Repubblica francese nella Société nationale Elf-Aquitaine. Causa C-483/99; J. FORTUNA, *op. cit.*, 162 e ss.

⁽³²⁾ A. ARESU, *Dalla golden share al golden power: la dimensione strategica*, in I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici, a cura di Giacinto della Cananea e Luigi Fiorentino, Editoriale Scientifica, 2020, pp. 63 ss.

⁽³³⁾ Ministero del Tesoro, Commissione per il riassetto del patrimonio mobiliare pubblico e per le privatizzazioni, Rapporto al Ministro del Tesoro, Roma, 7 novembre 1990, p.56.

anche in Italia, è stata qualificata come uno strumento privilegiato riconosciuto agli Stati per mantenere forme più o meno invasive di interferenza sulla gestione delle imprese che avessero subito il processo di privatizzazione.

È in questo contesto allora che lo Stato italiano viene descritto con l'espressione "*chameleon State*", ad indicare un modello istituzionale che, pur mutando formalmente pelle attraverso la privatizzazione delle imprese pubbliche, continua a esercitare un'influenza di natura pubblicistica su settori considerati strategici⁽³⁴⁾. Viene così affermandosi il nuovo istituto della *golden share*, ove lo Stato assume le vesti di azionista⁽³⁵⁾. Tale meccanismo prevedeva l'obbligo di inserire negli statuti delle società oggetto di dismissione una clausola che attribuiva allo Stato una partecipazione azionaria speciale – definita appunto "dorata" – dalla quale scaturivano specifici poteri di intervento, anche in assenza di una partecipazione di controllo⁽³⁶⁾.

Si tratta di un insieme piuttosto articolato di facoltà spettanti allo Stato, tendenzialmente prive di limiti temporali, inserite in disposizioni legislative e regolamentari concernenti la dismissione totale o parziale della partecipazione pubblica in società strategiche ovvero inserite all'interno degli statuti di queste ultime⁽³⁷⁾.

Considerata la pluralità di fattispecie sussumibili nella nozione di *golden share* sarebbe più corretto riferirsi al fenomeno in questione con il termine di "poteri speciali", utilizzato anche nella rubrica dell'art. 2 del d.l. 332/1994⁽³⁸⁾. Vale precisare, a tale riguardo, che nell'esperienza italiana non si richiede che vengano in concreto emesse e successivamente detenute dalla mano pubblica azioni ovvero classi o categorie di azioni che attribuiscono allo Stato uno o più poteri speciali.

Ne consegue che una delle caratteristiche principali della disciplina italiana era costituita da una forte discrezionalità in quanto questa disciplina non fissava criteri prestabiliti che determinavano le società in cui era possibile esercitare tali poteri, ma spettava al Governo, nella vece del Presidente del Consiglio con l'ausilio di altri diversi organi, individuare di volta in volta la società interessata⁽³⁹⁾. Inoltre la vera incongruenza della normativa italiana, atta a contraddistinguere il modello nazionale da quello inglese e francese, era dato dalla sua intensità. Ciò specialmente ove si consideri che la *golden share* italiana è del tutto svincolata da qualsivoglia possesso azionario, di talché i poteri dello Stato prescindono dalle azioni che possiede, ma vengono attribuiti per il solo fatto di essere Stato, con la conseguenza che lo stesso Stato ha la capacità di influenzare intensamente l'andamento e le decisioni strategiche della società pur non avendo la maggioranza in assemblea⁽⁴⁰⁾. Ciò dà

⁽³⁴⁾ F. MARCONI, *L'intervento pubblico nell'economia e il mutevole ruolo dello Stato: il nuovo golden power tra competizione geopolitica e valutazioni economico-strategiche*, in *Federalismi*, 2021, p. 41; cfr. M.P. MADURO, *The Chameleon State: EU law and the blurring of the private/public distinction in the market*, Firenze, 2010.

⁽³⁵⁾ R. GAROFOLI, *Il controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, a cura di Giulio Napolitano, Il Mulino, 2019, pp. 91 ss.

⁽³⁶⁾ J. FORTUNA, *op. cit.*, pp. 164-165.

⁽³⁷⁾ L. ARNAUDO, *A l'économie comme a la guerre. Note su golden power, concorrenza e geo-economia*, in *Mercato Concorrenza Regole*, Bologna, Anno XIX, Fasc. 3, dicembre 2017, p. 435 ss.

⁽³⁸⁾ T. BALLARINO-L. BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario. A proposito delle recenti sentenze della Corte comunitaria*, in *Rivista delle Società*, 1/2004, Milano, pp. 2 ss.

⁽³⁹⁾ G. SCARCHILLO, *op. cit.*

⁽⁴⁰⁾ L. SCIPIONE, *La «golden share» nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, *Diritto societario Opinioni*, 2010.

chiaramente evidenza di un forte squilibrio tra i poteri in capo all'azionista pubblico e quelli degli azionisti privati ⁽⁴¹⁾.

In conclusione, è possibile sintetizzare numerosi tratti comuni tra le discipline contemplate dai vari ordinamenti: *(i)* la costante presenza di tali previsioni in seno alla stagione delle privatizzazioni, con riguardo alle società considerate strategiche; *(ii)* l'assenza di qualsivoglia collegamento tra le prerogative attribuite allo Stato e il valore della partecipazione societaria da esso eventualmente detenuta; *(iii)* il contenuto di detti poteri, che prevede la possibilità di autorizzare preventivamente l'acquisto di partecipazioni rilevanti, opporsi all'adozione di alcune tipologie di delibere di particolare rilievo per la società, nominare uno o più membri dell'organo di amministrazione e/o di controllo, proibire la modificazione o la soppressione dell'atto attributivo di tali poteri; *(iv)* l'intento governativo di conservare una forte ingerenza nella gestione delle società strategiche privatizzate al precipuo fine di stigmatizzare l'ingresso nel capitale di soggetti stranieri, nell'ottica di proteggere i propri campioni nazionali, divenuti preda di acquisizioni ostili.

⁽⁴¹⁾ M. LO RE, *I poteri speciali dello Stato nei settori di rilevanza strategica e i nodi teorici essenziali per comprenderne il significato*, Il mulino, 2018.

1.4 La “partecipazione” dorata

Il processo di privatizzazione ha preso il via nel nostro Paese a partire dal 1992 in avanti⁽⁴²⁾. Alla fine del XX secolo, si è assistito infatti ad un processo di transizione da una gestione pubblicistica delle imprese ad una privatizzazione delle stesse, in vista della creazione di un mercato concorrenziale.

Il processo di privatizzazione italiano fu anzitutto caratterizzato da due fasi ben distinte tra loro. Una prima fase c.d. di tipo formale vide, attraverso l’emanazione della legge 29 gennaio 1992, n. 35 e della legge 8 agosto 1992, n. 359, la trasformazione dell’assetto giuridico degli enti di gestione pubblici in società per azioni. In detta prima fase rimase dunque invariato l’assetto proprietario, mantenendo il controllo maggioritario in capo allo Stato. La seconda fase fu invece di tipo c.d. sostanziale, iniziata con il d.l. 31 maggio 1994, n. 332 (Norma Ciampi), convertito con modificazioni dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, recante *Norme per l’accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni*. Tale legge, oltre a stabilire la disciplina dei poteri speciali, regolamentava altresì la modalità con cui lo Stato avrebbe potuto cedere le partecipazioni direttamente detenute.

In tale contesto, l’esigenza di tutelare gli interessi nazionali è stata soddisfatta dall’introduzione di poteri speciali riservati al Governo, in particolare per le imprese esercenti pubblici servizi⁽⁴³⁾.

L’art. 2 del d.l. n. 332/1994, istituyente la c.d. *golden share*, prevedeva una procedura articolata in grado di consentire allo Stato l’esercizio di una serie di prerogative sulle società oggetto di privatizzazione. Ai sensi del sopra menzionato articolo 2 il governo disponeva di specifici poteri speciali nelle società di servizio pubblico, in via temporanea e/o a tempo indeterminato. Il Ministro del tesoro, d’intesa con i Ministri del bilancio e della programmazione economica e dell’industria, del commercio e dell’artigianato, nonché con i Ministri competenti per settore – previa comunicazione alle competenti commissioni parlamentari – aveva la facoltà di proporre l’adozione di un Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri che individuasse le società partecipate direttamente e/o indirettamente dallo Stato operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi nei cui statuti doveva essere inserita un’apposita clausola contenente uno o più dei poteri speciali contenuti nella norma. Il tutto su deliberazione dell’assemblea straordinaria.

L’art. 2 disponeva dunque l’introduzione di tali poteri negli statuti delle società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato e attive nei settori della difesa, trasporti, telecomunicazioni, fonti di energie e degli altri servizi pubblici. Tali prerogative si sostanziano in una apposita clausola statutaria che attribuiva al Ministero del Tesoro la titolarità di uno o più dei poteri speciali da esercitarsi d’intesa con il Ministro del bilancio. Più in dettaglio, l’art. 2, lett. a), prevedeva che l’assunzione di partecipazioni rilevanti nel capitale di determinate società fosse subordinata al preventivo rilascio del gradimento da parte del Governo. Per “partecipazioni rilevanti” si intendevano quelle che rappresentavano almeno un ventesimo del capitale sociale, oppure una soglia inferiore eventualmente determinata con decreto del Ministro del Tesoro. In caso di diniego del gradimento o di mancata risposta da parte dell’amministrazione (silenzio-rigetto), le azioni costituenti la

⁽⁴²⁾ Si fa riferimento alle leggi n. 35 e 359 del 1992 e alla legge n. 474 del 1994.

⁽⁴³⁾ G. D’ALPA, *La golden share e i golden powers nel diritto europeo*, 2017, consultabile in www.sicurezzanazionale.gov.it.

partecipazione rilevante dovevano essere obbligatoriamente cedute entro il termine di un anno ⁽⁴⁴⁾. L'art. 2, lett. b), introduceva la facoltà per il Governo di esprimere il gradimento in merito alla conclusione di patti e/o accordi parasociali rappresentativi di almeno il 5% del capitale sociale con diritto di voto o la minore percentuale fissata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Ancora, la successiva lett. c) dello stesso art. 2 riservava al Governo la facoltà di esercitare il diritto di veto, di cui era titolare il Ministero del Tesoro, in relazione all'adozione di delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri di cui a questo articolo. Trattasi di delibere assembleari in grado di incidere sul regolare svolgimento dell'attività sociale delle società oggetto di privatizzazione, o comunque in grado di pregiudicare il potere speciale del Governo. Inoltre, un altro potere speciale riservato al Governo era previsto alla lett. d) concernente il potere di nominare almeno un amministratore o un numero di consiglieri non superiore ad un quarto e di un sindaco.

Il successivo comma 1-bis prevedeva poi che fosse lo stesso Ministro del Tesoro, di concerto con i Ministri del bilancio e della programmazione economica, dell'industria, del commercio e dell'artigianato, a fissare con decreto il contenuto della clausola statutaria attributiva dei poteri speciali.

Il comma 3, in conclusione, ampliava l'ambito di applicazione delle norme contenute nell'articolo anche alle società attive nel settore dei trasporti e in altri servizi di interesse pubblico, controllate direttamente o indirettamente da enti pubblici. A questi ultimi veniva riconosciuta sia la possibilità di individuare le società coinvolte sia quella di esercitare i poteri speciali previsti dal primo comma ⁽⁴⁵⁾. Premesso quanto precede, è bene rilevare come tale norma sia stata radicalmente modificata dalla legge n. 350/2003, anche in virtù delle statuizioni della Corte di Giustizia. Tale riforma ha infatti trasformato il potere di gradimento (di cui alla lett. a) e b)) in un potere di opposizione vincolato all'esistenza di un "*pregiudizio agli interessi vitali dello Stato*". È stata altresì prevista la possibilità di impugnare il provvedimento del potere di opposizione innanzi al TAR Lazio da parte del cessionario delle partecipazioni. Suddetta riforma ha inoltre interessato anche la lett. c), prevedendo l'introduzione di un obbligo di motivazione in capo al Ministero titolare del diritto di veto. Da ultimo, la l. n. 350/2003 ha completamente stravolto la formulazione della lett. d), ridimensionando il potere di nomina ivi previsto, limitandolo ora ad un solo consigliere, privo del diritto di voto.

Pertanto, in un così delineato contesto, il modello della *golden share* presentava caratteristiche proprie del diritto societario. Al socio pubblico venivano riconosciuti poteri speciali, attraverso clausole statutarie inserite mediante delibera dell'assemblea straordinaria, che non erano proporzionati alla partecipazione eventuale al capitale, ma che trovavano giustificazione nell'esistenza di rilevanti interessi pubblici ⁽⁴⁶⁾. A questo proposito, è particolarmente significativo osservare come il

⁽⁴⁴⁾ C. SAN MAURO, *La disciplina della golden share dopo la sentenza della Corte di Giustizia C-326/07*, in *Concorrenza e Mercato*, n. 1/2010, pp. 415 ss.

⁽⁴⁵⁾ Tali poteri speciali sono stati inseriti negli statuti di Eni S.p.A., STET S.p.A., Telecom Italia S.p.A., Finmeccanica S.p.A., Enel S.p.A. e Snam Rete Gas S.p.A. Cfr. 4 D.P.C.M. 5 ottobre 1995 e DD.MM. 5 e 16 ottobre 1995 e 1° aprile 2005; D.P.C.M. 21 marzo 1997 e DD.MM. 21 e 24 marzo 1997; D.P.C.M. 28 settembre 1999 e D.M. 8 novembre 1999; 7 D.P.C.M. 17 settembre 1999 e DD.MM. 17 settembre 1999 e D.M. 17 settembre 2004; D.P.C.M. 23 marzo 2006. Tali provvedimenti sono richiamati da C. SAN MAURO, *I golden powers tra legislazione e applicazione concreta*, in *ASTRID RASSEGNA* – N.15/2017.

⁽⁴⁶⁾ Cfr. F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contratto e impresa*, 1/2022, pp. 204 ss.

riconoscimento da parte dello Stato o degli enti pubblici di poteri societari che non dipendono dall'entità della partecipazione azionaria, o addirittura dalla stessa qualifica di azionista, rappresenti una deroga al principio capitalistico su cui si basa il funzionamento ordinario delle società di capitali. È infatti ampiamente condiviso che, nelle società di capitali, chi detiene una quota maggiore del capitale sociale, e quindi si espone a un rischio maggiore, abbia un potere superiore nel determinare le decisioni rispetto alla minoranza. In tal modo, si verificava l'effetto di una dissociazione fra proprietà e controllo dell'impresa, considerato che si assicurava al Governo una posizione di primazia nella conduzione di tali imprese, e cioè il sostanziale controllo, anche dopo che il processo di privatizzazione si fosse concluso ⁽⁴⁷⁾. Dal punto di vista teleologico, la *ratio* dell'istituto in parola si poteva rinvenire nella finalità di evitare che nei settori strategici dell'economia, si potesse configurare l'ipotesi di scalate ostili ⁽⁴⁸⁾, non desiderate dal Governo; da qui la scelta di riservare a quest'ultimo il controllo sulla conduzione delle imprese interessate. Pertanto, l'ondata di privatizzazioni degli anni '90 ha ridotto, ma non eliminato, l'interferenza dello Stato nelle società privatizzate ⁽⁴⁹⁾.

I vari modelli di *golden share* si ponevano d'altra parte in disallineamento anche con il progetto di un Mercato unico propugnato dall'Unione europea, il quale richiede la sottoposizione delle imprese pubbliche e delle imprese private alle medesime regole in tema di concorrenza. Sul punto è dunque intervenuta la Corte di giustizia a stigmatizzare le varie modalità di intervento individuate da quasi tutti i Paesi europei, *in primis* dall'Italia, individuando nel contempo i requisiti necessari perché l'intervento statale mediante i poteri speciali possa risultare compatibile con i principi di libera circolazione dei capitali e di stabilimento. I tratti di una *golden share* c.d. virtuosa possono così sintetizzarsi: (i) l'esistenza di un testo normativo preciso; (ii) un sistema di controllo statale successivo e non di autorizzazione preventiva; (iii) termini di tempo precisi per esporre l'opposizione; (iv) obbligo di motivare l'interferenza dello Stato; e (v) un controllo giurisdizionale effettivo ⁽⁵⁰⁾.

⁽⁴⁷⁾ Lo stesso giudice amministrativo ha affermato che l'azione dorata determinava un sostanziale controllo dello Stato; cfr. Tar Puglia, Lecce, sez. II, 23 settembre 2005, n.1295.

⁽⁴⁸⁾ R. MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e controllo sugli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Riv. comm. int.*, n. 3, 2018, p. 715.

⁽⁴⁹⁾ Cfr. A. COMINO, *Golden powers per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, n.5/2014, p. 1020.

⁽⁵⁰⁾ G. D'Alpa, *La golden share e i golden powers nel diritto europeo*, 2017, consultabile in www.sicurezza nazionale.gov.it.

1.5 Il vaglio delle Istituzioni europee

Come anticipato *supra*, la normativa sulla *golden share*, così come stabilita dalla legge originaria (l. n. 474/1994), ha attraversato un profondo processo di evoluzione a seguito delle sollecitazioni provenienti dalla Commissione europea. Vale precisare che l'esercizio dei poteri esercitabili, di tipo prettamente interdittivo non menzionava specifici presupposti applicativi ma si fondava su “*obiettivi nazionali di politica economica e industriale*” (cfr. art. 2).

Va da sé che la disciplina del 1994 era dichiaratamente finalizzata a perseguire finalità industriali ed economiche, anche se con riferimento a settori rilevanti affini alla pubblica sicurezza e agli interessi essenziali della comunità⁽⁵¹⁾. Per tale ragione, la disciplina in argomento è ben presto caduta sotto le scure della Corte di giustizia, ritenendola incompatibile con le norme del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (TFUE)⁽⁵²⁾; da qui una serie di interventi normativi volti a rendere suddetta disciplina in armonia con il quadro europeo.

Analogamente a quanto avvenuto nel diritto inglese e francese, anche gli interventi normativi riguardanti i poteri speciali hanno subito critiche dalla Corte di giustizia, la quale ha emesso diverse sentenze contro il legislatore italiano, rilevando come tali norme violassero due principi fondamentali del diritto comunitario: la libera circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento.

Il primo principio vieta qualsiasi restrizione ai movimenti di capitali tra gli Stati membri e tra Stati membri e paesi terzi, con l'obiettivo di favorire l'apertura dei mercati nazionali e attrarre investimenti esteri⁽⁵³⁾. Il secondo principio garantisce agli Stati membri il diritto di insediarsi in un altro paese dell'Unione per svolgere un'attività economica alle stesse condizioni degli operatori locali⁽⁵⁴⁾.

La Corte di Giustizia è intervenuta per la prima volta sul punto negli anni 2000, vagliando la compatibilità del diritto comunitario con il regime nazionale che consentiva al governo di incidere in maniera più o meno forte sugli assetti societari e sulla gestione delle imprese privatizzate, operanti nei settori strategici dell'economia⁽⁵⁵⁾.

La decisione del 23 maggio 2000, causa C-58/99, Commissione c. Italia, ha rappresentato il primo di una lunga serie di provvedimenti della Corte di Giustizia con riferimento ai poteri speciali in Italia. Nel caso in questione, si è ritenuto che la disciplina in materia di *golden share* fosse incompatibile con le disposizioni del Trattato CE in materia di diritto di stabilimento (art. 43), libera prestazione dei servizi (art. 49) e libera circolazione dei capitali (art. 56). Da tale decisione è sorta così la necessità di chiarire che l'esercizio dei poteri speciali non può basarsi su generici obiettivi di politica economica

⁽⁵¹⁾ Sent. 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione c. Belgio*; sent. 4 giugno 2002, causa C-483/99, *Commissione c. Francia*; sent. 13 maggio 2003, causa C-463/00, *Commissione c. Spagna*.

⁽⁵²⁾ CGUE 23 maggio 2000, causa C-58/99, *Commissione c. Italia*.

⁽⁵³⁾ Cfr. Art.63 TFUE, c.1: “*Nell'ambito delle disposizioni previste dal presente capo sono vietate tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi*”.

⁽⁵⁴⁾ Art.49 TFUE: “*Nel quadro delle disposizioni che seguono, le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro vengono vietate. Tale divieto si estende altresì alle restrizioni relative all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di un altro Stato membro. La libertà di stabilimento importa l'accesso alle attività autonome e al loro esercizio, nonché la costituzione e la gestione di imprese e in particolare di società ai sensi dell'articolo 54, secondo comma, alle condizioni definite dalla legislazione del paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini, fatte salve le disposizioni del capo relativo ai capitali.*”

⁽⁵⁵⁾ CGCE 23 maggio 2000: causa 58/99, *Commissione c. Italia*, in *Raccolta*, I-3811; CGCE 4 giugno 2002: causa C 367/98, *Commissione c. Portogallo*, in *Raccolta*, I-473; causa C-483/99, *Commissione c. Francia*, in *Raccolta*, I-4781; causa C-503/99, *Commissione c. Belgio*, in *Raccolta*, I-4809; CGCE 13 maggio 2003: causa C-463/2000, *Commissione c. Spagna*; causa C-98/01, *Commissione c. Regno Unito*.

ed industriale, come enunciato nell'art. 2, l. n. 474/94, ma deve piuttosto fondarsi su specifici motivi di ordine pubblico, sicurezza pubblica e difesa, come precisato nel D.P.C.M. 11 febbraio 2000. La disciplina ivi contenuta aveva quale obiettivo quello di conciliare due diverse esigenze: da un lato, la chiarezza dei criteri stessi, dall'altro la limitazione dell'utilizzo dei poteri speciali alla tutela di interessi specificamente richiamati.

In particolare, nella decisione in questione, la Commissione aveva analizzato la normativa italiana riguardante i poteri speciali, sottolineando come l'esercizio di tali poteri fosse caratterizzato da un'ampia discrezionalità. Non erano infatti stati stabiliti criteri chiari né modalità precise per la loro applicazione, consentendo l'adozione di misure a tempo indeterminato. Da tempo, la Commissione aveva sollevato dubbi circa l'incompatibilità di queste disposizioni con gli articoli comunitari richiamati. Le risposte poco convincenti fornite dal governo italiano avevano spinto la Commissione a emettere un parere motivato, cui il governo aveva tentato di adeguarsi. Tuttavia, il ritardo nell'effettiva implementazione delle modifiche aveva portato la Commissione a rivolgersi alla Corte di Giustizia⁽⁵⁶⁾. La Commissione così con apposita comunicazione⁽⁵⁷⁾ aveva chiarito i criteri in base ai quali la disciplina in materia di *golden share* poteva giustificarsi e risultare in armonia con l'ordinamento dell'Unione: (i) motivi imperativi di interesse generale; (ii) applicazione in maniera non discriminatoria; e (iii) idoneità a garantire il conseguimento dell'obiettivo perseguito senza andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo. Tutte queste condizioni non risultavano soddisfatte dalla disciplina del d.l. n. 332/1994. Da qui, il Governo italiano intervenne a modificare la normativa nazionale ridimensionando i poteri speciali, con la legge n. 350/2003.

Tuttavia, anche in questo caso, come anticipato sopra, la Commissione contestò che, anche in questa nuova formulazione, risultava indefinita la definizione dei criteri di esercizio, dal momento che *“tali criteri non consentono agli investitori di conoscere le situazioni in cui detti poteri verranno utilizzati”*. Più in particolare, il *“grave ed effettivo pericolo”*, menzionato nel decreto del 2004 quale fatto che legittimasse lo Stato ad intervenire, era, secondo la Commissione, un concetto troppo ampio, in cui era possibile inquadrare un numero eccessivo di situazioni diverse. In riferimento a ciò, l'Istituzione europea quindi contestava ancora una volta l'eccessiva discrezionalità riconosciuta alle autorità italiane, svantaggiosa per gli investitori esteri che, dal suo punto di vista, si sarebbero tenuti alla lontana dall'investire in Italia in quanto scoraggiati dall'incertezza della disciplina *in subiecta materia*.

Nella causa C-326/07, la Corte di Giustizia ha fatto riferimento al cosiddetto *“criterio Baars”*⁽⁵⁸⁾ per sottolineare la differenza tra le misure che influenzano la libertà di stabilimento e quelle che invece riguardano la libera circolazione dei capitali. Sono considerate restrittive della libertà di stabilimento le *“norme nazionali che si applicano alla detenzione, da parte di un cittadino di uno Stato membro, di una partecipazione in una società stabilita in un altro Stato membro, che gli conferisce una certa influenza sulle decisioni di tale società e la possibilità di indirizzarne le attività”* (punto 34 della sentenza). Al contrario, rientrano nella sfera della libera circolazione dei capitali gli *“investimenti*

⁽⁵⁶⁾ Sentenza della Corte, 23 maggio 2000, causa C-58/99, punto 8, Testo disponibile al sito <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:61999CJ0058&from=IT> 24 Sentenza della Corte, 23 maggio 2000, causa C-58/99, punto 11 Testo disponibile al sito <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:61999CJ0058&from=IT> .

⁽⁵⁷⁾ Comunicazione della Commissione Europea, Gazzetta Ufficiale 19/07/1997.

⁽⁵⁸⁾ F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contr. e imp.*, I/2022, pp. 207 ss.; sentenza Corte CE, 13 aprile 2000, Baars, C-251/98, in *Racc.*, p. I-02787, punto 22.

diretti”, che comprendono qualsiasi tipo di investimento effettuato da persone fisiche o giuridiche, finalizzato a stabilire o mantenere legami diretti e duraturi tra l’investitore e l’impresa destinataria dei fondi, per lo svolgimento di attività economiche.

Conseguentemente, la CGCE ha stabilito che *“Una normativa nazionale che non è destinata ad applicarsi esclusivamente alle partecipazioni tali da conferire una sicura influenza sulle decisioni di una società e da consentire di indirizzarne le attività, ma che si applichi indipendentemente dall’entità della partecipazione detenuta da un azionista in una società, può rientrare nell’ambito di applicazione sia dell’art. 43 CE, sia dell’art. 56 CE”* (cfr. punto 36). Pertanto, si è ritenuto che il potere di veto all’adozione di delibere ex art. 2 lett. c) del d.l. 332/1994 costituisca una limitazione della libertà di stabilimento; questo perché si tratta di decisioni che riguardano la gestione della società, coinvolgendo azionisti che esercitano una “influenza sicura” sulle scelte aziendali.

D’altro canto, i poteri indicati alle lett. a) e b) dell’art. 2, comma 1, del d.l. n. 332/1994, ossia quelli relativi all’opposizione agli acquisti di partecipazioni rilevanti e alla stipula di patti parasociali, possono essere interpretati come una violazione della libertà di stabilimento o della libera circolazione dei capitali, a seconda che la partecipazione conferisca o meno all’azionista un’influenza sulla gestione della società (punti 38 e 39 della sentenza).

Alla luce di quanto precede, la Corte di Giustizia ha ribadito in più decisioni che il TFUE non impedisce di per sé la possibilità di introdurre restrizioni alla libertà di stabilimento e alla libera circolazione dei capitali, quando siano ravvisabili motivi imperativi di interesse generale che ne giustificano le relative limitazioni⁽⁵⁹⁾ e alla condizione che le misure adottate siano fondamentali per conseguire tali obiettivi senza andare oltre quanto necessario per conseguirli⁽⁶⁰⁾. In particolare, la Corte di Giustizia dell’Unione Europea ha stabilito che le normative nazionali, come la *golden share* italiana, possono essere giustificate in caso di violazione dei principi di libera circolazione dei capitali e libertà di stabilimento, solo se soddisfano determinati requisiti. In primo luogo, le restrizioni devono essere giustificate da motivi previsti dai Trattati. In particolare, gli articoli 52 e 65 del TFUE (precedentemente articoli 46 e 58 del TCE) ne stabiliscono le condizioni. L’articolo 52, relativo al diritto di stabilimento, cita motivi di ordine pubblico, sicurezza pubblica e sanità pubblica. Analogamente, l’articolo 65, relativo alla libera circolazione dei capitali, prevede le stesse cause giustificative. Tra gli interessi generali, posti a fondamento delle restrizioni, si richiamano l’approvvigionamento minimo di risorse energetiche e di beni essenziali della collettività, la continuità del servizio pubblico, la sicurezza degli impianti utilizzati nell’ambito dei servizi pubblici essenziali, la difesa nazionale, la tutela dell’ordine pubblico e della pubblica sicurezza, le emergenze sanitarie⁽⁶¹⁾. La giurisprudenza della Corte stabilisce due limiti principali: non possono essere giustificate misure restrittive che abbiano finalità puramente economiche, anche se alcuni obiettivi di “ordine economico” che perseguono un interesse generale possono essere considerati motivi legittimi⁽⁶²⁾. Inoltre, le restrizioni ai principi fondamentali europei possono essere giustificate solo se basate su presupposti oggettivi, chiari e trasparenti, e se sono proporzionate rispetto all’obiettivo da

⁽⁵⁹⁾ Sentenza C-483/99, *Commissione c. Francia*, punto 43.

⁽⁶⁰⁾ Cfr. TAR Lazio, sez. I, 23 maggio 2025, n. 9992.

⁽⁶¹⁾ Corte CE, 26 marzo 2009, *Commissione c. Italia*, C-326/07, punto 45; Corte UE, 8 luglio 2010, *Commissione c. Portogallo*, C-171/08, in *Racc.*, p. I-6817, punto 72; Corte UE, 8 novembre 2012, *Commissione c. Repubblica Ellenica*, C-244/11, in *Racc. digitali*, punti 64-66.

⁽⁶²⁾ Cfr. F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, cit., per la ricostruzione della giurisprudenza europea sul tema. Con riferimento a quest’ultimo, si v. Corte CE, 11 settembre 2008, *Commissione c. Germania*, C-141/07, in *Racc.*, p. I-06935, punto 60.

raggiungere ⁽⁶³⁾. Quest'ultimo principio, in particolare, è cruciale per l'analisi della Corte, poiché il principio di proporzionalità è un principio fondamentale del diritto europeo, ormai sancito nell'articolo 5 TFUE.

Un primo intervento normativo in questa direzione si è avuto nel 1999, con la legge n. 488 in cui il legislatore menziona “*rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza nazionale, alla sanità pubblica e alla difesa*”. I poteri in questione possono essere esercitati “*in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche per quanto riguarda i limiti temporali; detti poteri sono posti nel rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione, e in coerenza con gli obiettivi in materia di privatizzazioni e di tutela della concorrenza e del mercato*”. Successivamente, il d.P.C.M. 11 febbraio 2000 introduce i cc.dd. “criteri” di dettaglio per l'esercizio dei poteri. Per la prima volta, viene posta attenzione sulla figura dell'investitore che, oltre ad essere privato, deve presentare caratteri di opacità e/o connessioni con organizzazioni criminali o illecite, e/o trovarsi in una situazione di conflitto di interessi con la missione di servizio pubblico della società.

Ciononostante, la nuova normativa appena descritta non soddisfa le Istituzioni europee.

Ad avviso della Corte di giustizia, anche il nuovo riferimento normativo ad interessi nazionali apparirebbe formulato in maniera generica ed imprecisa e presenterebbe ancora la lacuna di non precisare le condizioni specifiche in cui tali poteri possono essere esercitati. Tutto ciò, pertanto, non consentirebbe all'azione pubblica trasparenza e prevedibilità ma comprometterebbe gli investimenti esteri diretti ⁽⁶⁴⁾.

⁽⁶³⁾ Nella sentenza C-367/98, *Commissione c. Portogallo*, al punto 50 la Corte chiarisce che un regime di autorizzazione amministrativa degli investimenti in imprese nazionali “*deve essere fondato su criteri oggettivi, non discriminatori e noti in anticipo alle imprese interessate*” e che “*inoltre, qualsiasi soggetto colpito da una misura restrittiva di questo tipo deve poter disporre di un rimedio giurisdizionale*”.

⁽⁶⁴⁾ B. ARGIOLAS, *Ratio dell'istituto e sua evoluzione normativa*, in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Cazzato – Fiorentino (a cura di), Maggioli, 2025, pp. 49 ss.

1.6 superamento della *golden share* e l'affermazione dei poteri speciali dello Stato

Con la procedura di infrazione n. 2009/2255, la normativa italiana era stata dichiarata non conforme in quanto ritenuta in contrasto con la libertà di stabilimento e con la libera circolazione dei capitali sancite dal TFUE. La Commissione europea ha contestato l'incompatibilità con la libera circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento (garantiti, rispettivamente agli artt. 63 e 49 TFUE) con alcune disposizioni nazionali che attribuivano ad autorità pubbliche la *golden share*.

In particolare, sebbene fosse riconosciuto che “*l'obiettivo di salvaguardare gli interessi vitali dello Stato è legittimo e difendibile*”, la Commissione europea ha ritenuto che lo stesso potesse essere raggiunto mediante “*misure più adeguate e meno restrittive*” rispetto a quelle vigenti all'epoca nell'ordinamento italiano ⁽⁶⁵⁾. Queste infatti, innanzitutto, informano circa l'utilizzo dei poteri speciali in maniera generica ed imprecisa, e attribuivano, poi, alle autorità amministrative un potere non “*soggetto ad alcuna condizione che ne limiti la discrezionalità*”, con la conseguenza che non era possibile né verificare se il potere esercitato fosse di fatto volto a garantire gli interessi tutelati dinanzi a una minaccia grave e concreta né valutare la proporzionalità dell'intervento rispetto all'obiettivo.

A seguito di tale procedura, il 14 aprile 2011 l'Italia trasmise alle istituzioni europee un progetto di riforma della disciplina, volto a limitare le prerogative statali, sia sotto il profilo soggettivo che sotto quello oggettivo ⁽⁶⁶⁾. In adempimento alle prescrizioni dell'Unione europea, il legislatore nazionale è intervenuto in materia, revisionando la disciplina in merito ai poteri speciali attribuiti allo Stato e modificando, conseguentemente, la previgente struttura della *golden share*.

In data 15 marzo 2012 è stato così pubblicato in Gazzetta Ufficiale il decreto legge n. 63, istitutivo della nuova normativa del *golden power*. Tale nuova normativa, di cui al d.l. n. 21/2012, attribuisce allo Stato poteri speciali sugli assetti societari nei settori strategici della difesa e della sicurezza nazionale nonché in quelli dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, a prescindere da una partecipazione al capitale delle società. A differenza della normativa previgente, la nuova disciplina si distacca completamente dal contesto delle privatizzazioni in Italia e, di conseguenza, dall'obiettivo di mantenere una presenza pubblica nelle società appena cedute. Attualmente, infatti, l'ambito di applicazione dei poteri speciali riconosciuti al Governo si estende in modo significativo (e, come si vedrà, in continua espansione), comprendendo tutte le imprese attive in settori considerati strategici per la tutela dell'interesse nazionale.

Si assiste ad una equiparazione tra settore pubblico e settore privato consentendo l'intervento statale al verificarsi di fattispecie tassativamente elencata, giustificate da motivi imperativi in settori specifici (difesa/sicurezza nazionale e energia/trasporti/comunicazioni). Non è più dunque il superamento di soglie massime a determinare l'avvio della procedura di *screening* bensì l'esistenza di un grave pregiudizio, la cui valutazione è rimessa al sindacato giurisdizionale ⁽⁶⁷⁾. Il Governo esercita i suoi poteri speciali nelle imprese operanti in settori strategici a prescindere dalla loro natura, di talché speciale non è più l'azione detenuta ma l'intervento dello Stato; *i.e.*, non più il possesso di titoli ma atti autoritativi slegati da qualsivoglia ruolo societario ⁽⁶⁸⁾.

⁽⁶⁵⁾ Cfr. Procedura di infrazione 2009/2255 - parere motivato del 16 febbraio 2011.

⁽⁶⁶⁾ SACCO GINEVRI, *I golden powers dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in Rivista Federalismi, 2016.

⁽⁶⁷⁾ F. BASSAN, *Dalla Golden Share al Golden Power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'Economia*, *op. cit.*

⁽⁶⁸⁾ F. BASSAN, *op. cit.*

Pertanto, il rinnovato obiettivo del legislatore non consiste più nel preservare un controllo diretto dello Stato sulle società già a partecipazione pubblica, bensì in una più ampia salvaguardia dell'interesse pubblico, senza limitazioni predefinite. Tale finalità può estendersi a qualsiasi contesto in cui sia minacciata la continuità o l'efficienza di attività economiche ritenute strategiche ⁽⁶⁹⁾.

In tal senso, l'introduzione della nuova disciplina dei *golden powers* segna una tappa fondamentale nell'evoluzione dei poteri speciali. Mentre infatti, i precedenti interventi legislativi si erano limitati a correggere il d.l. n. 332/1994, quello del 2012 interviene a rivoluzionare l'intera disciplina, fino a farla divenire un vero e proprio benchmark a livello europeo in materia di tutela degli interessi nazionali ⁽⁷⁰⁾.

La riforma italiana raggiunge così un importante equilibrio tra libertà dell'iniziativa economia privata e tutela degli interessi sensibili in settori considerati strategici e la necessità di aderire al dictum della Corte di giustizia conferisce alla stessa riforma un rigore assente nella previgente disciplina.

Tale approccio determina il passaggio da un sistema improntato su poteri speciali aventi fonte statutaria e quindi privata, ad un modello basato su poteri speciali aventi concezione amministrativa, di più ampia portata, fonte legislativa e che trovano declinazione in specifici decreti di competenza della Presidenza del Consiglio dei Ministri. Trattasi, dunque, di un modello di natura non più societaria bensì amministrativa, esterno alla governance dell'assetto societario ma che sullo stesso influisce. Si parla ora di *power* e dunque di potere, e non più di *share*, in inglese partecipazione.

A confronto con la precedente disciplina si assiste ora a un trasferimento del potere statale da un piano privatistico relativo ai rapporti societari, ove vengono innestati elementi pubblicistici, ad un piano interamente pubblicistico, che non richiede più l'inserimento delle relative clausole negli statuti delle società interessate ⁽⁷¹⁾.

Il presupposto per l'esercizio dei poteri speciali in disamina è ora la sussistenza di una minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale ovvero, per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni. Minaccia questa che viene valutata di volta in volta a seconda di criteri oggettivi che valutano la capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, il progetto industriale, la regolare prosecuzione delle attività aziendali, la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti ⁽⁷²⁾.

Questa nuova declinazione dei poteri speciali non è più colta come influenza sulle società oggetto di dismissione ma piuttosto come forma di controllo di investimenti esteri effettuati in Italia.

Pertanto, la rilevanza che ora assumono i settori così definiti strategici, il venir meno della presenza di società privatizzate e la indipendenza dei poteri speciali da ogni tipo di partecipazione al capitale della società, segna il definitivo passaggio dallo Stato-imprenditore allo Stato-regolatore. In dottrina si parla di "Stato stratega" o di "Stato doganiere" ⁽⁷³⁾. Intendendosi in tal senso uno Stato che si attegga a "regolatore" delle attività economiche private (mentre con la *golden share* si parlava

⁽⁶⁹⁾ A. SACCO GINEVRI, *I "golden powers" dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in *Federalismi*, 2016, p. 4.

⁽⁷⁰⁾ G. SCARCHILLO, *Considerazioni conclusive: problemi e prospettive in Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, op. cit.

⁽⁷¹⁾ F. CIARALLI, *I "golden powers" esercitabili dal Governo a tutela di interessi strategici dello Stato*, in *Legislazione e Attualità*, 2015.

⁽⁷²⁾ M. LO RE, *I poteri speciali dello Stato nei settori di rilevanza strategica e i nodi teorici essenziali per comprenderne il significato*, op. cit.

⁽⁷³⁾ G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 5/2019, p. 549.

piuttosto di Stato azionista in virtù di apposite clausole statutarie), ed è beneficiario di specifici poteri speciali da esercitarsi a salvaguardia di un interesse collettivo, nel rispetto dei principi fondamentali dell'ordinamento nazionale e di quello europeo.

A livello costituzionale, può farsi riferimento all'articolo 41, commi 2 e 3 della Costituzione, individuando nell'"utilità sociale" il fondamento che legittima l'adozione dei poteri speciali da parte del Governo, in quanto strumenti idonei a porre limiti alla libera iniziativa economica privata, in attuazione di quanto previsto dal terzo comma della norma ⁽⁷⁴⁾.

Di conseguenza, il decreto-legge n. 21 del 2012 si configura come un intervento volto a circoscrivere l'autonomia economica privata per garantire la tutela di interessi collettivi, rappresentando così un'espressione compiuta della funzione di regolazione del mercato da parte dello Stato.

In ambito dottrinale, si è parlato di una "interferenza accidentale" del diritto pubblico sul diritto societario, giustificata dal sopraggiungere di esigenze collettive contingenti, senza tuttavia arrivare a una vera e propria conformazione normativa o a una tipizzazione delle imprese coinvolte, come invece è accaduto per le società quotate e per quelle operanti nei mercati finanziari.

Sicché il Governo, mediante la Presidenza del Consiglio dei ministri, esercita, ora, i poteri speciali dall'*esterno*, ovvero da una posizione extra-sociale, senza che tali poteri acquisiscano una qualche somiglianza con i diritti di cui sono titolari gli *shareholders* o gli *stakeholders*.

In particolare, il veto posto dalla Commissione europea, confermato poi dalla Corte di Giustizia, ha stigmatizzato il vasto potere di cui godevano le autorità italiane che, a loro volta, producevano l'effetto di scoraggiare gli investitori intenzionati a stabilirsi in Italia per esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese interessate dalla normativa sui poteri speciali ⁽⁷⁵⁾. Da qui, è possibile attenzionare due importanti caratteristiche che contraddistinguono l'assetto sull'esercizio dei poteri speciali rispetto alla previgente disciplina e, in cui d'altra parte, è possibile rinvenire la stessa *ratio* dei *golden powers* quale fonte di bilanciamento tra le due esigenze di tutela delle libertà fondamentali descritte dal TFUE e interessi generali dello Stato membro: (i) il campo di applicazione oggettivo, esteso a tutte le società che svolgono attività di rilevanza strategica in alcuni specifici settori; (ii) la tipizzazione dei presupposti, delle procedure, degli *assets* e dei poteri esercitabili non più mediante le prerogative del socio, ma con l'esercizio di un potere amministrativo da parte del governo. È bene rilevare, a detto riguardo, come rivestano particolare rilevanza la menzione di criteri alla luce dei quali si valuta l'esercizio dei poteri speciali, alias i suoi presupposti di intervento, ossia il pregiudizio agli interessi dettagliatamente menzionati nella disciplina e indicati nello stesso d.l. anche mediante un riferimento ai principi di ragionevolezza e proporzionalità (art. 1, comma 7) e a criteri oggettivi e non discriminatori (art. 2, comma 7) che devono orientare il corretto esercizio dei sopramenzionati poteri ⁽⁷⁶⁾.

È bene notare che l'esercizio dei *golden powers* resta comunque subordinato a (i) l'avvenire di specifici eventi societari menzionati all'art. 1 e 2 del d.l. e (ii) il rischio che sia arrecato grave pregiudizio agli interessi essenziali della sicurezza nazionale, della difesa, o agli interessi pubblici

⁽⁷⁴⁾ L. ARDIZZONE- M.L. VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. Comm.*, n. 5, 2013, pp. 922 ss.

⁽⁷⁵⁾ Corte giust., causa C-326/07, sup. cit., in particolare § 72, per cui la normativa italiana "non contiene precisazioni sulle circostanze concrete in cui può essere esercitato il potere di veto e i criteri da esso fissati non sono dunque fondati su condizioni oggettive e controllabili."

⁷⁶ CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *Federalismi*, 2022, pp. 3 ss.

inerenti sicurezza e funzionamento di impianti e reti attivi nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Tali poteri speciali si differenziano poi per il settore di appartenenza dell'attività posta in essere dalla società; invero, seppur i poteri di fatto coincidano, la differenza principale sta nel diverso pericolo legittimante l'esercizio dei poteri stessi, considerata anche l'enfasi che l'art. 2 ripone sul requisito dell'eccezionalità⁽⁷⁷⁾.

L'assetto disegnato dal citato decreto legge n. 21 del 2012 riconosce dunque all'esercizio dei poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale (di cui all'art.1) maggiore incisività rispetto la ristrettezza riscontrata nei settori di cui al successivo art. 2 (energia trasporti e comunicazioni), data la posizione prioritaria che la difesa e la sicurezza nazionale rivestono tra gli interessi essenziali dello Stato⁽⁷⁸⁾.

Tutto ciò premesso, la nuova normativa dei *golden powers* si configura quale strumento volto a perseguire un equilibrio tra l'interesse economico, orientato a garantire un mercato interno improntato alla libera circolazione e all'attrattività degli investimenti esteri – anche provenienti da Paesi terzi all'Unione europea – e l'interesse statale a preservare la compatibilità di tali operazioni con esigenze di rango primario, quali la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico⁽⁷⁹⁾.

Quanto ai poteri di fatto esercitabili nei confronti di soggetti passivi, viene meno il potere di nominare un amministratore e di opporsi alla conclusione di patti parasociali⁽⁸⁰⁾. Altra differenza degna di nota riguarda la fonte dei poteri speciali. La nuova normativa stabilisce in modo chiaro le condizioni e i presupposti per l'esercizio dei poteri speciali, segnando un netto distacco dal sistema precedente. In passato, tali criteri erano contenuti in regolamenti di rango secondario; oggi, invece, sono definiti direttamente dalla legge, con l'obiettivo di limitare l'eccessiva discrezionalità dello Stato nell'attivazione di tali poteri. Questo cambiamento nella fonte giuridica rafforza la natura pubblicistica dei poteri speciali, abbandonando così la loro originaria connotazione legata al diritto societario.

Il decreto legislativo del 2012, inoltre, procede alla codificazione dei settori nei quali tali poteri possono essere esercitati. Tali ambiti sono espressamente individuati nella normativa e comprendono: la difesa e la sicurezza nazionale (art. 1), nonché i settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni (art. 2). A differenza della disciplina precedente, che prevedeva un trattamento uniforme, la nuova regolamentazione adotta un approccio differenziato, modulando i poteri in base al settore di riferimento.

Nei settori della difesa e sicurezza nazionale si fa riferimento all'attività svolta dalla società, diversamente nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni si guarda agli attivi detenuti dalle società⁽⁸¹⁾. Divergente risulta altresì il perimetro applicativo: con i *golden powers*, i poteri speciali non sono più uno strumento nelle sferre del soggetto pubblico per esercitare la propria influenza sull'andamento e gestione delle società privatizzate, bensì si configurano come strumenti di tutela di interessi collettivi in riferimento ad *asset* ritenuti strategici⁽⁸²⁾. La previgente disciplina

⁽⁷⁷⁾ Cfr. Articolo 2 “Situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa di settore”.

⁽⁷⁸⁾ F. BASSAN, *Dalla Golden Share al Golden Power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'Economia*, in Studi sull'integrazione europea, 2014.

⁷⁹ CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *Federalismi*, 2022, pp. 2 ss.

⁽⁸⁰⁾ V. DONATIVI, *Golden Powers. Profili di diritto societario*, Giappichelli Editore, 2019.

⁽⁸¹⁾ V. DONATIVI, *Golden Powers. Profili di diritto societario, op. cit.*

⁽⁸²⁾ F. CIARALLI, *I “golden powers” esercitabili dal Governo a tutela di interessi strategici dello Stato*, Rassegna Avvocatura dello Stato, n. 4/2015.

attribuiva infatti al governo un ruolo di *governance*, mentre il nuovo d.l. garantisce il rispetto di parametri fissati da quest'ultimo all'interno di settori strategici ⁽⁸³⁾. In tal modo, i poteri speciali assurgono a mezzo atto a tutelare i settori strategici dall'ingerenza di investitori stranieri che possano essere intenzionati a non perseguire l'interesse nazionale piuttosto a costituire una "minaccia di grave pregiudizio" ⁽⁸⁴⁾.

Il nuovo d.l. n. 21/2012, inoltre, non prevede alcuna forma di discriminazione in base alla nazionalità degli investitori. Anche dal punto di vista soggettivo, si assiste ad un importante passaggio di poteri dal Ministero dell'Economia e delle Finanze al Presidente del Consiglio dei ministri ⁽⁸⁵⁾.

Come meglio chiarito *infra*, inoltre, l'attivazione dei poteri speciali avviene a seguito della notificazione di particolari operazioni rilevanti ai sensi del decreto legge da parte delle imprese al Presidente del Consiglio dei ministri, che può in ogni caso procedere d'ufficio ⁽⁸⁶⁾.

La nuova disciplina introduce dunque un'ulteriore possibilità che conferisce al potere esecutivo una maggiore flessibilità operativa, consentendogli di intervenire anche in presenza di eventuali omissioni o inadempienze da parte dei soggetti interessati ⁽⁸⁷⁾.

Dal punto di vista sanzionatorio, le innovazioni più rilevanti consistono nell'ampliamento dell'ambito di applicazione delle sanzioni pecuniarie, estese ora anche alle imprese attive nei settori della difesa e della sicurezza in caso di mancata comunicazione obbligatoria ⁽⁸⁸⁾.

Inoltre, la normativa attuale non prevede più un meccanismo autorizzativo preventivo da parte del Governo, ma introduce una valutazione *ex post* dell'operazione di investimento. L'eventuale intervento dell'esecutivo non si limita all'esercizio del potere di veto, ma può anche consistere nell'imposizione di condizioni o prescrizioni, qualora ritenute necessarie.

In conclusione, le anzidette numerose innovazioni rendono questa riforma un momento cruciale nel percorso evolutivo della disciplina sui poteri speciali, rappresentando una revisione strutturale in ambito interazionale per quanto riguarda trasparenza, proporzionalità e certezza del diritto nella regolazione degli investimenti esteri.

⁽⁸³⁾ L. FIORENTINO, *Verso una Cultura del Golden Power*, in "Golden Power", Gnosis, 2019.

⁽⁸⁴⁾ F. CIARALLI, *I "golden powers" esercitabili dal Governo a tutela di interessi strategici dello Stato*, Rassegna Avvocatura dello Stato, n. 4/2015.

⁽⁸⁵⁾ P. DI PALMA, *National case study: Italian law on strategic assets; Golden Power*, Rassegna dell'avvocatura dello stato, 2014.

⁽⁸⁶⁾ R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, 2018.

⁽⁸⁷⁾ F. TOSI, *L'attuale fisionomia del Golden Power nell'ordinamento giuridico italiano in Diritto civile e commerciale*, 2020.

⁽⁸⁸⁾ L. ARNAUDO, *A l'economie comme a la guerre. Note su golden power, concorrenza e geo-economia*, in *Mercato Concorrenza e regole*, 2017.

Capitolo II

La natura del *golden power*

2.1 I *golden powers* tra diritto interno e vincoli europei

I poteri speciali (cc.dd. *golden powers*) rappresentano oggi il principale strumento nazionale di regolazione e controllo sugli investimenti esteri diretti, sviluppatosi a seguito del superamento del precedente modello dell'azione dorata.

L'attuale disciplina italiana in materia di *golden power* risiede nel d.l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modificazioni nella l. 11 maggio 2012, n. 56, rubricata “*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*”⁽⁸⁹⁾.

Come anticipato, tale legge ha sostituito il d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito nella l. 30 luglio 1994, n. 474.

Le ragioni sottostanti tale passaggio normativo risiedono nella necessità di adeguamento della disciplina italiana alle condizioni imposte all'Italia dall'Unione europea⁽⁹⁰⁾.

Fin dalla loro introduzione, tali poteri si sono contraddistinti per un'elevata complessità strutturale, destinata ad aumentare progressivamente nel tempo, in parallelo con l'ampliamento dell'ambito applicativo e delle finalità perseguite.

Basti pensare alle continue modificazioni che sono intervenute, negli ultimi anni, sulla novella di riferimento del 2012⁽⁹¹⁾: a titolo esemplificativo, il decreto rottamazioni-*bis* del 2017⁽⁹²⁾; il decreto Brexit del 2019⁽⁹³⁾; il decreto sulla sicurezza cibernetica del 2019⁽⁹⁴⁾; il decreto liquidità del 2020

⁽⁸⁹⁾ Sul d.l. n. 21/2012 si vedano *ex multis* F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, 1/2014, pp. 57 ss.; A. COMINO, *Golden powers per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, e delle comunicazioni*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 5/2014, pp. 1019 ss.

⁽⁹⁰⁾ M. MANNA, *I golden powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, 3/2022, pp. 24 ss.

⁽⁹¹⁾ Cfr. d.l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, in legge 11 maggio 2012, n. 56, recante “*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 comunicazioni*”.

⁽⁹²⁾ Cfr. art. 14 del d.l. 26 ottobre 2017, n. 148, convertito con modificazioni, in legge 4 dicembre 2017, n. 172, recante “*Disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili*”. In dottrina, su tale intervento normativo, si v. F. FORTUNA, *I poteri speciali esercitabili da parte dell'Esecutivo*, in *Federalismi*, 6, 2018, pp. 1-85.

⁽⁹³⁾ Cfr. art. 1 del d.l. 25 marzo 2019, n. 22, convertito con modificazioni, in legge 20 maggio 2019, n. 41, recante “*Misure urgenti per assicurare sicurezza, stabilità finanziaria e integrità dei mercati, nonché tutela della salute e della libertà di soggiorno dei cittadini italiani e di quelli del Regno Unito, in caso di recesso di quest'ultimo dall'Unione europea*”. In dottrina, su tale decreto, su tale intervento normativo, si v. A. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Riv. soc.*, n. 4, 2019, pp. 733-793.

⁽⁹⁴⁾ Cfr. art. 4-*bis* del d.l. 21 settembre 2019, n. 105, convertito, con modificazioni, in legge 18 novembre 2019, n. 133, recante “*Disposizioni urgenti in materia di perimetro di sicurezza nazionale cibernetica e di disciplina dei poteri speciali nei settori di rilevanza strategica*”.

(⁹⁵) e il decreto Ucraina del 2022 (⁹⁶). La complessità dell'istituto, tuttavia, non è riconducibile unicamente alle sue frequenti modifiche normative, ma deriva anche da specifiche scelte legislative che ne hanno determinato un assetto normativo disomogeneo e caratterizzato da una certa frammentarietà.

Il decreto legge di riferimento infatti rinvia continuamente alla normativa secondaria e richiede sempre più frequentemente una sua lettura congiunta con altre norme che regolano istituti diversi ma comunque collegati al *golden power* (⁹⁷).

Un ulteriore elemento di complessità – che merita particolare attenzione – risiede nel fatto che l'attuale sistema di controllo in materia di *golden power* è il risultato della convergenza di diverse logiche e finalità. La disciplina vigente, infatti, non si fonda su un'unica matrice, bensì rappresenta l'esito di una stratificazione normativa determinata da esigenze eterogenee, che il legislatore ha progressivamente cercato di soddisfare, influenzando in modo significativo la struttura delle singole disposizioni.

Tra tali esigenze, si possono individuare in tre direttrici principali: innanzitutto, (i) l'adattamento dello strumento al contesto economico e politico internazionale; in secondo luogo, (ii) l'armonizzazione della normativa nazionale con il quadro giuridico dell'Unione europea; infine, (iii) l'esigenza di rispondere operativamente a problemi pratici emersi nel corso dell'applicazione concreta dell'istituto. Soffermandosi sul primo dei fattori indicati, va rilevato che i poteri speciali rappresentano una reazione istituzionale, da un lato, alle crisi economico-finanziarie degli ultimi quindici anni, che hanno inciso profondamente sulla solidità delle finanze pubbliche e sulla tenuta del sistema produttivo nazionale; dall'altro, al mutato scenario geopolitico, sempre più caratterizzato da tensioni e dinamiche proprie di un ordine internazionale multipolare.

Si fa riferimento alla crisi economico-finanziaria globale del 2008, alla crisi mondiale dovuta alla pandemia da Covid-19 e, infine, a quella connessa al conflitto bellico tra Russia e Ucraina. Tali crisi hanno fatto sì che tutti gli Stati europei intervenissero nell'economia, derogando alle norme sulla

(⁹⁵) Cfr. artt. 15-18 del d.l. 8 aprile 2020, n. 23, convertito con modificazioni, in legge 5 giugno 2020, n. 40, 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*”. In dottrina, s. veda, tra gli altri, F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contr. e impr.*, n. 1, 2022, pp. 202 ss.

(⁹⁶) Cfr. artt. 25-28 del d.l. 21 marzo 2022, n. 21, convertito con modificazioni, in legge 20 maggio 2022, n. 51, recante “*Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi Ucraina*”. In dottrina, ad aver commentato l'istituto alla luce di tale riforma, B. ARGOLAS, *Il golden power tra Stato e mercato*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 6, 2022, pp. 721-724; R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *Federalismi*, 2022, pp. 1-18; S. DE NITTO, *I golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale*, in *Dir. amm.*, n. 2, 2022, pp. 553-587; R. GAROFOLI, *Golden power: mercato e protezione degli interessi nazionali*, in *Federalismi*, 2022, pp. 1-14; M. MANNA, *I golden powers. Dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Dir. risp.*, n. 3, 2022, pp. 1-42; A. SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, n. 3, 2022, pp. 743 ss.

(⁹⁷) A. RENZI, *La sicurezza cibernetica: lo stato dell'arte*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 4, 2021, pp. 538 ss.; B. BRUNO, *Cybersecurity tra legislazioni, interessi nazionali e mercato: il complesso equilibrio tra velocità, competitività e diritti individuali*, in *Federalismi*, 14, 2020, pp. 11-45; B. CAROTTI, *Sicurezza cibernetica e Stato-Nazione*, in *Giorn. dir. amm.*, 5, 2020, pp. 629 ss.; L. FIORENTINO, *Verso un sistema integrato di sicurezza: dai poteri speciali al perimetro cibernetico*, in G. Della Cananea-L. Fiorentino (a cura di), *I “poteri speciali” del Governo nei settori strategici*, Napoli, 2020, pp. 39-62.

concorrenza⁽⁹⁸⁾, rafforzando le politiche industriali e tendendo ad una direzione di regionalizzazione contraria alla globalizzazione⁽⁹⁹⁾.

Nel contesto testé descritto, l'Italia è intervenuta fronteggiando le congiunture economiche sopra citate, dagli aiuti di stato al rafforzamento del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

Ebbene, in tale contesto si inserisce a pieno il controllo sugli investimenti stranieri. Il timore era quello che i cc. dd. “fondi sovrani” potessero essere utilizzati a discapito della sicurezza nazionale del Paese ospite⁽¹⁰⁰⁾ e che determinate operazioni, effettuate da Stati non democratici, potessero rappresentare un mezzo per infiltrarsi nel sistema politico dello stesso Paese ospitante. Pertanto, al fine di scoraggiare gli Stati non democratici e titolari di fondi sovrani a realizzare investimenti nei settori strategici nazionali, l'Italia ha introdotto e riformato i propri meccanismi di controllo così da prevedere un monitoraggio anche dei suddetti investimenti.

Ancora, la crisi pandemica da Covid-19 ha impattato sulla normativa *golden power*, generando profonde recessioni e la riduzione di valore in borsa delle imprese nazionali, divenute sempre più appetibili e vulnerabili. In conformità a quanto avvenuto tra tutti i Paesi europei, anche l'Italia – con il cosiddetto *Decreto Liquidità*, è intervenuta sulla disciplina relativa ai *golden power*, ampliandone in via temporanea il campo di applicazione, sia dal punto di vista soggettivo – includendo, ad esempio, anche il settore sanitario – sia da quello oggettivo, estendendo il controllo anche agli investimenti provenienti da Paesi dell'Unione europea. Tale ampliamento è stato introdotto con carattere *eccezionale e provvisorio*, sulla base del presupposto che, una volta superata la fase emergenziale legata alla pandemia, si sarebbe dovuto tornare al regime ordinario di controllo. Ultima crisi rilevante è quella connessa alla guerra Russia-Ucraina, che ha scaturito in molti Stati europei la reazione di dotarsi di nuove linee difensive non solo nei riguardi di operazioni effettuate da operatori economici provenienti dalla Russia e dalla Bielorussia, ma in via generalizzata, stabilizzando diverse regole transitorie adottate durante la pandemia. È proprio alla luce di un insieme così eterogeneo di fattori che i meccanismi nazionali di controllo sugli investimenti esteri hanno assunto un ruolo sempre più centrale.

La loro crescente pervasività appare destinata a consolidarsi ulteriormente, anche in considerazione del fatto che le crisi sistemiche e le tensioni geopolitiche non mostrano segnali di un superamento imminente⁽¹⁰¹⁾. Ciò ha inciso profondamente che sui diversi volti dello Stato. Questi, infatti, ha rivestito in campo economico diversi ruoli a seconda del contesto e degli istituti: da stato imprenditore a stato azionista, da stato promotore⁽¹⁰²⁾ a stato salvatore⁽¹⁰³⁾ e così via. Attualmente, attraverso l'impiego dei *golden powers*, lo Stato sembra assumere un profilo più rigoroso, rivelando una pluralità di ruoli.

⁽⁹⁸⁾ Si veda M. RAMAJOLI, voce *Concorrenza*, in *Enc. Diritto. I tematici*, Vol. III, *Funzioni amministrative*, Milano, 2022, pp. 292 ss.

⁽⁹⁹⁾ A. ALÌ, *Il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea e la protezione delle attività strategiche europee nel contesto dell'emergenza da covid-19*, in P. Acconci-E. Baroncini (a cura di), *Gli effetti dell'emergenza covid-19 su commerci, investimenti, occupazione. Una prospettiva italiana*, Bologna, 2020, p. 183.

⁽¹⁰⁰⁾ G. ROJAS ELGUETA, *Il rapporto fra discipline nazionali in materia di foreign direct investment screening e diritto internazionale degli investimenti*, in *Riv. comm. int.*, 2, 2020, p. 327.

⁽¹⁰¹⁾ A. SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2022, p. 747.

⁽¹⁰²⁾ F. BASSANINI-G. NAPOLITANO-L. TORCHIA (a cura di), *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, Bologna, 2021.

⁽¹⁰³⁾ A. GIACCO-L. STECCHETTI, *La saga Alitalia e il mantello dello Stato salvatore*, in *Merc. conc. reg.*, n. 2, 2020, pp. 305-331.

In primo luogo, quello di supervisore attento, incaricato di monitorare gli investimenti in settori sensibili; in secondo luogo, quello di stratega, chiamato a disporre non solo di competenze tecniche, giuridiche ed economiche, ma anche di una solida capacità di analisi strategica necessaria per valutare l'affidabilità degli investitori e delimitare i confini della sicurezza nazionale, considerando altresì la collocazione dell'Italia nel contesto internazionale.

Inoltre, lo Stato si configura come un attore attivo sullo scacchiere globale⁽¹⁰⁴⁾, capace di muoversi con visione e prontezza; infine, assume anche il ruolo di “custode delle frontiere”, riaffermando la propria funzione di tutela contro minacce, vecchie e nuove, che – pur celandosi dietro operazioni di natura apparentemente economica – possono incidere in modo critico sugli interessi strategici nazionali.

Premesso tutto quanto precede, la disciplina in materia di *golden power* ha risentito anche dell'influenza del diritto dell'Unione europea. Come visto in precedenza, infatti, la Corte di Giustizia ha giudicato l'azione dorata italiana in contrasto con i principi dell'ordinamento europeo relativi alla libera circolazione dei capitali e alla libertà di stabilimento. Proprio il conflitto con tali principi ha rappresentato il presupposto di necessità e urgenza che ha spinto il legislatore italiano a intervenire con il decreto-legge del 2012. Quest'ultimo, pur oggetto di successivi aggiornamenti, costituisce ancora oggi l'impianto normativo fondamentale in materia di *golden power*. L'influenza del diritto europeo non si ferma qui. Il decreto sulla sicurezza cibernetica del 2019 è stato emanato, soprattutto, per conformare la disciplina nazionale al regolamento IED. Parimenti, tutti i successivi interventi normativi sino al decreto Ucraina hanno cercato di condensare gli indirizzi in materia di controllo sugli investimenti contenuti negli atti atipici adottati dalle Istituzioni europee⁽¹⁰⁵⁾.

2.2 Dalla *golden share* al *golden power*: il confronto

Come precisato in più occasioni, i poteri speciali del Governo, di cui al d.l. n. 21/2012, originano dalle ceneri della previgente disciplina in materia di *golden share*.

In linea generale, tra i due modelli di controllo si riscontrano punti di continuità e soprattutto di discontinuità.

Anzitutto, rispetto alla previgente disciplina in materia di *golden share*, la disciplina dei nuovi poteri speciali

ha inciso su cinque linee direttrici: (i) i settori nei quali il Governo può esercitare i poteri speciali; (ii) l'individuazione dei possibili destinatari dei poteri speciali; (iii) l'individuazione della tipologia di poteri speciali esercitabili da parte del Governo; (iv) la fonte dei poteri speciali; e (v) la natura dei poteri speciali.

Sub(i) la previgente disciplina indicava genericamente suddetti settori mediante il riferimento agli “altri pubblici servizi”⁽¹⁰⁶⁾, diversamente, la nuova disciplina dei *golden powers* individua in maniera tassativa gli ambiti in cui possono essere riconosciuti i poteri speciali, segnatamente: difesa, sicurezza nazionale, servizi di comunicazione a banda larga basati sulla tecnologia 5G, energia, trasporti,

⁽¹⁰⁴⁾ F. RIGANTI, *Annotazioni critiche in tema di golden powers e Stato regolatore nel mercato*, in *Giur. Comm.*, 2022, 1910.

⁽¹⁰⁵⁾ L. BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, 2023, pp. 103 ss.

⁽¹⁰⁶⁾ Così l'art. 2, co. 1, del previgente d.l. 332/1994, il quale menzionava nello specifico i settori “della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi”.

telecomunicazioni e settori ad alta intensità tecnologica. I poteri speciali previsti sono quindi maggiormente definiti e ne viene enfatizzata la gradualità, in coerenza al principio di proporzionalità, sostanziandosi in un regime di prescrizioni che può giungere sino al totale impedimento dell'operazione solo quale *extrema ratio*.

L'approccio adottato dal legislatore del 2012 ha subito un'evoluzione anche per quanto riguarda le modalità di esercizio dei poteri speciali, che ora variano a seconda dei diversi settori interessati. Ciò segna un cambiamento rispetto alla disciplina previgente, nella quale i presupposti per l'esercizio di tali poteri erano uniformi in tutti gli ambiti. In particolare, nei settori della difesa e della sicurezza nazionale – considerati di importanza strategica per lo Stato – sono stati introdotti criteri di esercizio dei poteri speciali sensibilmente meno restrittivi rispetto a quelli previsti per gli altri settori.

Ulteriore modifica attiene all'area di applicazione dei poteri speciali. In particolare, relativamente ai settori della difesa e della sicurezza nazionale, il riferimento va all'attività svolta dalla società, e segnatamente dal fatto che si tratti di “attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, ivi incluse le attività strategiche chiave” (come individuate con appositi decreti del D.p.c.m.). Diversamente, in relazione ai settori dei servizi di comunicazione a banda larga basati sulla tecnologia 5G, dell'energia, dei trasporti, delle telecomunicazioni e dei settori ad alta intensità tecnologica il parametro è rappresentato dagli attivi detenuti dalla società.

Sub(ii), a differenza della disciplina previgente ed a ulteriore conferma dell'allontanamento dal diritto societario, tra i poteri esercitabili non sono più compresi né il potere di nominare un amministratore né quello di opporsi alla conclusione di patti parasociali.

Sub(iii) per quanto concerne la fonte, i poteri speciali possono essere istituiti soltanto dalla legge, non più mediante l'inserimento di specifiche clausole nello statuto della società privatizzate.

Infine, sub(iv) la fonte unicamente legislativa ha eliminato del tutto qualsivoglia collegamento che i poteri speciali avevano con la matrice societaria, conferendo loro così natura definitivamente “pubblicistica”⁽¹⁰⁷⁾.

Difatti, significativo elemento di novità della disciplina *de qua* risiede nel fatto che l'esercizio dei poteri in parola non è più vincolato alla titolarità pubblica di una partecipazione azionaria incorporante siffatti poteri, bensì è attribuito alla pubblica autorità in virtù della strategicità degli *asset* detenuti e dei settori di attività delle società, venendo meno la crasi, propria della disciplina precedente, tra elementi privatistici e pubblicistici, a favore di una riconduzione esclusiva della normativa nell'alveo del diritto pubblico⁽¹⁰⁸⁾.

Ad ogni modo, si tratta in ambedue i casi di un sistema di monitoraggio sugli investimenti esteri all'interno di società attive nei settori strategici dell'economia, al fine di tutelare tali imprese da eventuali scalate ostili. Nel modello dei *golden powers*, tuttavia, l'attribuzione delle prerogative al Governo prescinde da una partecipazione azionaria nel capitale sociale della società di riferimento, giacché si parla, a detto riguardo, di partecipazioni “dorate”, ove lo Stato si attegga da azionista e gode di attribuzioni riconosciute e disciplinate dagli statuti, quali atti di diritto privato espressione dell'autonomia privata.

⁽¹⁰⁷⁾ M. MANNA, *I golden powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, 3/2022, pp. 24 ss.

⁽¹⁰⁸⁾ Cfr. F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, Bari, 2014, p. 57 ss.

Di converso, il Governo esercita ora le proprie attribuzioni in veste di autorità, le quali attribuzioni trovano fondamento nel diritto pubblico, ossia in atti normativi espressione degli organi politici, con la conseguenza di assumere la natura di “poteri speciali”. Il confronto tra i due modelli svela inoltre molteplici divergenze quanto a finalità, campo di applicazione soggettivo e oggettivo e, da ultimo fonti interne.

In primo luogo, è bene premettere che nei *golden powers* così come nella *golden share*, l’obiettivo comune era quello di proteggere interessi vitali dello Stato da investimenti e/o operazioni straordinarie in settori strategici e potenzialmente lesive e idonee a determinare scalate ostili. Interessi questi ultimi riconducibili al campo della pubblica sicurezza⁽¹⁰⁹⁾. Ciononostante si riscontrano sul punto tre differenze.

Innanzitutto nel precedente istituto la sua destinazione alla sicurezza nazionale era stata affermata perlopiù dalla dottrina successivamente all’eliminazione della previsione normativa che correlava il controllo agli obiettivi di politica economica e industriale; diversamente per i *golden powers*, il legislatore ha scelto di esplicitare analiticamente le sue finalità per ogni settore strategico.

In secondo luogo, nel modello dei poteri speciali, a differenza della *golden share*, il fine di pubblica sicurezza concerne, alla luce del regolamento IED, non soltanto il paese italiano, ma l’intera Unione europea, acquisendo così rilevanza sovranazionale. La terza e ultima distinzione riguarda, infine, l’aspetto genetico dell’istituto: nel caso dei *golden powers*, le esigenze di tutela della sicurezza nazionale si pongono indipendentemente dal processo di privatizzazione⁽¹¹⁰⁾. A differenza della *golden share*, infatti, tali poteri non nascono dalla necessità di conservare il controllo pubblico su imprese strategiche oggetto di dismissione, ma rispondono a una logica autonoma di salvaguardia degli interessi essenziali dello Stato, anche al di fuori del contesto privatistico. Al contrario, l’azione dorata era espressione della volontà dell’esecutivo di preservare un’influenza pubblica in società ritenute strategiche, proprio per i rischi connessi alla loro possibile uscita dalla sfera pubblica.

Quanto al campo di applicazione, è bene rilevare che, nei *golden powers*, il potere decisionale è di titolarità del Governo e non più ministeriale come invece nel precedente regime; e per l’esercizio dei poteri speciali va richiesta la sola strategicità del settore ove opera l’impresa, non essendo più necessario che la stessa sia o sia stata privatizzata, applicandosi, conseguentemente a tutti operatori economici, privati o pubblici, indipendentemente dal regime proprietario.

Infine, molteplici differenze si riscontrano con riferimento ai requisiti sostanziali.

Infatti, nel nuovo modello dei poteri speciali, i settori strategici presi in considerazione risultano molto più numerosi rispetto a quelli della azione dorata: accanto alla difesa, anche la sicurezza nazionale (art. 1), oltre all’energia e ai trasporti, anche le comunicazioni (art. 2).

Negli ultimi anni, il panorama si è progressivamente ampliato. Un primo allargamento si è avuto con il decreto rottamazioni-*bis* 2017, che ha visto l’inclusione dei settori strategici “ad alta intensità tecnologica”. Successivamente, nel 2019, il legislatore italiano ha incluso nell’alveo della strategicità l’ampio elenco di fattori di cui all’art. 4, par. 1 del Regolamento IED, ovverosia le “infrastrutture critiche” (relativamente all’aerospazio, alla difesa, alle *public utilities*, all’acqua e alla salute, alla *finanze*, comprensivo dei settori creditizio e finanziario, e alle elezioni), le “tecnologie critiche”

⁽¹⁰⁹⁾ G. D. CANANEA- L. FIORENTINO (a cura di), *I “poteri speciali” del Governo nei settori strategici*, in *Editoriale scientifica*, Napoli, 2020, pp. 63-100.

⁽¹¹⁰⁾ R. GAROFOLI, *Investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Federalismi.it*, 17/2019, p. 8.

(come l'intelligenza artificiale e i semiconduttori), i "fattori produttivi critici" (fra cui le materie prime e i beni alimentari), nonché l'accesso ai dati personali e il pluralismo dei media ⁽¹¹⁾).

Nei *golden powers*, inoltre, muta anche il requisito formale dell'ambito soggettivo di applicazione: in tal caso, il Presidente del Consiglio non circoscrive il perimetro a singole imprese specificamente individuate, essendo questo esteso, di contro, a tutte quelle che svolgono attività di rilevanza strategica o che detengono detti attivi nell'ambito dei settori strategici.

Esaurita l'analisi delle differenze relative all'ambito soggettivo di tali meccanismi di controllo, è bene osservare che altrettante differenze si riscontrano anche con riferimento all'ambito di applicazione oggettivo.

Infatti, nei *golden powers*, viene così soppresso il potere di nomina dei componenti del consiglio di amministrazione; accanto ai poteri oppositivi e interdittivi, vengono previsti anche poteri prescrittivi, basati sull'imposizione di specifiche condizioni e da ultimo in relazione alla speciale disciplina relativa ai servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G, vengono introdotti poteri interdittivi

(e prescrittivi) che non operano in relazione all'assunzione di operazioni straordinarie – come di regola – bensì, dopo le ultime e recenti modifiche apportate dal decreto Ucraina, all'approvazione del piano annuale degli acquisti di beni o componenti ad alta intensità tecnologica relativi ai servizi citati. Per quanto attiene ai poteri oppositivi e interdittivi, la nuova disciplina dei *golden powers* ne riforma solo alcuni profili, come le soglie di rilevanza di partecipazioni per il potere oppositivo e le operazioni straordinarie oggetto di scrutinio per quello interdittivo, introducendone dei nuovi basati, in particolare, sul soggetto a favore del quale ricade l'investimento, nonché sull'effetto e sulla provenienza del soggetto a cui vantaggio va l'operazione straordinaria.

Infine, il processo di adeguamento alla giurisprudenza della Corte di Giustizia avviato dal legislatore nazionale ha avuto quale naturale conseguenza la complessità della disciplina quanto a presupposti di esercizio e a rispettivi elementi di valutazione.

Un ultimo profilo meritevole di attenzione è quello relativo al sistema delle fonti interne.

Con riferimento ai *golden powers*, si osserva che l'intera disciplina si fonda esclusivamente su fonti di diritto pubblico, con un ruolo centrale attribuito alla normativa primaria. Tale impostazione segna un evidente distacco rispetto a modelli precedenti, nei quali l'intreccio con il diritto societario comportava un maggiore coinvolgimento di fonti di natura privatistica. Nei poteri speciali è la legge, accompagnata poi da varie fonti secondarie, a svolgere un ruolo di protagonista, definendo finalità, ambito di applicazione, requisiti e presupposti di esercizio di detti poteri.

Del resto, dalla stessa rubrica normativa emerge chiaramente come l'ambito di applicazione della nuova disciplina risulti notevolmente più ampio rispetto a quello previgente: non è più circoscritto alle sole società privatizzate, ma si estende, senza distinzione, anche alle società pubbliche e private titolari di *asset* strategici operanti in specifici settori ⁽¹²⁾.

⁽¹¹⁾ Come chiarito dalla dottrina, questi "fattori" – così chiamati dal regolamento IED – corrispondono, nella dicitura del legislatore nazionale, non solo a "settori", ma anche, talvolta, ad "attività", "attivi" (ove per "attivi" si fa riferimento a beni, reti, impianti, rapporti giuridici, ma anche, semplicemente, informazioni e prodotti di ricerca e sviluppo) e "tecnologie". Cfr. M. CLARICH, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in G. Napolitano (a cura di), *Foreign Direct Investment screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, pp. 115 ss.

⁽¹²⁾ C. S. MAURO, *I poteri speciali del governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici: dalla Golden Share ai Golden Powers*, in *Il foro amministrativo*, II, 2015, Milano, pp. 2951 ss.

Tale ampliamento si pone in linea con il già richiamato passaggio da una concezione di impresa pubblica meramente *formale* e *soggettiva* — fondata sulla natura giuridica del rapporto con la pubblica amministrazione — a una concezione *sostanziale* e *oggettiva*, che valorizza invece l'oggetto dell'attività svolta e la sua funzionalizzazione al perseguimento di interessi di carattere generale.

2.3 *Golden powers* e libertà fondamentali del mercato interno europeo

Prima ancora di addentrarsi nell'analisi dei presupposti di esercizio del *golden power* risulta preliminare ispezionare il quadro primario di riferimento, alla luce delle regole sul mercato interno europeo.

Difatti, il fulcro sui presupposti applicativi d'intervento della mano pubblica nell'economia, attraverso l'esercizio dei poteri speciali da parte dell'esecutivo italiano nei settori cc.dd. strategici, non può certo ignorare i principi stabiliti dalla giurisprudenza europea della Corte di giustizia, in virtù delle regole derivanti dai Trattati UE in materia di libertà economiche ⁽¹¹³⁾. In linea generale, ogni forma di protezionismo nazionale — pur sullo sfondo della riserva concessa dai Trattati UE agli Stati membri in materia di politica economica — contrasta con la realizzazione del mercato interno europeo e con le regole dei Trattati UE. Come stabilito infatti dalla dottrina “*l'azione speciale dello Stato contrastava per definizione con l'equivalenza di trattamento tra pubblico e privato, principio cardine che guida l'azione dell'Unione sul mercato*” ⁽¹¹⁴⁾.

Va da sé che tutta la disciplina in materia di *golden powers* è da intendersi come una deroga alle ordinarie regole di funzionamento del mercato comune europeo, pertanto l'individuazione e l'applicazione di suddetti poteri con i relativi presupposti oggettivi e soggettivi risente delle regole tipiche delle situazioni di eccezionalità, da subordinarsi sempre e comunque ad un rigoroso scrutinio in materia di necessità e proporzionalità.

Tale potenziale incompatibilità è d'altro canto conosciuta dalla giurisprudenza amministrativa, la quale rileva dichiaratamente “*l'esercizio dei golden powers di cui al d.l. n. 21/2012, ponendo delle limitazioni ai principi comunitari della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali, deve trovare la sua giustificazione nel perseguimento del fine legislativo di consentire l'intervento statale qualora l'operazione societaria possa compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale, avuto riguardo all'incidenza su beni considerati di rilevanza strategica*” ⁽¹¹⁵⁾. Conseguentemente, ciò dovrebbe comportare un uso di stretta interpretazione dell'istituto in parola in linea a quella che si dovrebbe attribuire alle situazioni eccezionali, tanto nell'ordinamento nazionale, quanto in quello europeo.

A tal proposito, merita attenzionare l'intervento normativo di armonizzazione adottato dall'Unione europea con il regolamento (UE) 2019/452 ⁽¹¹⁶⁾ (come meglio specificato *infra*), volto a disciplinare

⁽¹¹³⁾ F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato nell'economia*, in *Studi integr. eur.*, 2014, pp. 57-80.

⁽¹¹⁴⁾ R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *Federalismi*, 2022, p. 2.

⁽¹¹⁵⁾ Cfr. TAR Lazio, sent. n. 04488/2022 del 13 aprile 2022.

⁽¹¹⁶⁾ Reg. del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 marzo 2019, istitutivo di un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione, in *G.U.U.E.* n. L 79 del 21 marzo 2019, pp. 1 ss. In proposito, si v. D. GALLO, *Sovranità (europea?) e controllo degli investimenti esteri*, in *I Post di AIUSDUE*, IV (2022), *aiusdue.ue*.

il potere derogatorio degli Stati membri rispetto all'esercizio della libertà di circolazione dei capitali e del diritto di stabilimento in un'ottica di politica commerciale comune.

Pertanto, è proprio il diritto dell'Unione europea a dettare, in materia di libera circolazione dei capitali e di diritto di stabilimento, i presupposti di esercizio legittimo dei poteri speciali da parte degli Stati membri nei settori industriali ed economici considerati di importanza strategica nazionale.

In definitiva, le azioni di "contrasto" intraprese dagli Stati membri devono coordinarsi con i principi europei in materia di libera circolazione dei capitali e di diritto di stabilimento ⁽¹¹⁷⁾.

Alla luce di tutto quanto precede, posto che l'esercizio dei poteri speciali si risolve dunque in una deroga di stretta interpretazione all'esercizio delle libertà fondamentali sancite dai Trattati UE, i suoi presupposti applicativi, e oggettivi e soggettivi, non può prescindere dai principi generali UE di necessità e proporzionalità. L'osservanza di detti principi rappresenta, dunque, non solo un parametro di legittimità *ex post* dell'intervento normativo nazionale ma anche una pre-condizione di esercizio del potere statale ⁽¹¹⁸⁾.

V'è di più, il rigoroso rispetto dei principi di necessità e proporzionalità appare ancora più stringente e rilevante ove si consideri la stessa definizione dei poteri speciali come "*l'insieme dei poteri pubblicistici finalizzati a proteggere interessi nazionali strategici nei confronti di investimenti ed altre operazioni economiche che li possano pregiudicare*" ⁽¹¹⁹⁾. Tale definizione ricomprende in sé un ampio novero di tipologie di provvedimenti nazionali e settori dell'economia potenzialmente considerati strategici. Allora, non esistendo a monte un catalogo predefinito del tipo di poteri da esercitarsi, il rispetto dei sopra menzionati principi UE serve a porre un freno di legalità ad un esercizio del potere potenzialmente indistinto ed indiscriminato.

A tal fine, riveste un'importanza strategica l'*iter* procedimentale e la sua correttezza o meglio – a riprendere le parole dei giudici amministrativi – "*la necessità di una rigorosa istruttoria ai fini della verifica della presenza di beni strategici e di operazioni riconducibili a quelle individuate dalla legge*" ⁽¹²⁰⁾; così il procedimento amministrativo assurge a presupposto oggettivo essenziale di legittimità dell'intervento statale in cui si condensa anche il momento di sindacabilità delle scelte politiche effettuate.

⁽¹¹⁷⁾ O. PALLOTTA, *I presupposti oggettivi e soggettivi*, in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Cazzato-Fiorentino (a cura di), 2025, pp. 79 ss.

⁽¹¹⁸⁾ Come difatti stabilito dalla Corte di giustizia "*Se è pur vero che gli Stati membri restano sostanzialmente liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali, le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza, resta il fatto che tali motivi, nel contesto dell'Unione, e in particolare in quanto autorizzano una deroga a una libertà fondamentale garantita dal Trattato TFUE, devono essere intesi in senso restrittivo, di modo che la loro portata non può essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il consenso delle istituzioni dell'Unione*", cfr. Corte di giustizia UE, sent. 13 luglio 2023, causa C-106/22, par. 66. Sintomatica risulta essere a questo riguardo una decisione della Corte di giustizia circa l'ordinamento belga e l'introduzione di alcune disposizioni istitutive ad appannaggio dello Stato poteri speciali nelle attività di canalizzazione. Osserva suddetta Corte che "*non possono essere negate le preoccupazioni che, a seconda delle circostanze, possono giustificare il fatto che gli Stati membri conservino una certa influenza sulle imprese inizialmente pubbliche e successivamente privatizzate, qualora tali imprese operino nei settori dei servizi di interesse generale o strategico. Tali preoccupazioni non possono tuttavia permettere agli Stati membri di far valere i lor regimi di proprietà [...] per giustificare ostacoli alle libertà previste dal Trattato [...] Infatti come risulta dalla giurisprudenza della Corte, il detto articolo non ha l'effetto di sottrarre i regimi di proprietà esistenti negli Stati membri ai principi fondamentali posti dal Trattato*".

⁽¹¹⁹⁾ M. D'ALBERTI, *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, in G. Napolitano (a cura di), *il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, Bologna, 2019, pp. 83-90.

⁽¹²⁰⁾ TAR Lazio, sent. n. 04488/2022 del 13 aprile 2022.

Il d.l. n. 21/2012 contiene esso stesso un riferimento esplicito ai principi europei fondamentali, prevedendo all'art. 1, par. 3, che l'esercizio dei *golden powers* debba avvenire “*nel rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza*”, dinnanzi una minaccia per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale. Resta inteso che tale regola vale per ogni e qualsiasi intervento statale a prescindere dal settore economico e anche se non espressamente richiamato.

2.4 Presupposti applicativi

I requisiti di intervento previsti dalla disciplina nazionale per l'esercizio dei poteri speciali da parte del Governo sono stabiliti dal d.l. n. 21/2012 e dai relativi decreti attuativi, che adattano le condizioni di esercizio dei poteri speciali ai diversi gruppi di attività economiche considerati.

Come anticipato *supra*, il nuovo istituto si fonda su una logica diversa, basata in *primis* su poteri pubblici di controllo e, a seguire, su poteri di tipo oppositivo e prescrittivo nonché, in ultima istanza, su poteri di tipo interdittivo e sanzionatorio. Come già evidenziato, diverge anche l'ambito di applicazione ora di tipo oggettivo, che si fonda su attività inerenti ai settori strategici della difesa e della sicurezza nazionale ovvero dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e di altri pubblici servizi, piuttosto che sulla forma della compagine societaria che pertanto risulta ai fini dell'esercizio dei poteri speciali del tutto neutrale.

Invero, la principale distinzione con la disciplina previgente sta proprio nell'ambito operativo della nuova normativa ⁽¹²¹⁾, la quale prevede l'esercizio dei poteri speciali rispetto a tutte le società, pubbliche o private che siano, esercenti attività considerate di rilevanza strategica, e non più soltanto rispetto alle compagini societarie privatizzate ovvero in mano pubblica. In pratica, gli attuali poteri non risultano più correlati in maniera esclusiva alla partecipazione pubblica nell'azionariato, ma sono riferiti adesso alle società operanti in «settori strategici» e non genericamente nei «settori dei servizi pubblici» ⁽¹²²⁾.

L'attuale disciplina del *golden power* prevede che, ove si verificano i presupposti di cui agli articoli 1 (difesa e sicurezza nazionale), 1-*bis* (tecnologie 5G) e 2 (energia, trasporti, comunicazioni e nuovi altri settori), e ove da determinati atti possa derivare minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici in determinati settori, mediante decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri, possono essere esercitati i poteri speciali mediante l'adozione delle seguenti misure: (i) imposizione di specifiche condizioni o prescrizioni; (ii) veto all'adozione di delibere, atti o operazioni societarie; e (iii) opposizione all'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazione in un'impresa ⁽¹²³⁾.

⁽¹²¹⁾ Cfr. art. 1 del D.p.c.m. 6 giugno 2014, n. 108, recante «*Individuazione delle attività di rilevanza strategica e delle attività strategiche chiave nei settori della difesa e della sicurezza nazionale di competenza del Ministero della difesa*», e l'art. 1 del D.P.C.M. 18 dicembre 2020, n. 180, recante il «*Regolamento per l'individuazione degli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*».

⁽¹²²⁾ L. V. M. SALAMONE, *La disciplina giuridica dei poteri speciali dello Stato sugli assetti societari e i trasferimenti tecnologici nei settori strategici alla luce del decreto-legge n. 23/2020 (c.d. “Decreto liquidità”) e dei d.p.c.m. 18 dicembre 2020, n. 179 e n. 180*, in *Il diritto amministrativo*, consultabile in <https://www.ildirittoamministrativo.it/disciplina-giuridica-poteri-speciali-Stato-assetto-societari-trasferimenti-tecnologici-settori-strategici-decreto-legge-23-2020-Decreto-liquidita%C3%A0-dpcm-2020-179-180/ed741>.

⁽¹²³⁾ F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione di emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contratto e impresa*, 2022, pp. 202-251; R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *Federalismi*, 2022,

Qualora, dunque, un'operazione rientri nell'ambito applicativo della disciplina in esame, l'impresa sarà tenuta ad effettuare una notifica al Governo che – mediante il Gruppo di coordinamento sui poteri speciali, e successivamente all'istruttoria svolta dal Ministero competente – valuterà se adottare una delle misure in cui si estrinsecano i *golden powers*, vale a dire: (i) non esercizio dei poteri speciali; (ii) esercizio dei poteri speciali nella forma di prescrizioni; e (iii) esercizio dei poteri speciali nella forma di veto all'operazione ⁽¹²⁴⁾.

Più in dettaglio, l'art. 1 del sopra menzionato decreto concerne le operazioni (anche di minoranza e intra UE) relative a imprese attive nei settori della difesa e sicurezza nazionale; l'art. 2 invece riguarda i settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, oltre che gli ulteriori settori di rilevanza strategica per l'interesse nazionale (cfr. comma 1-ter), di cui all'art. 4, par. 1, del Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 marzo 2019.

Trattasi di infrastrutture e tecnologie critiche, tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, sicurezza alimentare, l'accesso a informazioni sensibili, ivi inclusi i dati personali.

Emergono sin da subito evidenti differenze tra gli articoli sopra menzionati.

Infatti, l'articolo 1 riguarda qualsiasi investimento, sia di controllo che non, e comprende tanto gli acquirenti stranieri con sede negli Stati membri che quelli italiani, ad eccezione dello Stato italiano, degli enti pubblici nazionali o degli enti controllati dallo Stato.

L'articolo 2, diversamente, si applica solo agli investimenti di controllo e agli acquirenti non europei, intesi come persone fisiche o giuridiche che non abbiano residenza legale o abituale, sede legale, amministrazione centrale o centro d'attività principale in uno Stato membro dell'UE o dello SEE, o che non sia ivi stabilita.

Gli investitori stranieri sono soggetti all'obbligo di notifica di una transazione rilevante in entrambe le ipotesi di cui agli articoli 1 e 2. Nel caso invece in cui l'investitore sia europeo, l'obbligo di notifica si applicherà solo agli investimenti in un'impresa italiana del settore della difesa e della sicurezza nazionale.

Per quanto concerne i presupposti applicativi, seppur i poteri previsti di fatto coincidano, emergono differenze tra gli articoli 1 e 2: la differenza risiede nel diverso pericolo legittimante l'esercizio dei poteri stessi.

L'inciso di cui all'articolo 2 (*“situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa di settore”*) pone particolare enfasi sul requisito dell'eccezionalità, richiedendo la presenza di una minaccia rinforzata rispetto a quella di cui all'articolo 1, ove invece sarà possibile un esercizio più libero. Pertanto, come si può evincere, nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, affinché possano essere esercitati i poteri speciali si richiede un *quid pluris* rispetto ai requisiti di cui all'articolo 1: si rende necessaria una situazione eccezionale che riduce l'ambito dell'esercizio legittimo dei poteri speciali.

Le fattispecie prese in considerazione dalle due norme riguardano l'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica nei settori della difesa e sicurezza nazionale, mentre l'articolo 2 si applica all'adozione di qualsiasi delibera, atto o operazione,

pp. 1-58; ASSONIME 7/2023, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali*.

⁽¹²⁴⁾ R. CHIEPPA, *op. cit.*, p. 4.

adottato da società che detiene attivi strategici “*che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento delle loro destinazioni*”⁽¹²⁵⁾.

Quanto agli obblighi di notifica, questi incombono non solo sull’impresa che procede all’acquisizione di quote e/o rami di azienda, ma anche, in determinati casi, sull’impresa *target* (oggetto di acquisizione). Per un verso, qualora un’impresa adotti delibere societarie che abbiano per effetto quello di modificare la titolarità, il controllo, o la disponibilità degli attivi medesimi, quest’ultima sarà soggetta ad un obbligo di notifica dell’atto rilevante (articolo 1, co. 4 e articolo 2, co. 2 e 2-ter); per altro verso, in caso di acquisto di partecipazioni, sull’impresa acquirente grava l’obbligo di notifica dell’operazione di acquisto (articolo 1, co. 5 e articolo 2, co. 5).

Con il più volte richiamato d.l. n. 21/2012 sono state introdotte novità di coordinamento tra le due ipotesi che di fatto potevano dar luogo a distinte notifiche, anche a distanza di tempo, con conseguenti duplicazioni procedurali. Così è stato previsto che la notifica avvenga “ove possibile” congiuntamente da ambo le due società, la società acquirente e la società le cui partecipazioni sono oggetto dell’acquisto⁽¹²⁶⁾. La notifica congiunta appare dunque come una possibilità mentre l’obbligo per la società *target* di notificare resta quello stabilito all’articolo 1, co. 4 e dall’articolo 2, co. 2, quali previsioni residuali di chiusura la cui applicazione scatta solo se l’operazione non sia in corso di valutazione o sia già stata valutata ai sensi del comma 5 di ambedue gli articoli.

Va da sé che la presentazione congiunta della notifica – o, in alternativa, la partecipazione della società *target* al medesimo procedimento – consente, da un lato, di alleggerire il carico amministrativo gravante sulle imprese e, dall’altro, di rendere immediatamente applicabili eventuali prescrizioni nei confronti sia dell’acquirente sia della società oggetto dell’operazione, garantendo così una più incisiva efficacia dell’azione amministrativa.

Il quadro così delineato ha subito un primo mutamento, seppure con carattere temporaneo, a seguito del decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23, adottato in ragione dell’emergenza epidemiologica da Covid-19.

La misura mirava a rafforzare i meccanismi di tutela in un momento di particolare fragilità del mercato finanziario e di crisi delle imprese, esposte in misura crescente a potenziali operazioni di acquisizione da parte di soggetti esteri. Con successive proroghe, da ultimo fino al 31 dicembre 2022, è stato ampliato l’ambito di applicazione della disciplina relativa ai poteri speciali anche a: (i) operazioni intra-UE nel caso di acquisizione del controllo di *asset* rientranti nei settori di cui all’articolo 2; e (ii) ad operazioni extra-europee di acquisizioni di partecipazioni di minoranza di una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10%, tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute, quando il valore complessivo dell’investimento sia pari o superiore a un milione di euro (sono altresì notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50% del capitale).

(125) L’art. 24 del d.l. 21 marzo 2022, n. 21 ha corretto tale disallineamento correggendo l’art. 1 del d.l. n. 21/2012: in particolare, ne è stato esteso l’ambito di applicazione anche agli atti e delibere che modificano la titolarità, il controllo e la disponibilità degli attivi di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale e ai casi di cessione di diritti reali o l’assunzione di vincoli derivanti da procedure concorsuali, anche alle ipotesi in cui i beni ritenuti strategici, siano oggetto di assegnazione a titolo di garanzia.

(126) Ove la notifica non sia effettuata congiuntamente dalle due parti del procedimento, la società notificante ha l’onere di inviare, insieme alla notifica, un’informativa, concernente gli elementi essenziali dell’operazione e della notifica medesima, alla società le cui partecipazioni sono oggetto dell’acquisto, allo scopo di consentirne la partecipazione al procedimento, fornendo prova della relativa ricezione.

Successivamente, con il d.l. 21 marzo 2022, n. 21, le disposizioni sopra citate da transitorie si sono trasformate in norme a regime e inserite così nel testo del d.l. n. 21/2012; con riferimento all'acquisto di partecipazioni di controllo da parte di soggetti intra-UE, l'evoluzione normativa ha riguardato i settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo (vedi art. 2, co. 5, dl. n. 21/2012, come modificato dall'art. 25 del d.l. n. 21/2022, con efficacia in tal caso dal 1.1.2023). In tali casi è specificato che l'obbligo di notifica grava anche sui soggetti europei, anche residenti in Italia, al fine di evidenziare l'assenza di profili discriminatori tra imprese UE e imprese nazionali.

La crisi internazionale determinata dal conflitto russo-ucraino ha indotto la Commissione europea a porre una rinnovata attenzione sui meccanismi di *screening* degli investimenti esteri.

Con la comunicazione del 6 aprile 2022, la Commissione ha infatti esortato gli Stati membri a ricorrere in maniera estensiva a tali strumenti nei casi di investimenti riconducibili, in ultima istanza, a persone fisiche o giuridiche di nazionalità russa o bielorusca, con particolare riguardo anche agli investimenti di portafoglio, i quali possono comunque incidere su profili di ordine pubblico e sicurezza (*“Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell’aggressione militare contro l’Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni”*, 2022/C 151 I/01).

In questa prospettiva, l'estensione strutturale della disciplina del *golden power* anche alle operazioni intra-UE mira a prevenire condotte elusive e a garantire una più completa conoscenza delle dinamiche che interessano i mercati.

La medesima finalità antielusiva è stata ulteriormente rafforzata in sede di conversione del d.l. n. 21 del 2022, attraverso la modifica della nozione di “investitore estero”. È stato infatti precisato, con l'integrazione del comma 5-bis dell'articolo 2, che può qualificarsi come esterno all'Unione europea anche il soggetto formalmente cittadino di uno Stato europeo, ma che abbia al di fuori dell'UE il centro della propria attività principale, la residenza o la dimora abituale. Analoga previsione si applica altresì alle persone giuridiche, qualora risultino controllate da tali soggetti.

Nel corso della conversione del d.l. n. 21/2022, il legislatore ha introdotto ulteriori misure volte a rafforzare il sistema dei poteri speciali. In particolare, la disciplina è stata estesa anche alle ipotesi di costituzione di nuove imprese il cui oggetto sociale o gli attivi rientrano nell'ambito di applicazione degli articoli 1 e 2. Con riferimento agli *asset* individuati dall'articolo 2, l'operazione è soggetta a controllo soltanto qualora uno o più soci extra-UE detengano una partecipazione almeno pari al 10% del capitale o dei diritti di voto (art. 1, co. 5-bis e art. 2, co. 7-bis). Si tratta dei cosiddetti investimenti *greenfield*, vale a dire quelli realizzati mediante la creazione *ex novo* di un'attività produttiva all'estero – come, ad esempio, l'apertura di un nuovo stabilimento o di una filiale – in cui non vi è un *asset* preesistente rilevante ai fini del *golden power*, poiché è la stessa operazione di investimento a generare l'attività di interesse strategico ⁽¹²⁷⁾.

Il quadro delineato dal legislatore del 2012 ha subito profonde modifiche in seguito alle nuove esigenze derivanti dalla rapida trasformazione tecnologica ed alla conseguente rilevanza assunta da nuovi tipi di minacce e nuovi *asset* strategici ⁽¹²⁸⁾.

⁽¹²⁷⁾ CHIEPPA, *op. cit.*, pp. 8 ss.

⁽¹²⁸⁾ NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2019, p. 549.

Di fianco ai già menzionati settori della difesa, sicurezza nazionale e dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni, l'ampliamento dei *golden powers* ha portato ad una disciplina espressamente dedicata al 5G. In particolare, il d.l. n. 22/2019 ("Decreto Brexit") ha esteso l'ambito di applicazione dei poteri speciali anche alle "*reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G*", introducendo l'articolo 1-*bis*, secondo il quale ove l'impresa stipuli contratti o concluda accordi volti all'acquisizione di beni e servizi relativi alla progettazione, costruzione, manutenzione e gestione di reti per servizi di telecomunicazione elettronica a banda larga basate sulla tecnologia 5G, o acquisisca componenti ad alta tecnologia funzionali alla realizzazione o alla gestione di tali reti, questa sarà soggetta ad obbligo di notifica nel caso in cui tali contratti siano stipulati con soggetti extra-UE.

La prima novità di suddetta disciplina si rinviene nella circostanza che adesso lo *screening* non viene più effettuato solo nei confronti degli investitori ma anche rispetto i fornitori delle tecnologie relative alle reti.

La seconda novità sta nel fatto che le reti a tecnologia 5G sono state inserite, con l'articolo 1-*bis*, nel settore della difesa e della sicurezza nazionale e non in quello delle comunicazioni, rendendo così le condizioni per l'esercizio del *golden power* meno restrittive. E ciò in ragion del fatto che si ritiene integrato il requisito dell'esistenza di "*minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale*", rispetto al requisito di cui all'articolo 2 del d.l. n. 21/2012 di una "*situazione eccezionale di minaccia effettiva di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti*". Successivamente, al fine di garantire la sicurezza informatica nazionale, è intervenuto il d.l. n. 105/2012, con il quale è stato introdotto il perimetro di sicurezza nazionale cibernetica. Con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri vengono individuati gli enti e gli operatori nazionali pubblici e privati rientranti nel perimetro. Questi ultimi sono chiamati a (i) trasmettere alla Presidenza del Consiglio dei Ministri un elenco aggiornato annualmente in cui sono riportate le reti e i sistemi rilevanti; (ii) notificare al Computer Security Incident Response Team italiano (CSIRT) le violazioni della politica di sicurezza di un sistema che possa compromettere l'integrità, la disponibilità e accessi non autorizzati; ed (iii) assicurare il rispetto delle misure previste con decreto dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri.

Giova richiamare all'attenzione anche la crisi economica causata dalla pandemia Covid-19, durante la quale è intervenuto il legislatore con il d.l. n. 23/2020, poi convertito in legge n. 40/2020 (il già citato Decreto Liquidità).

In un contesto caratterizzato da un forte indebolimento delle attività economiche, dalla volatilità dei mercati e dalla conseguente svalutazione degli *asset* industriali italiani, il Decreto Liquidità amplia notevolmente il perimetro applicativo dei poteri speciali, rendendoli applicabili a (i) transazioni ed operazioni poste in essere da investitori, sia europei che di Paesi non appartenenti all'UE, che detengono attività strategiche nei settori dei trasporti, dell'energia, delle comunicazioni e dell'alta tecnologia, che comportano un cambio di controllo, un cambio di proprietà o un cambio di destinazione d'uso di tali attivi o attività; (ii) acquisizioni di partecipazioni da parte di investitori extra-UE, nel caso in cui la società *target* detenga attività strategiche nei settori dei trasporti, dell'energia, dell'alta tecnologia e delle comunicazioni, che comportino l'acquisizione di almeno il 10% del capitale sociale o dei diritti di voto, a condizione che il valore totale dell'investimento sia pari o superiore a 1 milione di euro. Tale soglia minima, tuttavia, non sarà applicabile in caso di superamento delle soglie di partecipazione del 15%, 20%, 25% e 50%; e (iii) acquisizioni di

partecipazioni da parte di soggetti UE o extra-UE in società che detengono *asset* strategici nei settori dei trasporti, dell'energia, delle comunicazioni e dell'alta tecnologia, che comportano un cambio di controllo ⁽¹²⁹⁾.

Ebbene, l'estensione soggetti dell'applicazione dei poteri speciali anche a investitori UE ha sollevato diversi dubbi di legittimità della normativa italiana. Ciononostante, autorevole dottrina ha evidenziato le principali caratteristiche di tale sistema idonee a fugare tali dubbi quali, la *meritevolezza* dello scopo perseguito, (scopo di prevenire il rischio di scalate ostili tali da ledere il patrimonio industriale di una società dilaniata dalla crisi) e la *proporzionalità* considerato il lasso temporale per la vigenza dei menzionati poteri speciali (anche se oggetto di diverse proroghe) e la necessità di prevenire la compromissione di servizi essenziali.

Un'ulteriore considerazione merita di essere svolta in relazione all'estensione del perimetro applicativo dei *golden powers* anche al settore bancario e assicurativo. Tale ampliamento è stato introdotto a seguito delle indicazioni contenute nella relazione del Comitato parlamentare per la sicurezza della Repubblica (Copasir), dedicata alla protezione degli *asset* strategici nazionali, ove si è sottolineato come l'attuale scenario geopolitico, caratterizzato da crescenti complessità e tensioni, imponga una vigilanza rafforzata sulle dinamiche economico-finanziarie, soprattutto alla luce di potenziali interferenze da parte di soggetti esteri mossi da finalità non esclusivamente economiche ⁽¹³⁰⁾.

2.5 Foreign direct investment e Regolamento (UE) 2019/452

Sotto il profilo dell'ordinamento europeo, le misure che gli Stati membri possono adottare al fine di salvaguardare i propri legittimi interessi possono talvolta minacciare un'apertura agli investimenti esteri diretti. Questi ultimi vengono ricompresi nella materia di politica commerciale comune che, dall'entrata in vigore del Trattato istitutivo della CEE, rappresenta competenza esclusiva dell'Unione europea.

Difatti, ai sensi degli articoli 206-207 del TFUE, l'Unione europea contribuisce allo sviluppo del commercio internazionale e all'uniformità della politica commerciale comune ⁽¹³¹⁾.

In questo complesso quadro normativo, finanche nel 2019 l'Unione europea inizia a dotarsi di un meccanismo di controllo degli investimenti esteri diretti.

⁽¹²⁹⁾ LIPANI-MAZZONCINI, *Foreign Direct Investment Regulation Guide*, I, p.187.

⁽¹³⁰⁾ Cfr. SACCO GINEVRI, *Golden powers, banche e assicurazioni: le ragioni di un difficile incontro*, in *DirittoBancario.it* 11/2020, disponibile all'indirizzo <https://www.dirittoBancario.it/art/golden-powers-banche-e-assicurazioni-le-ragioni-di-un-difficile-incontro/>; Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, “*Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*”, doc. XXXIV n.3, 2020.

⁽¹³¹⁾ G. SERAFIN, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2/2021, pp. 1017 ss.

Così in data 19 marzo 2019 il Parlamento europeo ed il Consiglio hanno emanato il Regolamento (UE) 2019/452 “che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti stranieri diretti dell’Unione”⁽¹³²⁾, in particolar modo di quelli cc.dd. *state-backed* ⁽¹³³⁾.

Prima dell’entrata in vigore di suddetto regolamento non sussisteva alcuna forma di cooperazione formale a livello europeo tra gli Stati membri e la Commissione, la quale non aveva invero nessun ruolo nel controllo degli IED nell’Unione europea. Tuttavia, nel corso del tempo sono mutati i vari profili degli investitori e i relativi modelli di investimento: da qui la necessità di rafforzare gli strumenti di tutela posti dall’ordinamento europeo. Accrescono gli investitori di paesi non appartenenti all’OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), spesso promossi dai propri governi interessati a realizzare determinati investimenti non sempre per motivi puramente commerciali ⁽¹³⁴⁾.

Con questa nuova regolamentazione, le Istituzioni europee – da un lato – prendono atto che gli Stati membri adottano e hanno adottato misure tra loro divergenti in tema di controllo degli investimenti esteri diretti per tutelare la sicurezza e l’ordine pubblico e – dall’altro – non intendono sostituirle bensì istituire un meccanismo di cooperazione tra gli Stati, fondato su un efficiente scambio di informazioni tra essi e la Commissione europea ⁽¹³⁵⁾.

Il regolamento sul controllo degli investimenti diretti esteri (*IED*) si fonda dunque su un’attenzione specifica alla tutela della sicurezza e dell’ordine pubblico, accompagnata da una chiara consapevolezza dell’importanza degli obiettivi strategici degli investimenti e dei potenziali rischi connessi a determinate operazioni o categorie di investitori.

Già dal tenore del primo *considerando* si evince il *favor* del legislatore europeo nei confronti degli investimenti esteri diretti considerati come fondamentale fonte di crescita e sviluppo: “*Gli investimenti esteri diretti contribuiscono alla crescita dell’Unione rafforzandone la competitività, creando posti di lavoro ed economie di scala, apportando capitali, tecnologie, innovazione e competenze e aprendo nuovi mercati per le esportazioni dell’Unione. Essi sostengono gli obiettivi del piano di investimenti per l’Europa e contribuiscono ad altri progetti e programmi dell’Unione*”. Ad ogni modo, il Regolamento è sempre volto a proteggere gli interessi essenziali degli Stati membri e dell’Unione collegati agli investimenti stranieri.

⁽¹³²⁾ Ai sensi dell’art. 2, n.1 del Regolamento per investimento estero diretto si intende: “un investimento di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l’investitore estero e l’imprenditore o l’impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un’attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un’attività economica”. Cfr. S. BARIATTI, *Current trends in foreign direct investments: open issues on national screening systems*, in *Il controllo sugli investimenti diretti*, a cura di G. Napolitano, il Mulino, Bologna, 2020, 41; N. DE LUCA, *The EU and Member States: FDI, portfolio investments, golden powers and SWFs*, in *Research Handbook on Sovereign Wealth Fund and International Investment Law*, a cura di F. Bassan, Edward Elgar, Cheltenham, 2015, pp. 178 ss.

⁽¹³³⁾ M. MANNA, *I golden powers. Dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l’eterno ritorno dello Stato nell’economia*, in *Dir. risp.*, n. 3, 2022, pp. 26 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L’espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 1/2019, pp. 151 ss.

⁽¹³⁴⁾ M. RESCIGNO, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell’Europa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2020, p. 847; S. GLUBICH, *Il regolamento europeo per il controllo degli investimenti diretti esteri: opportunità e occasione mancata per i “poteri speciali” dell’Unione europea?*, in *Gnosis*, 2019.

⁽¹³⁵⁾ G. SERAFIN, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, cit., p. 1018.

Ciò si evince proprio dal *considerando* n. 35, secondo il quale gli Stati possono stabilire misure restrittive al commercio internazionale per ragioni di ordine pubblico o di sicurezza nazionale ⁽¹³⁶⁾. Va rilevato inoltre che il Regolamento richiamato non interviene tanto sugli aspetti di natura materiale che, di contro, sono di esclusivo appannaggio degli Stati membri, si interessa piuttosto di imporre a questi ultimi l'obbligo di introdurre una regolamentazione sul controllo di investimenti stranieri che possano potenzialmente ledere la loro sicurezza nazionale e/o l'ordine pubblico.

Tre sono infatti i rami d'azione del Regolamento UE: (i) la procedimentalizzazione dello scrutinio degli investimenti esteri; (ii) l'individuazione di criteri oggettivi da osservare in caso di esclusione di una data operazione compiuta da un investitore straniero, anche quando ciò dipenda da qualifiche personali dell'investitore stesso; e (iii) l'istituzionalizzazione di un meccanismo di cooperazione tra gli Stati Membri e tra essi e l'Unione ⁽¹³⁷⁾.

Importante attenzionare a detto riguardo la nozione di "meccanismo di controllo" di cui all'art. 2, n. 4 ⁽¹³⁸⁾.

Dunque, nel tentativo di creare un sistema di controllo chiaro e coerente, il legislatore europeo intende garantire un principio di certezza giuridica, ideato soprattutto a favore degli investitori stranieri piuttosto che a tutela diretta degli Stati membri. Ciò deriva dal fatto che gli investitori necessitano di conoscere con precisione il campo di intervento riconosciuto agli Stati quando si tratta di investimenti che incidono su settori o interessi strategici nazionali.

Ciò è rafforzato anche dal primo comma dell'articolo 3 secondo cui gli Stati membri possono mantenere, modificare o adottare meccanismi per controllare gli investimenti esteri diretti nel loro territorio per motivi di sicurezza o di ordine pubblico. Pertanto, essendo gli Stati membri a poter decidere se attivare o meno i meccanismi di controllo, allora i meccanismi stessi dovranno essere conformi agli *standards* tracciati dal Regolamento.

Il successivo articolo 4 del Regolamento è invece rubricato "Fattori che possono essere presi in considerazione dagli Stati membri e dalla Commissione", che – col tentativo di oggettivizzare il controllo degli investimenti esteri diretti, enuclea a titolo esemplificativo elementi e fattori che gli Stati membri devono tener a mente nella valutazione degli investimenti ⁽¹³⁹⁾. Tale norma permette

⁽¹³⁶⁾ "L'attuazione del presente regolamento da parte dell'Unione e degli Stati membri dovrebbe conformarsi alle pertinenti prescrizioni per l'imposizione di misure restrittive per motivi di sicurezza e di ordine pubblico di cui agli accordi OMC, compresi in particolare l'articolo XIV, lettera a), e l'articolo XIV bis dell'accordo generale sugli scambi di servizi (...)".

⁽¹³⁷⁾ V. G. SCARCHILLO, *Golden Powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2/2020, p. 594.

⁽¹³⁸⁾ "Uno strumento di applicazione generale, come una legge o un regolamento, accompagnato dalle relative prescrizioni amministrative o norme di attuazione o dai relativi orientamenti, che definisce i termini, le condizioni e le procedure per valutare, esaminare, autorizzare, sottoporre a condizioni, vietare o liquidare investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza o di ordine pubblico".

⁽¹³⁹⁾ 1. Le cc.dd. "infrastrutture critiche", tanto fisiche quanto virtuali, quali l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie, e le strutture sensibili, nonché gli investimenti in terreni e immobili fondamentali per l'utilizzo di tali infrastrutture. 2. Le cc.dd. "tecnologie critiche" e i prodotti a duplice uso, quali l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la *cybersecurity*, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie. 3. L'approvvigionamento dei fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare. 4. L'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni. 5. La libertà ed il pluralismo dei media.

agli Stati di dotarsi di regole e meccanismi di controllo nei settori indicati dalla stessa; parallelamente invita gli Stati Membri, privi dei relativi sistemi di controllo, ad introdurli ⁽¹⁴⁰⁾.

È bene notare sin da subito l'analogia fra le "attività strategiche" menzionate nell'articolo 4 del Regolamento europeo appena elencate e la delimitazione dei settori ad alta intensità tecnologica effettuata nel 2017 dal legislatore italiano mediante l'introduzione del comma 1-ter all'art. 2 della legge sui *golden powers* ⁽¹⁴¹⁾.

Inoltre, gli Stati devono anche considerare la sussistenza di eventuali caratteristiche dell'investitore estero, *i.e.*, "una persona fisica di un paese terzo o un'impresa di un paese terzo che intende realizzare o ha realizzato un investimento estero diretto" (cfr. art. 2, n. 2). Più in dettaglio il 2 comma dell'art. 4 elenca una serie di requisiti soggettivi dell'investitore, quali *a*) il controllo diretto o indiretto dell'investitore estero da parte dell'amministrazione pubblica (al fine di evitare investimenti *state-backed*); *b*) il precedente coinvolgimento dell'investitore estero in attività che incidono sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in uno Stato membro (al fine di salvaguardare l'ordine pubblico); *c*) la sussistenza di un grave rischio che l'investitore intraprenda attività illegali o criminali (al fine di prevenire attività criminali).

In conclusione, la terza linea d'azione individuata dal Regolamento riguarda l'istituzionalizzazione del meccanismo di controllo. Sovvengono gli articoli 6, 7 e 8 del Regolamento che intendono generare la cooperazione tra gli Stati membri e la Commissione relativamente agli investimenti diretti oggetto di un controllo in corso, quelli per cui non è stato ancora avviato un procedimento di controllo e infine quelli che sono idonei a incidere su programmi di rilievo per l'UE.

In conformità all'articolo 6 del Regolamento, nel primo caso è previsto che lo Stato membro che effettua il controllo trasmetta una notifica agli altri Stati membri e alla Commissione europea. Questi ultimi possono presentare osservazioni o commenti volti a evidenziare se l'investimento in questione possa incidere sulla loro sicurezza o sul loro ordine pubblico. Inoltre, la Commissione, sia di propria iniziativa sia su richiesta di uno o più Stati membri, ha facoltà di formulare un parere, del quale lo Stato membro interessato — pur mantenendo la competenza esclusiva sulla decisione finale — è tenuto a tener conto.

Nel secondo caso lo Stato che consideri che un investimento estero diretto in altro Stato, già effettuato o non soggetto a controllo, possa incidere sulla sicurezza e ordine pubblico, può proporre osservazioni alla Commissione e allo stesso Stato membro. Anche la stessa Commissione europea può di sua iniziativa proporre osservazioni e può emettere un parere. Inoltre, anche in assenza di controllo in corso in uno Stato membro, vi è il diritto di avere le informazioni indicate all'articolo 9 del Regolamento al fine di proporre osservazioni e pareri.

Alla luce di tutto quanto precede, pare opportuno menzionare che gli investimenti esteri diretti sono movimenti di capitali a norma dell'articolo 63 del TFUE. Tale norma vieta inoltre le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri nonché tra Stati membri e paesi terzi, con la conseguenza che i meccanismi di controllo degli investimenti possono costituire una restrizione alla libera circolazione dei capitali, giustificata solo ove sia necessaria e proporzionata al raggiungimento degli obiettivi

⁽¹⁴⁰⁾ V. G. NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento Europeo*, in *Foreign Direct Investments Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, 2019, pp. 136 ss.

⁽¹⁴¹⁾ A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1/2019, pp. 172 ss.

definiti nel Trattato, anche per motivi di pubblica sicurezza e ordine pubblico (cfr. art. 65 TFUE), o per motivi imperativi di interesse generale quali definiti dalla Corte di giustizia dell'Unione europea. Come chiarito dalla giurisprudenza della Corte di giustizia, pur spettando agli Stati membri un ampio margine di discrezionalità nella definizione delle esigenze di ordine pubblico e di sicurezza nazionale, tali concetti non possono essere determinati unilateralmente, in assenza di qualsiasi forma di controllo da parte delle Istituzioni dell'Unione, e devono essere oggetto di un'interpretazione *restrittiva*.

In altri termini, il ricorso a tali motivi è giustificato solo in presenza di una minaccia *effettiva* e sufficientemente *grave* nei confronti di uno degli interessi fondamentali della collettività.

Ne consegue che le limitazioni alle libertà fondamentali non possono essere impiegate in modo strumentale per perseguire obiettivi meramente economici. Inoltre, i meccanismi di controllo degli investimenti devono rispettare i principi generali del diritto dell'Unione, in particolare quelli di proporzionalità e di certezza del diritto — principi che impongono criteri chiari, non discriminatori e trasparenti per la valutazione degli investimenti, nonché la possibilità per gli investitori di conoscere preventivamente tali regole e di accedere a un effettivo controllo giurisdizionale ⁽¹⁴²⁾.

Per concludere, si può sostenere in chiave critica che il Regolamento in esame non si limiti a definire un semplice meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri dell'Unione europea nell'esercizio della loro competenza di controllo sugli investimenti esteri diretti ma riflette, piuttosto, la preoccupazione che alcuni Stati membri, spinti da interessi economici, possano omettere di predisporre adeguati strumenti di vigilanza sugli investimenti esteri diretti, i quali potrebbero compromettere la sicurezza o l'ordine pubblico degli altri Stati e dell'Unione nel loro complesso ⁽¹⁴³⁾.

2.6 La compatibilità dell'istituto con il profilo societario

In continuità con quanto detto sinora, il presente paragrafo intende interrogarsi sulla coerenza e sull'armonizzazione della disciplina in tema di *golden power* con i diversi istituti propri del diritto societario.

Con riferimento al settore della difesa e della sicurezza nazionale, degno di nota è anzitutto l'articolo 1, quinto comma del d.l. n. 21/2012, il quale impone di notificare, entro dieci giorni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, a chiunque acquisisca una partecipazione l'eventuale superamento di determinate soglie ⁽¹⁴⁴⁾.

Ai fini dell'esercizio del potere di opposizione, rilevano tutti gli acquisti effettuati, a qualsiasi titolo, diretti e/o indiretti, anche attraverso acquisizioni successive, per interposta persona o tramite soggetti altrimenti collegati, di un livello di partecipazione al capitale con diritto di voto tali da compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. A tal fine, la normativa prevede – richiamando

⁽¹⁴²⁾ A.S. GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1/2019, pp. 172 ss.

⁽¹⁴³⁾ V. M. RESCIGNO, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5/2020, p. 858.

⁽¹⁴⁴⁾ Sgombrando il campo da ogni eventuale equivoco, ci si è allontanati dal rinvio all'art. 120 TUF. Prima della modifica del d.l. 8 PRILE 2020, n. 23, la normativa prevedeva delle soglie solo relativamente agli acquisti di azioni in società quotate e la prima soglia veniva individuata mediante il rinvio all'art. 120 TUF, mentre le restanti venivano individuate con Decreto. Di contro, non veniva indicate soglie rilevanti per l'acquisto di partecipazioni in società diverse dalle s.p.a. con azioni non ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati.

gli articoli 122 TUF e 2341-*bis* cod. civ. – il computo anche di quelle partecipazioni detenute da terzi con i quali l'acquirente abbia stipulati accordi parasociali.

Al fine della notifica, il primo tema che si pone concerne il significato del termine *partecipazione*.

Non è perfettamente univoco, in particolare, se, nel computo delle soglie, vadano conteggiate le sole partecipazioni al capitale in senso stretto o se invece si debba estendere il concetto anche a strumenti diversi da azioni e/o quote. Ed infatti, come anticipato *supra*, vero è che la notifica debba essere effettuata in relazione ad acquisti che abbaino ad oggetto azioni e/o quote, ma è altrettanto vero che l'esercizio del potere di opposizione riguarda la circostanza in cui l'acquirente divenga titolare di una partecipazione *in grado di compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale* ⁽¹⁴⁵⁾.

Un altro nodo da sciogliere concerne i presupposti che il Governo deve valutare nella considerazione del possibile pregiudizio agli interessi tutelati dato l'acquisto di una partecipazione rilevante, alla luce della potenziale influenza dell'acquirente sulla società, anche in ragione dell'entità della partecipazione acquisita ⁽¹⁴⁶⁾. Anche se la combinazione di questi fattori sembra suggerire un'accezione più estesa, capace di oltrepassare i limiti delle sole partecipazioni al capitale sociale, permangono comunque numerosi profili problematici.

Delicato risulta anzitutto il trattamento delle acquisizioni di strumenti finanziari partecipativi (che le società per azioni possono emettere ai sensi dell'art. 2346 cod. civ., sesto comma) che possono godere, oltre che di diritti patrimoniali, anche di diritti amministrativi ⁽¹⁴⁷⁾.

Sebbene non sia individuabile una soluzione univoca, pare preferibile ritenere che, ove i diritti amministrativi siano potenzialmente in grado di raggiungere diritti di voto superiori alle soglie di legge, l'acquisizione debba essere comunque notificata al Governo.

Diversi sono invece quegli strumenti finanziari che non rientrano nella nozione di partecipazione in senso stretto, ma possono essere convertiti in una partecipazione al capitale sociale ovvero incorporare un diritto all'acquisto: è il caso, a titolo esemplificativo, delle obbligazioni convertibili in azioni, le obbligazioni *cum warrant*, o gli strumenti finanziari derivati che incorporino un diritto di conversione in azioni. A questo riguardo la dottrina maggioritaria si è anche interrogata sulla figura degli strumenti finanziari derivativi, di per loro idonei a dare luogo all'acquisto di azioni ⁽¹⁴⁸⁾.

Tuttavia, anche intendendo il termine partecipazione in senso più ampio, come partecipazione al capitale, sorgono diverse questioni.

In primo luogo, controverso è se nel computo delle soglie, rilevino anche le azioni prive del diritto di voto, che, d'altro canto, non sarebbero idonee ad influire sul governo societario senza dunque poter e dover rilevare ai fini della valutazione del potenziale pregiudizio agli interessi tutelati dalla disciplina in disamina.

Nonostante dunque la risposta possa sembrare in via preliminare negativa, la prospettiva cambia se si consideri che, aldilà dell'esercizio del voto, il socio potrebbe comunque incidere indirettamente sulla *governance* della società esercitando altri diritti amministrativi (quali, il diritto di esercitare un'azione di responsabilità ovvero l'esercizio delle facoltà di denuncia).

⁽¹⁴⁵⁾ Cfr. art. 1, primo comma, lett. c), d.l. n. 21/2012.

⁽¹⁴⁶⁾ Cfr. art. 1, terzo comma, d.l. n. 21/2012.

⁽¹⁴⁷⁾ G. SERAFIN, *op. cit.*, pp. 1020 ss.; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2012, pp. 177 ss.; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Milano, Giuffrè, 2006, pp. 36 ss.

⁽¹⁴⁸⁾ A. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, pp. 733 ss.;

Altra questione riguarda la fatidica domanda se di debba tener conto nel computo delle azioni anche di quelle che attribuiscono diritti di voto non proporzionali alla partecipazione al capitale, le cc.dd. azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato ⁽¹⁴⁹⁾.

Analoghe incertezze permeano anche la nozione di *capitale* da calcolare al denominatore.

È dubbio, in particolare, se si debba considerare il totale delle azioni emesse, il totale delle sole azioni con diritto di voto ovvero il totale dei soli diritti di voto.

Una prima soluzione è offerta dal TUF che, ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, per *capitale* intende quello rappresentato da azioni con diritto di voto e, ove siano state emesse azioni che prevedono maggiorazioni del voto, il numero complessivo dei diritti di voto ⁽¹⁵⁰⁾.

Ciò premesso, considerato che la disciplina in esame tiene conto, ai fini dell'esercizio dell'opposizione di partecipazioni rilevanti, della possibilità di esercitare diritti di voto in grado di ledere gli interessi tutelati, l'attenzione deve essere ora spostata dalla mera idea di partecipazione al capitale a quello di titolarità del diritto di voto ⁽¹⁵¹⁾.

In questo senso, al fine di dedurre un criterio adeguatamente chiaro, pare appropriato considerare rilevanti tutte quelle partecipazioni che sono idonee ad avere una influenza effettiva sulla *governance* dell'impresa (attributive dunque del diritto di voto), a prescindere dalla circostanza che possano ricondursi ad una partecipazione al capitale in senso stretto. *Nulla quaestio* dunque per gli strumenti finanziari partecipativi che attribuiscono diritti amministrativi, azioni o quote attributive di un diritto di voto più che proporzionato alla partecipazione al capitale, mentre di contro non dovrebbero rilevare le azioni istituzionalmente prive del diritto di voto.

Sulla base di tali premesse, abbracciando la soluzione per cui rilevino le partecipazioni già effettivamente idonee ad incidere sulla *governance*, vi sono estranee quelle che comportino solo una potenziale aspettativa. Il riferimento va a tutti quegli strumenti finanziari che incorporano un diritto ad acquistare le azioni, ovvero le obbligazioni convertibili in azioni, le obbligazioni *cum warrant* e gli strumenti finanziari derivati.

In tutti questi casi infatti il diritto di voto è potenziale e la loro inclusione nella nozione di partecipazione non troverebbe certamente ragione nel *rationale* dei poteri speciali. L'eventuale notifica andrà svolta solo nel caso in cui le azioni verranno effettivamente acquisite.

Riguardo al momento in cui sorge l'obbligo di notifica, più complesso appare il caso in cui il diritto di voto dipenda dal verificarsi di un certo evento piuttosto che da una fattispecie di acquisto in senso stretto. È questo il caso in cui una delle soglie rilevanti venga superata in virtù del conseguimento della maggiorazione. Le azioni a voto maggiorato attribuiscono un "premio" a favore di quei soci che abbiano conservato le azioni per un periodo continuativo di almeno ventiquattro mesi (c.d. *vesting period*). Il beneficio non è immediato ma matura in seguito e, anzi, decade se le azioni in possesso vengano cedute.

A tale riguardo sembra allora preferibile sostenere che l'obbligo di notifica sorga al momento in cui il socio ottenga effettivamente il diritto alla maggiorazione, dato che tale beneficio è opzionale. La

⁽¹⁴⁹⁾ F. RIGANTI, *I golden powers italiani tra "vecchie" privatizzazioni e "nuova" disciplina emergenziale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, pp. 867 ss.

⁽¹⁵⁰⁾ A. PETRUZZI, *Sub art. 120*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, a cura di V. Calandra Buonauro, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2020, pp. 913 ss.

⁽¹⁵¹⁾ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*.

notifica potrebbe verificarsi solo al momento in cui il socio abbia effettivamente goduto del beneficio della maggiorazione del voto che comporti eventualmente il superamento delle soglie stabilite.

Diversi ma tutt'altro che infrequenti questioni di compatibilità col diritto societario si pongono in relazione agli altri settori oggetto della disciplina *golden power*.

A differenza della difesa e della sicurezza nazionale, nel settore dei trasporti, comunicazioni e degli altri elencati all'articolo 4, par. 1 del Regolamento UE non vengono stabilite soglie specifiche, ma il *focus* è posto sulla nozione di *controllo*. A tal fine, il richiamo va all'articolo 2359 cod. civ. e geneticamente al TUF, per esso all'articolo 93.

Rilevano dunque gli acquisti di partecipazioni in società che detengono *assets* strategici da parte di un soggetto esterno all'Unione tali da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente tramite l'assunzione del controllo della società.

Il primo nodo normativo di non poco momento riguarda l'eventuale applicabilità dell'articolo 2359 cod. civ. alle sole s.p.a. di diritto comune mentre il TUF alle sole s.p.a. quotate, differenza questa fondamentale in quanto la norma del testo unico contempla fattispecie di controllo non tipizzate invece dalla disciplina codicistica. Quanto alla nozione di controllo esterno, l'articolo 93 TUF disciplina, oltre al tipico controllo "contrattuale", altre due fattispecie: (i) il controllo esercitato in virtù di clausole statutarie e (ii) il controllo esercitato in virtù di un accordo con altri soci.

Sub(i) potrebbero rilevare quelle clausole statutarie che attribuiscono diritti particolari circa l'amministrazione della società tali da attribuire al socio un'influenza dominante.

Sub(ii) si riconosce la possibilità che tale forma di controllo si realizzi mediante un patto parasociale, tale da attribuire al socio la disponibilità di diritti di voto sufficienti per esercitare in assemblea un'influenza dominante (i soli sindacati di voto).

Merita attenzione l'articolo 2, quinto comma, d.l. n. 21/2012, che, ai fini del calcolo della partecipazione rilevante, include espressamente nel computo anche le partecipazioni detenute da terzi con i quali l'acquirente abbia stipulato un patto parasociale. Conseguentemente, non solo viene meno sul punto la differenza tra le due norme sul controllo ma si attribuisce rilevanza anche ad altre tipologie di patti parasociali.

Inoltre, la norma sembrerebbe comprendere anche quelle clausole statutarie che attribuiscono al socio uno spettro di voti più che proporzionale alla partecipazione detenuta ⁽¹⁵²⁾.

Una simile situazione, come anticipato, è di gran lunga complessa da computare nella partecipazione rilevante posto che non riguarda una fattispecie di acquisto vera e propria.

Per tali ragioni è opportuno avallare la più ampia interpretazione della norma, richiamando le due normative in via cumulativa e non alternativa ⁽¹⁵³⁾.

2.7 L'evoluzione dei poteri speciali in periodo emergenziale e *post* emergenziale

L'ultimo passaggio di cui tener conto ai fini del presente elaborato è costituito dalla disciplina emergenziale dovuta alla pandemia da Covid-19, che ha sottoposto a forte tensione le imprese dal punto di vista economico, e non solo.

⁽¹⁵²⁾ M. MIOLA, *Sub art. 93*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, Cedam, 1998, p. 776.

⁽¹⁵³⁾ G. SERAFIN, *op. cit.*, pp. 1035 ss.

Come evidenziato dalla Commissione europea nella comunicazione del 26 marzo 2020, una delle conseguenze più preoccupanti ha riguardato le imprese “strategiche” per gli interessi primari degli Stati di appartenenza, le quali hanno subito una generalizzata discesa, enfatizzando il rischio di potenziali acquisizioni predatorie, nell’allora attuale congiuntura economica, ovvero di operazioni speculative nei mercati.

La diffusione del Covid-19 ha dunque comportato l’introduzione di misure nazionali volte a preservare gli *asset* strategici e, conseguentemente, la ripresa imprenditoriale⁽¹⁵⁴⁾.

Ciò ha reso dunque opportuno l’intervento del legislatore nazionale con l’adozione del d.l. 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. Decreto Liquidità), 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 dei termini amministrativi e processuali*”⁽¹⁵⁵⁾, convertito con modificazioni nella l. n. 40 del 5 giugno 2020. Il legislatore domestico è intervenuto in *subiecta materia* potenziando considerevolmente i poteri governativi sugli investimenti esteri diretti, al precipuo fine di proteggere gli attivi strategici delle società operanti in settori chiave per l’economia nazionale.

Nello specifico, il primo intervento ha riguardato l’ampliamento dei settori, rendendo immediatamente operativi i poteri speciali nei settori previsti dall’articolo 4 del Regolamento europeo, nelle more dell’approvazione del decreto ministeriale che avrebbe dovuto individuare i beni e rapporti ricompresi in tali settori⁽¹⁵⁶⁾.

Il decreto liquidità puntualizza, inoltre, che nel settore finanziario dovranno includersi anche i settori assicurativo e creditizio⁽¹⁵⁷⁾ e, in quello sanitario, la produzione, l’importazione e la distribuzione all’ingrosso di dispositivi medicali, medico-chirurgici e di protezione individuale.

Il secondo intervento ha riguardato un’estensione soggettiva degli obblighi di notifica in relazione all’acquisto di partecipazioni rilevanti in tutti i settori di cui all’articolo 2 del d.l. n. 21/2012. Vengono dunque assoggettate alla disciplina *golden powers* le acquisizioni di rilevanza tale da determinare l’insediamento stabile dell’acquirente in virtù del controllo assunto anche da parte di soggetti intraeuropei.

In particolare, l’articolo 4-*bis* del d.l. 105/2019 prevede che il controllo governativo non è escluso nemmeno nei casi in cui il potenziale acquirente sia un soggetto europeo sottoposto al controllo di un’amministrazione pubblica di uno Stato membro dell’Unione europea⁽¹⁵⁸⁾.

Come già ribadito più volte, l’acquisto di partecipazioni rilevanti in relazione ai settori di cui all’articolo 2 del d.l. n. 21/2012 prevede che la notifica vada eseguita solo in ragione dell’assunzione del controllo nella società *target*.

⁽¹⁵⁴⁾ F. ANNUNZIATA-A.S. GINEVRI-C. S. MAURO, *I golden powers tra Stato e mercato*, in *Sistema produttivo e finanziario post covid-19: dall’efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell’economia*, 2020, p. 434.

⁽¹⁵⁵⁾ G. SERAFIN, *op. cit.*, pp. 1051 ss.; M. BIANCA-G. SERAFINI, *Il diritto dell’impresa e la sfida del covid-19*, in *Virus in fabula. Diritti e istituzioni ai tempi del covid-19*, Trieste, EUT-Edizioni Università in Trieste, 2020, pp. 225 ss.; F. ANNUNZIATA-M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2020, pp. 572 ss.

⁽¹⁵⁶⁾ Cfr. D.p.c.m. 18 dicembre 2020, n. 179, Regolamento per l’individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionale nei settori di cui all’art. 4, par. 1, del Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, a norma dell’art. 2, comma 1-*ter*, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21.

⁽¹⁵⁷⁾ F. BASSAN, *Prime note prospettive sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, in *Dirittobancario.it*, aprile 2020, pp. 1 ss.; R. LENER, *Brevi note sul golden power nel settore finanziario alla luce del Decreto Liquidità*, in *AGE*, 2020, pp. 545 ss.

⁽¹⁵⁸⁾ F. ANNUNZIATA-A.S. GINEVRI-C. S. MAURO, *I golden powers tra Stato e mercato*, in *Sistema produttivo e finanziario post covid-19: dall’efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell’economia*, 2020, p. 434.

Il nuovo decreto liquidità modifica tale requisito in relazione ai soggetti esteri non appartenenti all'UE, determinando che l'acquisto vada notificato in relazione a partecipazioni che attribuiscono una quota dei diritti di voto pari almeno al 10%, oltre che nei casi in cui il valore complessivo dell'investimento sia pari o superiore a 1 milione di euro (a prescindere dunque da situazioni di controllo). È prevista per giunta una ulteriore notifica delle acquisizioni nei casi di superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50%, al fine di aumentare il grado di trasparenza sulle acquisizioni.

Successivamente, con il d.l. 21 marzo 2022, n.21 recante “*Norme urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina*”, convertito con modificazioni dalla legge 20 maggio 2022, n. 51, il legislatore italiano è intervenuto ancora una volta in tema di poteri speciali.

Suddetto intervento si inserisce in un contesto geo-politico nuovo, in cui la stessa Unione europea ha sollecitato gli Stati membri ad esercitare i poteri speciali in caso di investimenti effettuati da soggetti che possano avere contatti con la Russia e/o Bielorussia e che possano produrre effetti sull'ordine pubblico e la sicurezza.

Le principali modifiche apportate in materia riguardano (i) il campo di applicazione della normativa; (ii) il settore della comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia di quinta generazione e *cloud*; (iii) il coinvolgimento della società le cui partecipazioni sono oggetto di acquisizione del procedimento relativo all'esercizio dei poteri speciali e (iv) l'introduzione del meccanismo di prenotifica ⁽¹⁵⁹⁾.

Relativamente al campo di applicazione della normativa, con riferimento al settore della difesa e della sicurezza nazionale è stata attuata una speculare corresponsione dei poteri simile a quella dei settori di cui all'articolo 2. In particolare, è stato previsto che nel settore della difesa e della sicurezza nazionale, il potere di veto potesse essere esercitato in relazione all'adozione di delibere, atti o operazioni che abbiano come effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi strategici, estendendo i relativi obblighi di notifica anche alla costituzione di imprese di rilevanza strategica.

Con riferimento ai settori dell'energia, trasporti e comunicazioni, si è reso permanente il regime temporaneo introdotto in fase emergenziale. In particolare, in tali settori e in quello della salute, agroalimentare e finanziario, è stato inserito l'obbligo di notifica degli acquisti di partecipazioni sociali che determinano l'insediamento stabile dell'acquirente in forza dell'assunzione del controllo, anche da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea, inclusi i soggetti italiani.

Quanto al punto (ii), l'articolo 28 del d.l. n. 21/2022 ha modificato significativamente la previgente disciplina in materia di comunicazione a banda larga basata sulla tecnologia di quinta generazione e *cloud*: dalla notifica del singolo contratto a quella della programmazione annuale degli acquisti.

Per quanto concerne il coinvolgimento delle società le cui partecipazioni siano oggetto di acquisizione nel procedimento volto all'esercizio dei *golden powers*, l'articolo 1, quinto comma del d.l. n. 21/2012 è stato modificato mediante l'introduzione della previsione secondo la quale, la notifica dell'acquisizione di partecipazioni in imprese che svolgono attività strategica (cui è tenuto l'acquirente) debba avvenire congiuntamente alla società *target* (le cui partecipazioni sono oggetto dell'acquisto). Ove non avvenga la notifica congiunta, la società notificante ha l'onere di trasmettere alla società *target* un'informativa contestuale alla notifica e contenente gli elementi essenziali dell'operazione e della notifica stessa, al fine di facilitare la partecipazione al procedimento.

⁽¹⁵⁹⁾ F. PRENESTINI, *Golden power: una tela di Penelope*, in *Rivista delle Società*, 2/2022, p. 667.

Infine, si noti l'introduzione di un sistema di prenotifica finalizzata a garantire un esame attento delle operazioni rilevanti già in una fase anteriore alla formale notifica così da effettuare un'analisi preliminare sulla possibile applicazione dei *golden powers* ⁽¹⁶⁰⁾.

In conclusione, tutto quanto precede pone un tema riguardo il (nuovo) ruolo dello Stato nell'economia. Ci si interroga se, nell'attuale congiuntura economica, lo Stato resti uno spettatore imparziale ed estraneo alle vicende di operatori privati ovvero debba ritornare protagonista di anzidette vicende, assumendo un ruolo decisivo e strategico in economia. Il riferimento ricade sul modello di uno "Stato investitore" che torna ad avere un ruolo attivo in ambito economico.

Ciò detto, tuttavia, sarebbe chiaramente auspicabile che la disciplina nazionale sui *golden powers* evolva in armonia al principio di proporzionalità, prevedendo soglie e presupposti chiari e precisi con gli interessi protetti, evitando che lo scrutinio governativo appaia in definitiva sproporzionato rispetto agli obiettivi prefissati dal legislatore.

In altri termini, un ritorno a logiche di vigilanza strutturale basate su un costante controllo del pubblico sul privato, in un mercato ormai aperto alla globalizzazione, potrebbe creare temi e questioni nuove.

La dottrina maggioritaria ritiene infatti che bisogni intervenire piuttosto sull'essere e sul restare italiani sostenendo l'ecosistema di appartenenza ⁽¹⁶¹⁾.

2.8 Rapporti con altre discipline

La relazione tra la disciplina in materia di poteri speciali con altre discipline, come quella *antitrust* sul controllo delle concentrazioni, è configurabile non in termini di prevalenza, piuttosto quali binari paralleli che possono talvolta intrecciarsi con esiti variabili ⁽¹⁶²⁾.

Può infatti verificarsi che la valutazione di una data concentrazione sotto il versante *antitrust*, derivante dal superamento di determinate soglie di fatturato, interessi anche *asset* di rilevanza strategica e dunque rientranti nel perimetro di applicazione del d.l. n. 21/2012. Ciò impone una riflessione sulla correlazione tra le due discipline e sulle eventuali ricadute che possano derivare dalla operatività congiunta ma scoordinata delle stesse ⁽¹⁶³⁾.

In primo luogo, è bene ripercorrere brevemente le finalità – chiaramente diverse – delle due discipline.

⁽¹⁶⁰⁾ M. MANNA, *I Golden Powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, 3/2022, pp. 35 ss.

⁽¹⁶¹⁾ F. ANNUNZIATA-A.S. GINEVRI-C. S. MAURO, *I golden powers tra Stato e mercato*, in *Sistema produttivo e finanziario post covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, 2020 pp. 436-437.

⁽¹⁶²⁾ R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022*, n. 52, in *Federalismi.it*, 20220, p. 25

⁽¹⁶³⁾ C. E. CAZZATO, *Golden power e diritto antitrust*, in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, (a cura di) Cazzato-Fiorentino, Maggioli Editore, 2025, pp. 351 ss.

Il *merger control* si fonda, nell'ordinamento giuridico italiano, sulla legge del 10 ottobre 1990, n. 287 relativo al controllo delle operazioni di concentrazione, poi traslato nell'attuale regolamento (CE) n. 139/2004 del 20 gennaio 2004 (c.d. Regolamento concentrazioni).

La *ratio* della disciplina si coglie anzitutto nella opportunità di mappare e monitorare l'evoluzione dei mercati e di intervenire qualora sia necessario bloccando operazioni lesive per la concorrenza e i consumatori ⁽¹⁶⁴⁾.

Quanto alla disciplina italiana in tema *golden power*, come più volte analizzato nel presente elaborato, essa risponde ad una esigenza essenzialmente pubblicistica, volta a salvaguardare interessi considerati essenziali per lo Stato e la collettività. Trattasi di un istituto che consente al Governo di monitorare le vicende societarie, e talvolta di influenzarle, che interessano attivi strategici nonché investimenti di imprese estere lesive per le attività economiche essenziali per il Paese.

In altri termini, si tratta di un meccanismo che consente di calibrare i confini dell'attività dei privati sul benessere della collettività ⁽¹⁶⁵⁾.

Tali considerazioni tracciano dunque una marcata distinzione in termini di finalità tra le due normative in questione, laddove quella *antitrust* è volta alla protezione della struttura concorrenziale del mercato, mentre quella *golden power* alla salvaguardia degli interessi pubblici nazionali.

È parimenti fuori discussione che la delimitazione tra le discipline sopra menzionate possa in determinati casi affievolirsi, dando adito ad una inevitabile sovrapposizione.

Come detto, può infatti verificarsi il caso in cui un'operazione qualificabile come concentrazione e integrante le soglie di fatturato previste dalla normativa italiana, interessi una società *target* attiva in un settore considerato sensibile ai fini dell'esercizio dei poteri speciali. In simili circostanze è dunque inevitabile che la medesima operazione sia soggetta agli obblighi procedurali tipici delle rispettive normative, scrutinabile sia dall'Autorità Garante della concorrenza e del mercato (AGCM) sia dalla Commissione e dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri.

Ne risulta il rischio di lungaggini procedurali, con un conseguente aggravio dei costi e dei tempi per le imprese interessate. Queste ultime infatti sarebbe soggette agli oneri istruttori di ambedue le discipline oltre che all'obbligo di ottemperare alle prescrizioni imposte sia dall'esecutivo che dall'AGCM.

Senza considerare che talvolta si potrebbe anche giungere ad un *outcome* contraddittorio o poco coerente tra le due discipline, proprio in virtù delle diverse finalità perseguite.

Ebbene, da qui nasce l'esigenza di coordinare le due normative che giammai possono qualificarsi come indipendenti e autonome ma devono tra di loro comunicare ⁽¹⁶⁶⁾.

Degno di nota, a questo riguardo, è il Regolamento (UE) 2022/2570 del 14 dicembre 2022, relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno (Regolamento FIDE).

In dettaglio, tale Regolamento stabilisce (i) l'obbligo di notifica preventiva di concentrazioni o appalti pubblici, nel caso in cui siano superate determinate soglie di fatturato; e (ii) la verifica da parte della Commissione degli effetti anticoncorrenziali dell'operazione.

Evidente appare dunque la forte interconnessione tra strumenti nazionali di *screening* e tutela della competitività del mercato interno, che lo stesso Regolamento mira a preservare.

⁽¹⁶⁴⁾ M. D'OSTUNI-M. BERETTA, *Il diritto della concorrenza in Italia*, Torino, 2021, p. 1107.

⁽¹⁶⁵⁾ Cfr. Consiglio di Stato, sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289, par. 16.1.

⁽¹⁶⁶⁾ O. PALLOTTA-G. M. POLITO, *Intervista a Roberto Chieppa: "Mercato interno, golden power e autonomia strategica europea: quale equilibrio?"*, in *Unione europea e diritti*, 2, 2025, p. 6.

Inoltre, la connessione tra disciplina *antitrust* e quella *golden power* è dedicata al *Considerando 36* del Regolamento FIDE a mente del quale – qualora un investimento estero diretto rappresenti anche una concentrazione “*il presente regolamento dovrebbe essere applicato facendo salva l’applicazione dell’articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004*” e in caso di sovrapposizione tra i due regolamenti, chiarisce che “*i motivi del controllo di cui all’articolo 1 del presente regolamento e il controllo di interessi legittimi ai sensi dell’articolo 21, paragrafo 4, terzo comma, del regolamento (CE) n. 139/2004 dovrebbero essere interpretati in maniera conforme*”.

In siffatto contesto, l’articolo 21, paragrafo 4 del Regolamento Concentrazioni legittima gli Stati membri ad adottare misure idonee a salvaguardare interessi diversi da quelli tutelati dal Regolamento Concentrazioni anche in relazione ad una concentrazione che abbia superato il vaglio della Commissione. A tale riguardo vengono individuate due categorie di interessi: (a) la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione e quelli inerenti alle norme prudenziali e (b) *qualsiasi altro interesse pubblico* ⁽¹⁶⁷⁾.

Con riferimento ai primi, non sussiste un obbligo di notifica in capo agli Stati membri purché le restrizioni che questi intendono adottare siano conformi ai principi europei di proporzionalità e non discriminazione.

Quanto ai secondi invece, l’articolo 21, par. 4 del Regolamento Concentrazioni richiede agli Stati di comunicare la misura che intendono adottare alla Commissione prima della relativa introduzione.

Il *considerando 36* in combinato disposto all’articolo 21, paragrafo 4 del Regolamento Concentrazioni sembra garantire una forma seppur primordiale di coordinamento tra le due discipline. È bene notare come il *considerando 36* così come formulato propone un’equivalenza degli interessi protetti dagli strumenti nazionali di controllo in quelli contemplati dall’articolo 21(4).

Pertanto, posta l’assimilazione tra gli interessi protetti dagli strumenti nazionali di controllo e quelli contemplati dall’articolo 21(4), in caso di sovrapposizione tra i due blocchi normativi gli Stati dovrebbero considerare la legittimità del loro intervento con la normativa europea; e nel caso in cui tali interessi rientrino nella seconda categoria (*qualsiasi altro interesse pubblico*), la misura adottata ricadrebbe sotto lo scrutinio della Commissione europea, così garantendo una sorta di coordinamento in termini procedurali tra la prima e le autorità nazionali di competenza.

Nel contesto nazionale, tuttavia, un significativo margine di incertezza giuridica permane. Non esiste infatti ad oggi nessuna disposizione che assicuri un reale dialogo tra *golden power* e disposizioni della legge *antitrust* in materia di concentrazioni.

In particolare, la soluzione adottata a conciliare le due discipline, sembrerebbe consistere nell’aggiungere al procedimento *golden power* un’ulteriore valutazione relativa all’impatto che l’esercizio dei poteri può avere sull’assetto del mercato di riferimento. Così l’attività di *screening* del Governo verrebbe guidata dalla considerazione che la tutela della concorrenza è essenziale per promuovere l’efficienza economica e favorire un’allocazione ottimale delle risorse.

La realizzazione di tale approccio integrato richiede conseguentemente un’attività di coordinamento tra le istituzioni competenti ⁽¹⁶⁸⁾.

⁽¹⁶⁷⁾ A. PAPPALARDO, *Le concentrazioni*, in *Diritto della concorrenza dell’Unione europea. Profili sostanziali*, Milano, Utet Giuridica, 2018, pp. 639 ss.

⁽¹⁶⁸⁾ L. ARNAUDO, *Controllo delle concentrazioni e degli investimenti esteri nella nuova età del protezionismo*, in E.A. Raffaelli (a cura di), *Antitrust tra diritto nazionale e diritto dell’UE*, 2019, Bruxelles, Editions Bruylant, p. 181.

Per un verso dunque, vi è il necessario coinvolgimento dell'AGCM nelle valutazioni relative allo scrutinio antitrust, per altro verso, vi è il bisogno di razionalizzare il processo decisionale per fronteggiare la dilatazione dei termini, anche in ottemperanza ai principi cardine dell'*agere amministrativo* ⁽¹⁶⁹⁾.

Da un punto di vista sostanziale, risulta significativo lo scambio di informazioni tra l'esecutivo e l'AGCM fondamentale a rendere il Governo consapevole delle implicazioni derivanti dall'esercizio dei poteri speciali sulle dinamiche concorrenziali del mercato.

Chiaro è che un meccanismo di raccordo efficace richieda un intervento normativo complesso fatto sia da strumenti legislativi sia da atti di *soft law*, idonei a garantire un contesto normativo stabile, soprattutto a beneficio degli operatori economici interessati ⁽¹⁷⁰⁾.

⁽¹⁶⁹⁾ Cfr. art 1, legge 7 agosto 1990, n. 291 “*Nuove norme in materia di procedimento amministrativo e di diritto di accesso ai documenti amministrativi*”.

⁽¹⁷⁰⁾ C. E. CAZZATO, *Golden power e diritto antitrust*, in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, (a cura di) Cazzato-Fiorentino, Maggioli Editore, 2025, pp. 351-362.

Capitolo III

Golden power e infrastrutture critiche: il caso UniCredit / Banco BPM

3.1 Golden power ed infrastrutture finanziarie

Le istituzioni finanziarie rivestono un ruolo di rilievo strategico all'interno del sistema economico, produttivo e sociale del nostro Paese.

L'estensione dei poteri speciali (*golden powers*) anche a tale ambito — così come ai settori bancario e assicurativo — rappresenta un intervento innovativo nel contesto degli ordinamenti degli Stati membri dell'Unione europea.

Trattasi, infatti, di un ambito di intervento in cui non si rinviene ancora una prassi consolidata a livello europeo, tale da consentire di definire in modo univoco la compatibilità della normativa nazionale con il diritto comunitario ⁽¹⁷¹⁾.

Dal punto di vista normativo, a valle di un processo che ha avuto inizio con il d.l. n. 148/2017 ed è proseguito poi con il d.l. n. 23/2020, il settore bancario, assicurativo e finanziario sono stati assoggettati al regime applicativo dei *golden powers* dello Stato italiano, in quanto espressamente ricondotti nel perimetro delle infrastrutture finanziarie previste dal Regolamento (UE) 2019/452 ⁽¹⁷²⁾.

In particolare, gli articoli 15 e 16 del d.l. 8 aprile 2020, n. 23, oltre a prevedere che i poteri speciali siano applicabili anche ad acquisizioni del controllo da parte di investitori esteri europei ovvero all'assunzione di partecipazioni pari o superiori al 10 per cento del capitale da parte di acquirenti extra-UE, ha contribuito alla “inarrestabile ascesa” dei *golden powers* italiani estendendoli anche al settore creditizio e a quello assicurativo ⁽¹⁷³⁾.

L'estensione dei poteri speciali all'ambito finanziario costituisce anzitutto una novità di ampio rilievo per gli operatori del settore, in quanto in grado di influenzare sia le relative dinamiche aziendali e proprietarie sia gli equilibri di sistema.

Le modifiche degli assetti di controllo delle imprese sopra citate divengono infatti ora oggetto di duplice scrutinio, e delle competenti autorità di vigilanza, e del Governo, che agisce secondo le tipiche logiche di monitoraggio del controllo sugli investimenti esteri diretti.

All'evoluzione in parola hanno concorso almeno due fattori: (i) la tecnologizzazione dei mercati finanziari e delle relative infrastrutture, tale da determinare che l'Unione europea inserisca tali *assets* fra quelli protetti dall'art. 4, par. 1, del regolamento (UE) n. 452/2019 sugli investimenti esteri diretti ⁽¹⁷⁴⁾. Successivamente, la crisi da Covid-19 ha evidenziato l'esigenza, soprattutto per l'economia

⁽¹⁷¹⁾ D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell'Unione europea: il caso delle banche*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 21/2021, p. 54.

⁽¹⁷²⁾ F. BASSAN, *Prime note prospettive sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, in *Dirittobancario.it*, 2020, pp. 1 ss.; A. S. GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1/2021, pp. 55 ss.

⁽¹⁷³⁾ A. S. GINEVRI, *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, in *Dirittobancario.it*, 2020, p. 1.

⁽¹⁷⁴⁾ S. ALVARO, *Poteri speciali e settore finanziario*, in AA.VV., *Golden power*, in *GNOSIS*, a cura del Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica, 2019, p. 75, consultabile in www.sicurezzanazionale.gov.it; nonché S. ALVARO-M. LAMANDINI-A. POLICE-I. TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2019, consultabile in www.consob.it, p. 59, p. 65.

italiana, di salvaguardare – con i *golden powers* – anche gli operatori bancari, assicurativi e finanziari nazionali ⁽¹⁷⁵⁾.

La *ratio* di una tale estensione si può rinvenire nella necessità di salvaguardare le istituzioni finanziarie nazionali da operazioni di acquisizione di natura speculativa (c.d. predatorie), agevolate dai valori di mercato depressi a seguito dell'emergenza sanitaria e dalla frequente frammentazione della compagine azionaria nei settori interessati.

Si tratta dunque, di misure “anti-scalata”, a cui il legislatore accompagna un contestuale rafforzamento delle regole di trasparenza sui mercati finanziari.

Il d.l. n. 23/2020 ha aumentato difatti le prerogative della Consob in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e della dichiarazione di intenzioni a norma dell'art. 120 TUF.

In origine, nell'ambito delle infrastrutture finanziarie si riteneva fossero soggetti ai poteri speciali quelle “*genuinamente essenziali...[dal] carattere non replicabile o difficilmente replicabile*” o comunque dall'elevato “*grado di interconnessione*” ⁽¹⁷⁶⁾, ivi incluse le banche *significant* ⁽¹⁷⁷⁾.

In siffatto contesto è così intervenuto l'articolo 15 del d.l. n. 23/2020 precisando che, ai fini dell'operatività dei *golden powers*, si intendono compresi nel settore finanziario anche i settori creditizio e assicurativo. Conseguentemente, oltre alle infrastrutture finanziarie vere e proprie sono entrati nel perimetro di applicazione dei poteri speciali anche gli operatori bancari, assicurativi e finanziari *tout court* ⁽¹⁷⁸⁾.

I cambiamenti apportati dal più volte menzionato decreto-legge in tema di *golden powers* originano dalle indicazioni della Commissione europea la quale, ha raccomandato agli Stati membri ⁽¹⁷⁹⁾ di avvalersi di strumenti difensivi volti a salvaguardare il localismo delle proprie società strategiche in un momento di congiuntura economica aperta a probabili scalate ostili da parte di investitori stranieri, al precipuo fine di tutelare la stabilità finanziaria dei singoli Paesi.

Le *infrastrutture finanziarie* rientrano così, sin dal 2017, negli attivi strategici protetti dai poteri speciali di cui all'articolo 2 del d.l. n. 21/2012. Scelta questa anticipatoria di quanto poi previsto nel Regolamento (UE) n. 452/2019, ove al trentottesimo *considerando* si prevede che le previsioni sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea non incidono sulle regole settoriali “*per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario*» essendo queste oggetto di “*una procedura distinta con un obiettivo specifico*” ⁽¹⁸⁰⁾: ciò dà luogo alla

⁽¹⁷⁵⁾ H. BERGER, *The Banking and Insurance Sector*, in *YSEC Yearbook of Socio-Economic Constitutions*, Springer, 2020, pp. 1 ss.; R. LENER, *Brevi note sul golden power nel «settore finanziario» alla luce del Decreto Liquidità*, in *AGE*, 2020, pp. 545 ss.; nonché A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, consultabile in www.dirittobancario.it, 2020.

⁽¹⁷⁶⁾ S. ALVARO, *Poteri speciali e settore finanziario*, in *AA.VV.*, *Golden power*, in *GNOSIS*, a cura del Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica, 2019, p. 75, consultabile in www.sicurezzanazionale.gov.it.

⁽¹⁷⁷⁾ F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in G. Napolitano (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening, Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, Bologna, 2019, pp. 108 ss.; R. LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *RTDE*, 2020, p. 238.

⁽¹⁷⁸⁾ Cfr. art. 15 d.l. 8 aprile 2020, n. 23, che ha modificato sul punto l'art. 4-bis, comma 3, del d.l. 21 settembre 2019, n. 105.

⁽¹⁷⁹⁾ Con le comunicazioni del 13 e 29 marzo 2020.

⁽¹⁸⁰⁾ Cfr. G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2019, pp. 2 ss.; R. GAROFOLI, *Golden power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Federalismi*, n. 17, 2019, pp. 4 ss.; F. ANNUNZIATA-M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2020, pp. 572 ss.

delicata convivenza tra procedimenti autorizzativi di settore in capo alle autorità di vigilanza competenti e scrutinio rimesso alle autorità governative.

Una più precisa demarcazione del perimetro degli *assets* strategici nel settore finanziario si ha al successivo d.p.c.m. n. 179/2020, che all'articolo 8 – rubricato “*Beni e rapporti nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, e delle infrastrutture dei mercati finanziari*” – individua alle lettere a) e b) le “*infrastrutture critiche*” e le “*tecnologie critiche*” assoggettate ai *golden powers* in siffatto ambito ⁽¹⁸¹⁾.

Lo stesso articolo 8 conclude, poi, con una previsione dalla portata residuale (lett. c), che include tra i beni e rapporti strategici nel settore di cui trattasi anche “*le attività economiche di rilevanza strategica finanziarie, creditizie e assicurative, anche se svolte da intermediari, esercitate da imprese che realizzano un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro e aventi un numero medio annuale di dipendenti non inferiore a duecentocinquanta unità*”.

L'articolo 2, lett. e) del medesimo d.p.c.m. – nell'enucleare le definizioni di portata generale – specifica che per “*attività economiche di rilevanza strategica*” si intendono “*le attività economiche essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione, nonché per il progresso tecnologico*”.

Va altresì rilevato che, talvolta, può accadere che operatori finanziari, apparentemente estranei al perimetro individuato dall'art. 8 del d.p.c.m., possano comunque rientrare nell'ambito di applicazione dei poteri speciali in virtù di indici di strategicità dipendenti da altre aree di rilevanza del loro *business*, tra cui a titolo esemplificativo, la gestione di dati sensibili della clientela, che potrebbe attivare le previsioni di cui all'articolo 6 del medesimo d.p.c.m. (dedicato, per l'appunto, ai dati e alle informazioni sensibili) ⁽¹⁸²⁾.

Oltre alle infrastrutture finanziarie, l'art. 8 del d.p.c.m. include tra i beni e rapporti strategici soggetti a *golden powers* anche le attività economiche di rilevanza strategica svolte da intermediari bancari, assicurativi e finanziari rilevanti per dimensioni.

D'altra parte proprio la relazione del Comitato parlamentare per la sicurezza della Repubblica (COPASIR) del 5 novembre 2020 riguardante la “*tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*”, auspica un “*ruolo più incisivo*” dei pubblici poteri nel “*monitoraggio delle*

⁽¹⁸¹⁾ Quanto alle “*infrastrutture critiche*”, la lett. a) dell'art. 8 precisa che, nel settore finanziario, tale nozione include “*le piattaforme, per la negoziazione multilaterale di strumenti finanziari o di depositi monetari, per l'offerta di servizi di base dei depositari centrali di titoli e di servizi di compensazione in qualità di controparte centrale nonché per la compensazione o il regolamento dei pagamenti*”. In termini generali, l'art. 2, lett. a) del medesimo d.p.c.m. definisce le “*infrastrutture critiche*” come “*le infrastrutture essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza e del benessere economico e sociale della popolazione*”.

Quanto alle “*tecnologie critiche*”, la lett. b) dell'art. 8 precisa che, nel settore finanziario, tale categoria include tecnologie: 1) quali l'intelligenza artificiale e i registri distribuiti, funzionali all'innovazione di servizi e di prodotti nei settori finanziario, creditizio, assicurativo e dei mercati regolamentati, di cui all'art. 36, comma 2-bis, d.l. 30 aprile 2019, n. 34/19; 2) digitali relative a sistemi e servizi di pagamento, di moneta elettronica e di trasferimento di denaro, gestione della liquidità, attività di prestito, factoring, trading, gestione di investimenti 3) digitali applicate in ambito assicurativo (Insurtech); 4) per lo sviluppo di software per la protezione dei dati relativi alla persona, alla negoziazione e allo scambio di dati e prodotti, nonché alla gestione documentale nell'ambito della gestione delle attività finanziarie; 5) “*basate su registri distribuiti*” (blockchain) di cui all'art. 8-ter d.l. 14 dicembre 2018, n. 135, su cui operano “*smart contract*” come definiti al secondo comma del medesimo articolo 23. In termini generali, l'art. 2, lett. b) del medesimo d.p.c.m. definisce le “*tecnologie critiche*” come “*le tecnologie essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione, nonché per il progresso tecnologico*”.

⁽¹⁸²⁾ A. S. GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1/2021, pp. 55 ss.

operazioni di acquisizione e accorpamento che coinvolgano i principali istituti bancari e assicurativi” nazionali.

Il tutto nel convincimento che la tutela della sicurezza nazionale e degli interessi nazionali debba realizzarsi anche sul terreno delle strategie economiche e finanziarie, dinnanzi a “ingerenze di soggetti esteri dettate non da motivazioni strettamente economiche ma anche (o solo) da strategie di politica industriale, in molti casi riconducibili, più o meno indirettamente, a Stati sovrani”.

Il Copasir ha infatti evidenziato come l’attuale esposizione di banche, compagnie assicurative e altri intermediari finanziari italiani al rischio di acquisizioni ostili da parte di investitori stranieri rappresenti un elemento di particolare vulnerabilità per l’economia nazionale.

Tale rischio è amplificato dalla frammentazione del tessuto produttivo, che accresce la dipendenza delle imprese dal sistema bancario, e dall’elevato livello di specializzazione industriale, il quale rende molte realtà produttive italiane particolarmente attrattive per i cosiddetti “fondi locusta”, potenzialmente interessati a entrare nel capitale di tali società.

Secondo lo stesso Copasir, inoltre, la rilevanza strategica degli operatori finanziari italiani risulta ancor più accentuata dalla loro significativa esposizione in titoli di Stato nazionali, finanziata in larga misura mediante risorse raccolte sul territorio. Tale circostanza renderebbe, a giudizio del Comitato, auspicabile il mantenimento di una proprietà e di strutture di governance saldamente radicate in Italia, al fine di evitare un’eccessiva disconnessione tra l’area di raccolta dei capitali e quella del loro impiego. Ciò appare particolarmente rilevante in una fase storica in cui si ritiene necessario sostenere il sistema economico, anche attraverso le politiche di facilitazione dell’accesso al credito promosse dal Governo nel contesto dell’emergenza sanitaria.

Anche nella *Relazione al Parlamento sulla politica dell’informazione per la sicurezza del 2020* si evidenzia come l’attenzione dei pubblici poteri si sia concentrata, *inter alia*, su alcune iniziative di matrice estera potenzialmente idonee a incidere sugli equilibri di finanziamento del debito pubblico italiano e sulle politiche di concessione del credito alle imprese nazionali. Si sottolinea, in particolare, che eventuali acquisizioni di operatori finanziari italiani da parte di soggetti stranieri avrebbero potuto comportare la dismissione di titoli di Stato e una riduzione della capacità di erogazione di finanziamenti alle aziende italiane, con conseguenze potenzialmente gravi per la stabilità dell’economia nazionale ⁽¹⁸³⁾.

Tali posizioni rilevano un approccio trainante della politica in ambito finanziario, finalizzato a irrobustire la regia pubblica anche in settori come quello creditizio e assicurativo, la cui vigilanza esterna era rimessa all’attività esclusiva delle autorità tecniche ed indipendenti ⁽¹⁸⁴⁾. Queste, d’altra parte, si sono rilevate particolarmente sensibili alle necessità di stabilità del sistema in epoca epidemiologica, come dimostrato, *inter alia*, dalle prescrizioni in materia di dividendi. Ed infatti, l’obbligo di “portare a nuovo” tali risorse è stato prescritto anche per favorire il sostegno alle imprese nazionali minacciate dalla crisi sistemica derivante dal Covid-19, a conferma della strategicità delle istituzioni finanziarie in epoca di coronavirus, considerato che tali intermediari rivestono un ruolo

⁽¹⁸³⁾ Si v. *Relazione al Parlamento sulla politica dell’informazione per la sicurezza 2020*, consultabile in www.sicurezza nazionale.gov.it, febbraio 2021, pp. 47 ss.

⁽¹⁸⁴⁾ G. TROVATORE-F. SAVASTA, *Il progetto della Capital Markets Union e l’art. 47 della Costituzione (brevi note sul valore del risparmio)*, in *Federalismi*, 2021, pp. 277 ss.

“cruciale” nel finanziare “*households, small and medium businesses and corporations amid the coronavirus disease 2019 (COVID 19)-related economic shock*”⁽¹⁸⁵⁾.

Infine, l’applicabilità dei poteri speciali nei confronti di banche e imprese di assicurazione italiano ha trovato ulteriore conferma nella *polverizzazione* dell’azionariato di numerosi operatori del settore, causata da una serie di fattori quali la perdita di redditività del *business* creditizio tradizionale, l’eccesso di patrimonializzazione richiesta agli intermediari finanziari e le trasformazioni subite dai modelli bancari di stampo cooperativo. Tutti fattori questi che hanno trasformato le istituzioni finanziarie italiane in soggetti facilmente scalabili in periodi emergenziali⁽¹⁸⁶⁾.

Relativamente alla disciplina, come già anticipato, il d.l. n. 23/2020 inserisce il settore finanziario tra le aree strategiche di cui all’art. 2 d.l. n. 21/2012.

Pertanto, al “fine di contrastare l’emergenza epidemiologica da covid-19 e contenerne gli effetti negativi”, anche in tale settore vengono assoggettate ai poteri speciali, da un lato, le acquisizioni del controllo societario da parte di investitori esteri *uropei* e l’assunzione di partecipazioni almeno pari al dieci per cento del capitale da parte di acquirenti *extra-UE* nonché, dall’altro lato, le delibere, gli atti o le operazioni, adottati da un’impresa *target*, che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi strategici o il cambiamento della loro destinazione.

In dettaglio, si prevede che, sino al 31 dicembre 2021, nei riguardi di società strategiche nel settore finanziario, l’autorità governativa italiana può esercitare i seguenti poteri speciali: (a) il potere di veto (o di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni) all’adozione da parte dell’organo di amministrazione o dell’assemblea, di atti, operazioni o delibere che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi strategici o il cambiamento della loro destinazione, comprese le delibere dell’assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento all’estero della sede sociale, la modifica dell’oggetto sociale, lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie concernenti tetti azionari, il trasferimento dell’azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l’assegnazione degli stessi a titolo di garanzia, nonché il trasferimento di società controllate che detengono i predetti attivi; (b) il potere di opposizione (o di imposizione di impegni all’acquirente) in ipotesi di (i) acquisti di partecipazioni di controllo (ex artt. 2359 c.c. e 93 d.lgs. n. 58/1998 38) effettuati da soggetti esteri (i.e. non italiani) appartenenti all’Unione europea, (ii) acquisti di partecipazioni, da parte di soggetti esteri non appartenenti all’Unione europea, che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10%, tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute, quando il valore complessivo dell’investimento sia pari o superiore a 1 milione di Euro, e sono altresì notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50% del capitale.

Dopo il 31 dicembre 2021, invece tale potere di veto e/o di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni si applica solo ad atti, operazioni o delibere che abbiano per effetto modifiche della

⁽¹⁸⁵⁾ In tal senso BCE, *Recommendation of the European Central Bank of 27 March 2020 on dividend distributions during the COVID-19 pandemic and repealing Recommendation (ECB/2020/1)*, 27 marzo 2020, consultabile in www.ecb.europa.eu. In arg. A. SCIARRONE ALIBRANDI-C. FRIGENI, *Restrictions on Shareholder's Distributions in the COVID-19 Crisis: Insights on Corporate Purpose*, in *AA.VV., Pandemic Crisis and Financial Stability*, European Banking Institute, consultabile in www.ebi-europea.eu, maggio 2020, pp. 429 ss.; G. SANDRELLI, *La raccomandazione della Banca Centrale Europea sulla distribuzione di utili da parte degli enti creditizi*, in *Riv. soc.*, 2020, pp. 506 ss.

⁽¹⁸⁶⁾ A. SACCO GINEVRI, *Le banche italiane verso l’azionariato diffuso: profili organizzativi e di mercato*, in *RTDE*, I, 2017, pp. 161 ss.; A. S. GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell’economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1/2021, pp. 58 ss.

titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi strategici a favore di un soggetto *esterno* all'Unione europea (incluse le operazioni straordinarie specifiche in precedenza elencate), mentre il potere di opposizione trova applicazione solo in ipotesi di acquisto di partecipazioni da parte di un soggetto *esterno* all'Unione europea tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisizione, a norma degli articoli 2359 cod. civ. e 93 TUF.

Dunque, affinché il Governo possa esercitare suddetti poteri speciali, l'impresa strategica (in caso di delibera, atto o operazione posto in essere dalla stessa) ovvero l'acquirente (in caso di acquisto di partecipazioni) sono tenuti ad effettuare una notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri ⁽¹⁸⁷⁾. Ricevuta la notifica il Governo avrà a disposizione 45 giorni di tempo per valutare se le operazioni notificate possano comportare una "minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici" ovvero il "pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico".

Fondamentale a tale riguardo è la precisazione che i poteri speciali si applicano solo laddove a tutela degli interessi essenziali dello Stato non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una precipua regolamentazione di settore. Infatti nella istruttoria propedeutica alla valutazione governativa prevista dalle disposizioni sugli investimenti esteri diretti si prevede la collaborazione delle autorità finanziarie domestiche (quali, Banca d'Italia, IVASS, Consob, COVIP, ecc.) in base all'art. 2-bis d.l. n. 21/2012, fermo restando che, ad ogni modo, il segreto istrutto (applicabile ad esempio alla BCE) non si consiglia perfettamente con le predette esigenze di coordinamento.

Va inoltre sottolineato che i poteri speciali mirano a tutelare interessi pubblici non perfettamente coincidenti con quelli protetti, in ambito settoriale, dalla regolamentazione bancaria e assicurativa, come testimoniato dalla circostanza che i poteri governativi consentono la prescrizione di condizioni e comportamenti ad ampissimo spettro. Tuttavia, i diversi plessi disciplinari possono convivere, come tipicamente avviene ogni volta che un'operazione di concentrazione sia, al contempo, oggetto di scrutinio da parte dell'autorità di vigilanza in ambito finanziario e dell'autorità *antitrust*.

In aggiunta a quanto precede, va altresì attenzionato il fatto che, in ambito finanziario, sono soggette a un procedimento istruttorio anche le *operazioni infragruppo* ⁽¹⁸⁸⁾ in cui gli assetti di controllo sugli attivi strategici non sono fisiologicamente esposti a modifiche rilevanti. Ciò impone riflessioni in merito agli obiettivi realmente perseguiti dal legislatore con le disposizioni in materia di *golden powers*, considerato che queste ultime possono assicurare alla pubblica amministrazione poteri di monitoraggio sull'operatività ordinaria di impresa e non solo sugli investimenti esteri diretti ⁽¹⁸⁹⁾.

Ne consegue che i poteri speciali sulle deliberazioni di società *target* strategiche sono concretamente esercitati anche in operazioni tutte italiane. Sino al 31 dicembre 2021 infatti sono oggetto di potenziale controllo della Presidenza del Consiglio dei Ministri mediante il potere di veto, tutte le delibere, atti o operazioni di società strategiche aventi natura straordinaria o comunque che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione, a prescindere dalla nazionalità del beneficiario del *change of control*.

⁽¹⁸⁷⁾ V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Giappichelli, Torino, 2019, pp. 213 ss.

⁽¹⁸⁸⁾ Cfr. art. 14, comma 2, d.p.c.m. n. 179/2020.

⁽¹⁸⁹⁾ A. ZOPPINI, *La società (a partecipazione) pubblica: verso una public corporate governance?*, in R. Garofoli-A. Zoppini (a cura di), *Manuale delle società a partecipazione pubblica*, Neldiritto Editore, Bari, 2018, p. 41.

Il tutto rievoca preoccupazioni circa l'eccessiva presenza del monitoraggio pubblico in economia ⁽¹⁹⁰⁾.

L'approccio del legislatore italiano in materia di poteri speciali, sotto certi aspetti, sembra dunque evocare logiche che parevano superate dal d.l. n. 21/2012.

Ebbene, sulla base di tali premesse è lecito chiedersi se i *golden powers* attivino il diritto di recesso dei soci delle imprese strategiche, come del resto accadeva sotto il regime della originaria *golden share*, vista la potenziale incisività consentita ai poteri pubblici nei confronti dell'organizzazione e della gestione delle società in questione ⁽¹⁹¹⁾.

Premesso tutto quanto precede, l'applicazione dei poteri speciali anche al settore finanziario, bancario e assicurativo pone alcune riflessioni sul piano del bilanciamento fra gli interessi in gioco. Anzitutto non è del tutto facile trovare un bilanciamento tra le politiche eccessivamente protezionistiche e il necessario sviluppo tecnologico del settore, che di contro esigerebbe una maggiore internazionalizzazione dell'operatività finanziaria.

Altrettanto problematica pare la ricerca di un equilibrio tra una forte italianità degli assetti societari e la piena esplicazione delle libertà di stabilimento e movimento dei capitali all'interno dell'Unione europea ⁽¹⁹²⁾.

Vero è che alle crisi economiche ha fatto seguito, un potenziamento del ruolo dello Stato in economia, anche a supporto della ripresa imprenditoriale. È altrettanto vero, tuttavia, che un ritorno a logiche di vigilanza strutturale, basate su un monitoraggio ordinario del pubblico sul privato, potrebbe aprire problematiche nuove in un mercato oramai globalizzato, finendo per trasformare le imprese strategiche in *società a sovranità limitata* ⁽¹⁹³⁾, in evidente contraddizione con principi consolidati del diritto dell'economia e dell'impresa.

In tal senso non varrebbe a giustificare l'incidenza dei poteri speciali neanche il richiamo del paradigma della *società d'interesse nazionale*, considerando che, anche in questa circostanza, resta fermo il principio per cui “*la realizzazione dell'interesse pubblico non può essere spinta fino al completo sacrificio degli interessi degli azionisti privati*” ⁽¹⁹⁴⁾.

Piuttosto, bisognerebbe intervenire sul versante degli incentivi a restare italiani e a sostenere l'ecosistema di appartenenza. Promuovere, in tal modo, la permanenza di una componente nazionale nelle principali banche e imprese assicurative del Paese significherebbe rafforzarne il legame con l'economia domestica, assicurando una piena convergenza degli interessi coinvolti. In questa prospettiva, si potrebbe giustificare l'adozione, da parte delle stesse società di riferimento, di strumenti di difesa contro eventuali scalate ostili, finalizzati a tutelare i vantaggi competitivi connessi al radicamento nel contesto economico nazionale.

In siffatto ambito, la ripresa nazionale si inserirebbe in una strategia di sviluppo europeo molto più ampia, in risposta alle sfide globali che attendono le varie comunità colpite dall'epidemia in corso

⁽¹⁹⁰⁾ M. CLARICH, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2020, pp. 230 ss.

⁽¹⁹¹⁾ A. S. Ginvevri, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1/2021, pp. 63 ss.

⁽¹⁹²⁾ ID., *The Rise of Sovereign Wealth Funds (SWFs) and the Protection of Public Interest(s): the Need for a Greater External and Internal Action of the European Union*, in *EBLR*, 2016, pp. 459 ss.

⁽¹⁹³⁾ A. MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contratto e impresa*, 1986, pp. 729 ss.

⁽¹⁹⁴⁾ G. FERRI SR, *Pubblico e privato nelle partecipazioni statali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1988, p. 420.

(¹⁹⁵). Trattasi di soluzioni da identificare e implementare in un'ottica di medio-lungo periodo, fermo restando che, nell'attuale congiuntura emergenziale, rimane comunque auspicabile l'utilizzo di ogni legittimo strumento che consenta alle economie territoriali di rimanere in vita, secondo l'antico adagio del "*primum vivere, deinde philosophari*"(¹⁹⁶).

Con particolare riguardo al settore finanziario, un'altra questione molto importante concerne l'estensione della pratica dei *golden powers*, anche nel settore bancario, ad investitori UE, oltre che extra-UE.

In tale contesto, dal punto di vista della compatibilità con l'ordinamento dell'Unione europea, l'eccezionalità della crisi sanitaria — e della conseguente recessione economica — impone di sviluppare due distinti livelli di riflessione, concernenti la sostenibilità dell'attuale disciplina nel breve periodo e, parallelamente, nella prospettiva di medio-lungo termine. Tali considerazioni investono, da un lato, il funzionamento complessivo dei *golden powers*, al di là del solo ambito bancario, e, dall'altro, la loro specifica applicazione con riguardo agli operatori del settore creditizio. Nel medio-lungo termine, in uno scenario post-crisi sanitaria, si può cogliere l'intervento dei poteri speciali in chiave di salvaguardia, anti-scalata, dell'intero sistema bancario italiano, la cui *ratio* si rinviene nell'obiettivo ultimo, e non squisitamente economico, di salvaguardare la stabilità finanziaria.

Nel breve termine, l'estensione dei poteri speciali anche agli investitori UE, oltre che extra-UE risulta legittima perché temporanea e circoscritta.

L'augurio finale è che le Istituzioni europee declinino dei criteri guida più precisi quanto ad investitori UE ed extra UE, su natura, portata, estensioni e limiti dei poteri speciali, soprattutto alla luce delle libertà di mercato garantite dal TFUE (¹⁹⁷).

3.2 Introduzione e inquadramento del caso UniCredit / Banco BPM

Il provvedimento del TAR Lazio n. 13748/2025 si inserisce in un contesto normativo e giurisprudenziale assai complesso, segnato dalla progressiva estensione dell'ambito applicativo del *golden power* ai settori finanziario e bancario.

La sentenza in commento analizza il bilanciamento tra interesse nazionale e libertà di iniziativa economica privata, anche alla luce del diritto sovranazionale.

In particolare detta sentenza offre lo spunto per riflettere sull'evoluzione e sui limiti del potere discrezionale esercitabile dallo Stato nell'ambito della disciplina del *golden power*, con particolare riferimento al rispetto dei principi di proporzionalità e tutela delle libertà fondamentali sancite dal diritto dell'Unione europea.

Tale pronuncia si rivela paradigmatica nell'evidenziare la tendenza propulsiva dell'impiego dei poteri speciali da parte dell'esecutivo, trattandosi di un'operazione endogena poiché concernente società interamente italiane. Elemento che contribuisce alla complessità del *caso de qua* consiste nel fatto

(¹⁹⁵) F. CAPRIGLIONE, *Finanza e politica nell'UE dopo la pandemia. Verso un auspicabile incontro*, in *Contratto Impresa Europa*, 2021, pp. 171 ss.

(¹⁹⁶) L. ENRIQUES, *Per un diritto societario resistente alla pandemia*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, pp. 701 ss.; A. S. GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1/2021, pp. 67 ss.

(¹⁹⁷) D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell'Unione europea: il caso delle banche*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 1/2021, p. 54.

che si tratti di istituti operanti nel settore bancario, già sottoposto quindi a un articolato sistema di vigilanza da parte di molteplici autorità indipendenti, sia nazionali sia sovranazionali.

Il caso UniCredit assume infine particolare risonanza nel considerare la presenza di potenziali criticità connesse a un utilizzo eccessivo dei poteri speciali, ad oggi peraltro piuttosto contenuto, considerando che nel 2024 su 660 operazioni sottoposte a scrutinio, il governo ha esercitato i poteri speciali soltanto in 32 casi.

3.3 Ricostruzione fattuale e giuridica della sentenza

Nel caso in esame, il TAR Lazio si pronuncia sulla legittimità delle prescrizioni imposte alla società UniCredit S.p.A. nell'ambito dell'offerta di acquisizione di Banco BPM S.p.A., affrontando questioni centrali relative all'applicazione dei poteri speciali nel settore bancario.

Il caso *de quo* origina dal ricorso proposto da UniCredit S.p.A. contro il d.p.c.m. del 18 aprile 2025, con cui il Governo ha imposto stringenti prescrizioni in occasione dell'offerta pubblica di scambio totalitaria lanciata da UniCredit S.p.A. su Banco BPM S.p.A.

Le misure imposte, giustificate in nome della sicurezza nazionale, comprendevano tra l'altro l'obbligo di mantenere inalterato il rapporto impieghi/depositi per cinque anni, il divieto di ridurre il portafoglio di *project finance*, il vincolo al mantenimento degli investimenti italiani da parte di Anima Holding e la cessazione di ogni attività in Russia.

Con riferimento alla prima prescrizione, relativa al mantenimento del rapporto tra impieghi e depositi per un periodo quinquennale, la *ratio* è rinvenibile nella necessità di garantire la continuità dei flussi di credito alle PMI e alle famiglie, principali clienti di Banco BPM, evitando l'applicazione a quest'ultimo del tasso maggiormente restrittivo praticato da UniCredit.

In particolare, come evidenziato anche dall'Avvocatura dello Stato, le due banche presentano in Italia un diverso rapporto tra depositi e impieghi, con Banco BPM che reinveste il 98,2% dei depositi raccolti sul territorio nazionale sotto forma di impieghi e UniCredit che, al contrario, applica un rapporto inferiore, cosicché, qualora a seguito del completamento dell'operazione la società risultante avesse adottato il medesimo rapporto di quest'ultima, si sarebbe determinata una contrazione del credito concesso in Italia pari a 18 miliardi di euro.

In altre parole, il Governo avrebbe determinato non solo un obbligo di non riduzione della capacità creditizia erogata, ma anche imposto alla stessa UniCredit gli specifici soggetti a cui indirizzare tali finanziamenti (PMI e famiglie), configurando in tal modo una situazione in cui l'esecutivo avrebbe di fatto obbligato un istituto bancario privato ad allocare le sue risorse a beneficiari predeterminati sotto la supervisione governativa.

Ne risulta una forte compressione della libertà di esercizio dell'attività d'impresa di UniCredit e, parallelamente, un altrettanto chiaro effetto di indirizzo pubblico sulla strategia industriale della banca, generando ampi profili di criticità, sia per una potenziale violazione dei principi sottesi all'attività bancaria, in particolare in materia di autonoma amministrazione del rischio e di sana e prudente gestione, sia in termini di compatibilità con il dettato dei Trattati UE e con il principio di neutralità dell'intervento pubblico *ex* articolo 107 TFUE.

La società UniCredit ha contestato quindi la legittimità di tali prescrizioni, ritenendole *sproporzionate*, non motivate da un effettivo rischio per la sicurezza, lesive della libertà di

stabilimento e della libera circolazione dei capitali, e in contrasto con la disciplina unionale sulle concentrazioni di dimensione comunitaria.

La sentenza si sofferma, dunque, su tale tensione tra discrezionalità statale e vincoli derivanti dal diritto europeo, confermando la centralità dei principi di proporzionalità, motivazione e non discriminazione, nonché la necessità di una rigorosa istruttoria ai fini dell'attivazione del *golden power*.

Pur riconoscendo l'ampia discrezionalità politica del Consiglio dei Ministri, il TAR Lazio pone l'accento sulla necessità che le misure siano concretamente giustificate da minacce reali alla sicurezza o all'ordine pubblico, e non siano impiegate come strumento indiretto di regolazione industriale o politica economica.

In Fatto

Come noto, in data 25 novembre 2024 Unicredit S.p.A. ha comunicato al mercato, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 TUF e 37 del Regolamento Emittenti, la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4 TUF, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM. Tale offerta prevede la corresponsione, per ciascuna azione ordinaria di Banco BPM conferita in adesione, di un controvalore in azioni ordinarie di nuova emissione di Unicredit.

In data 28 aprile 2025 – di seguito all'approvazione da parte dell'autorità di vigilanza (CONSOB) del documento d'offerta – è iniziato il c.d. periodo di adesione volto alle manifestazioni di volontà, da parte degli azionisti di Banco BPM, di aderire all'offerta di Unicredit.

Con successivo provvedimento del 21 maggio 2025, la CONSOB ha sospeso per 30 giorni l'offerta pubblica di scambio con differimento della relativa scadenza del periodo di adesione al 23 luglio 2025.

Posto quanto sopra, in data 18 aprile 2025, a fronte della Relazione del Ministro dell'Economia e delle Finanze, è stato adottato il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri che impone a Unicredit le prescrizioni seguenti: (i) non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi / depositi praticato da Banco BPM e Unicredit in Italia al fine di incrementare gli impieghi verso famiglie e piccole-medio imprese nazionali; (ii) non ridurre il livello di portafoglio attuale di *project finance* di Banco BPM e Unicredit, in Italia; (iii) cessare tutte le attività di raccolta, impieghi, collocamento fondi prestiti transfrontalieri in Russia entro 9 mesi dalla data del provvedimento stesso; (iv) non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.A. in titoli di emittenti italiani e (v) supportare lo sviluppo di Banco BPM – queste ultime, ambedue per un periodo di almeno 5 anni.

La società UniCredit, con due comunicati stampa, rispettivamente il 18 e il 22 aprile 2025, contestava la scarsa trasparenza delle condizioni e la mancanza di chiarezza dell'applicazione dei poteri speciali nei riguardi di un'operazione interamente domestica, sospendendo ogni tipo di decisione definitiva “sulla strada da seguire in merito all'offerta”, nelle more di un riscontro da parte del governo.

Successivamente, come anticipato, la Consob con delibera del 21 maggio 2025 sospendeva per 30 giorni l'offerta, prorogando il periodo di adesione al 23 luglio; il successivo 23 maggio la società Unicredit annunciava l'azione di un ricorso al TAR Lazio al fine di “ottenere chiarezza e una valutazione formale indipendente sulla corretta applicazione del *golden power* al caso specifico”.

In Diritto

Le doglianze mosse dalla ricorrente vertono su un duplice binario: violazione della normativa nazionale e violazione della normativa comunitaria.

In primo luogo, aggiunge la ricorrente, l'illegittimità del decreto avverso in quanto le prescrizioni sopra menzionate e alla stessa imposte, sarebbero state adottate in mancanza del precipuo presupposto richiesto dalla normativa nazionale ai fini dell'esercizio dei poteri speciali.

Questi ultimi infatti integrano la presenza di una misura del tutto eccezionale, da utilizzare quale *extrema ratio* nei soli casi in cui sussista una *minaccia* ad interessi fondamentali dello Stato.

Secondo UniCredit, invero, non verrebbe in rilievo alcuna ragione di sicurezza e/o ordine pubblico, essendo dinnanzi ad una operazione interamente domestica, proposta da una banca interamente italiana ed avente ad oggetto al tempo stesso un'altra banca interamente italiana, e dunque, va da sé, un'operazione tra soggetti operanti stabilmente sul suolo italiano, sottoposti in quanto tale alle regole di diritto nazionale ed europeo, nonché al costante controllo di numerose Autorità di vigilanza, e nazionali ed europee. Ciò in quanto tale non avrebbe potuto rappresentare una minaccia per la sicurezza o l'ordine pubblico.

In secondo luogo, lamentava la ricorrente, la violazione del Regolamento (UE) n. 139/2004, ai sensi del cui articolo 1, rientra l'operazione in parola, che attribuisce alla Commissione europea una competenza esclusiva sulle concentrazioni di dimensione UE.

Le prescrizioni governative non preventivamente notificate a Bruxelles e non riconducibili agli interessi legittimi di cui all'art. 21, par. 4 dello stesso Regolamento, invaderebbero pertanto un ambito riservato alla stessa Commissione.

Terzo e ultimo motivo concerne il contenuto delle stesse prescrizioni che, a mente di UniCredit, apparivano illegittime in quanto generatrice di oneri sproporzionati e tali da incidere sia sull'autonomia gestionale della banca nel medio-lungo periodo, sia sullo svolgimento dell'offerta in corso, in assenza di un quadro informativo chiaro e preciso per il mercato e gli investitori.

Con particolare riferimento alla prescrizione per cui UniCredit avrebbe dovuto cessare entro nove mesi tutte le attività in Russia, la stessa è stata definita *abnorme* e non realizzabile realisticamente in quanto richiederebbe il consenso della competente autorità russa.

In tale contesto, la ricorrente ricorda, altresì, che la normativa *golden power* trova ragion d'essere nell'esigenza di controllo, da parte dello Stato, sugli investimenti di operatori extra-UE nonché su determinate operazioni straordinarie di imprese considerate "strategiche" (in quanto attive in determinati settori, per l'appunto, strategici e/o poiché in possesso di *asset*, *know how*, tecnologie ed informazioni rilevanti) per la tutela dell'interesse nazionale. Per tale motivo, l'ambito applicativo dei poteri di cui trattasi risulta essere stato ampiamente elargito, aumentando i settori economici interessati dal controllo (prospettiva oggettiva) e includendo anche gli investimenti da parte di operatori appartenenti agli Stati membri (prospettiva soggettiva). Ne consegue, come noto, che, per effetto dell'art. 2, comma 1-ter del decreto legge 21/2012, l'ambito applicativo del *golden power* è stato ampliato agli *ulteriori* beni e rapporti di rilevanza strategica (il DPCM n. 179 del 2020 ha compreso nelle "attività economiche di rilevanza strategica" anche quelle "finanziarie, creditizie e assicurative, anche se svolte da intermediari, esercitate da imprese che realizzano un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro e aventi un numero medio annuale di dipendenti non inferiore

a duecentocinquanta unità”); e per effetto dell’art. 2, comma 5, del predetto decreto, è stato previsto che nel settore “*finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo, sono soggetti all’obbligo di notifica di cui al primo periodo anche gli acquisti, a qualsiasi titolo, di partecipazioni da parte di soggetti appartenenti all’Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia, di rilevanza tale da determinare l’insediamento stabile dell’acquirente in ragione dell’assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell’acquisto*”.

In ogni caso, assume la ricorrente, che l’operazione in parola non rientra tra le finalità a cui è preordinata invece, la disciplina *golden power*, ossia quella di proteggere *asset* strategici nazionali degli investimenti da parte di operatori estranei all’Unione europea; pertanto difetterebbero i presupposti per l’esercizio del potere più volte richiamato, per come sostanziatosi nelle prescrizioni del Governo.

Si ricorda a detto riguardo come l’art. 2 del d.l. n. 21/2012 precisi che i poteri speciali possano essere esercitati solo in caso di “*minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato di cui al comma 3*”, ovvero di “*pericolo per la sicurezza o per l’ordine pubblico*” (cfr. comma 6), parimenti anche gli artt. 4 e 6 del Regolamento UE 452/ 2019 evidenziano che gli Stati membri intervengono con il potere di veto rispetto ad un investimento estero solo quando esso “*possa incidere sulla sicurezza o sull’ordine pubblico*”, come espressione del principio generale di proporzionalità (cfr. Corte di Giustizia, 13-07-2020, causa C-423/98).

I poteri speciali che derivano dalle disposizioni sopra menzionate integrano, dunque, la presenza di una misura eccezionale, quale *extrema ratio* nei soli casi in cui si verifichi una “*minaccia*” ad interessi fondamentali dello Stato come quelli della “*sicurezza*” e dell’“*ordine pubblico*”, minaccia che deve emergere a seguito di una valutazione condotta sulla base di criteri oggettivi meticolosamente elencati all’art. 2, comma 7 del d.l. n. 21/ 2012.

Va da sé, inoltre, che detti poteri speciali, inquadrabili nel novero degli “*atti di alta amministrazione*” e, quindi, caratterizzati da un’ampia discrezionalità in ragione della natura degli interessi tutelati, debbano essere necessariamente volti al rispetto dell’obbligo di istruttoria, del conseguente obbligo di motivazione, dei principi di proporzionalità, ragionevolezza e non discriminazione, tali da costituire i parametri cui lo Stato deve ispirarsi nel ponderare la “*grave minaccia*” per la sicurezza dello Stato, sempre considerando che la normativa vigente impone un’interpretazione restrittiva e tassativa, alla luce di un mercato in linea di principio *libero*.

Proprio in tale contesto, l’operazione sotto scrutinio risulta essere tra due banche italiane così inidonea a far sorgere un rischio per la sicurezza e per l’interesse nazionale, in quanto essa stessa risponde all’obiettivo dell’offerente di integrare, nella propria, la rete della *target* a tutela e salvaguardia della continuità aziendale della stessa e dei suoi servizi, senza arrecare il minimo pregiudizio alla rete di sportelli, di personale e di finanziamenti. Sempre secondo la ricostruzione di parte, al profilo di violazione della normativa nazionale, come sopra denunciato, si associa quello inerente alla violazione del diritto dell’Unione europea, ed in particolare gli artt. 49 e 54 TFUE (in materia di libertà di stabilimento) ed artt. 63 e 65 TFUE (in materia di libertà di circolazione dei capitali). Si osserva come l’imposizione di prescrizioni nei confronti di UniCredit possa determinare non solo una restrizione alla libertà di stabilimento, poiché essa limita e rende più onerosa, l’opportunità di un operatore sito all’interno di uno Stato membro di acquisire il controllo di altro operatore pure sito nello stesso Stato membro, ma anche la altrettanto denunciata violazione del principio di libertà di circolazione dei capitali.

Più in dettaglio, viene evidenziato che mentre in un'ottica soggettiva, l'esercizio dei poteri speciali viene ad incidere negativamente sui diritti degli azionisti UniCredit e Banco BPM che sono stabiliti nei veri Stati membri dell'UE; in un'ottica oggettiva, l'operazione costituisce un *movimento di capitali* come definito dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia.

Ad avviso della ricorrente, dunque, il c.d. "rischio per la sicurezza nazionale" è *inesistente* e comunque *non motivato*; ritenendo la stessa parte che l'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possano essere richiamati solo in caso di effettiva e sufficientemente grave minaccia ad uno degli interessi fondamentali della collettività, di contro le motivazioni esposte nel DPCM ineriscono aspetti puramente economici, per tali non adeguati a giustificare l'apposizione di un ostacolo ad una delle libertà fondamentali garantite dal TFUE.

Altro tema degno di nota e di cui viene richiamata l'attenzione è dato dal Regolamento (CE) 139/2004, anche noto come Regolamento concentrazioni, nonché dalla presunta violazione dell'art. 21 del regolamento stesso con il decreto impugnato: l'operazione di acquisizione del controllo esclusivo di Banco BPM da parte di UniCredit rientra tra le concentrazioni di dimensione comunitaria ai sensi dell'art. 1 del Regolamento 139/2004, che attribuisce alla Commissione Europea la competenza esclusiva per esaminare le concentrazioni di dimensione comunitaria (cfr. art. 21, par. 2) stabilendo che gli Stati membri possono adottare opportuni provvedimenti per tutelare i propri "*interessi legittimi*", purché tali provvedimenti siano necessari, proporzionati e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'UE (art. 21, par. 4, 1° e 2° periodo). In tal caso, suddette misure nazionali devono essere notificate alla Commissione prima di essere adottate, per l'esercizio di un controllo preventivo della compatibilità delle misure nazionali con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario (art. 21, par. 4, ultimo periodo). Saggiunge la ricorrente che, nel caso di specie, sono state imposte prescrizioni che invadono la competenza esclusiva della Commissione europea sulle concentrazioni di dimensione comunitaria, non giustificate né dagli interessi legittimi espressamente menzionati all'art. 21, par. 4 (sicurezza pubblica, pluralità dei media e norme prudenziali), né da altri interessi pubblici che siano stati preventivamente notificati alla Commissione.

Il provvedimento *de quo* continua poi con l'esposizione di ulteriori motivi di censura con cui parte ricorrente analizza e confuta le singole prescrizioni imposte dall'avversato Consiglio dei Ministri.

In sintesi, ne viene confutata la legittimità, osservando come dette prescrizioni siano inidonee allo scopo presentando elevati profili di irrazionalità, esponendo tra l'altro la stessa UniCredit alla violazione del principio di sana e prudente gestione bancaria.

Fermo quanto precede – e dato atto che l'offerta pubblica di scambio non è stata ritenuta in contrasto con la disciplina comunitaria anticoncorrenziale in tema di concentrazioni, potrebbe escludersi che l'esercizio dei poteri speciali sia suscettibile di interpretazione, in ambito nazionale, e sovranazionale, in quanto tale suscettibile di implementare ambiti decisionali già disciplinati e relativi all'esercizio di prerogative pubbliche incidenti sull'altrimenti libero esplicarsi delle dinamiche di mercato.

3.4 La decisione del T.A.R. Lazio

Con sentenza del 12 luglio 2025, il TAR Lazio, seppure parzialmente, ha accolto il ricorso presentato da UniCredit censurando, per la prima volta, l'attività del Governo in merito all'esercizio dei poteri speciali nell'offerta pubblica di scambio su Banco BPM.

Il Collegio effettua anzitutto una ricognizione della disciplina rilevante, a livello nazionale e unionale. Prendendo le mosse dal Regolamento (UE) 2019/452 e dalla comunicazione della Commissione del 6 aprile 2022 in tema di investimenti esteri diretti dalla Russia e Bielorussia, il TAR evidenzia che anche il legislatore italiano ha progressivamente ampliato il novero dei settori strategici, includendovi, per quanto qui interessa, quello creditizio e finanziario.

Ciò premesso, spiega il Collegio, come nel procedimento nazionale in materia di *golden power*, declinato in una fase istruttoria e in una decisionale, quest'ultima sia caratterizzata da un'ampia discrezionalità.

Il Collegio, nelle sue argomentazioni, si focalizza poi sull'articolo 1 d.l. n. 21/2012; precisa così come le limitazioni alla libera circolazione dei capitali e al diritto di stabilimento possono ritenersi compatibili con il diritto unionale solo se fondate su "presupposti oggettivi, circostanziati e specifici, adeguatamente istruiti e proporzionati" rispetto alla finalità di tutela della difesa e della sicurezza nazionale.

In siffatto contesto, la natura degli interessi in gioco pare giustificare la discrezionalità intrinseca nell'esercizio dei poteri speciali del Governo, che però – precisa il Collegio – in assenza di un'adeguata istruttoria e di una chiara declinazione dei presupposti, rischia di trasformarsi in un "potere dirigitico", che risulta incompatibile con le libertà fondamentali sancite dai Trattati europei. Il TAR Lazio dà dunque atto che l'operazione *de qua* è stata approvata dalla Commissione europea, poiché ritenuta compatibile con la disciplina anticoncorrenziale in materia di concentrazioni, e precisa che l'obiettivo dei poteri speciali si rinviene nella necessità di "tutelare gli interessi nazionali strategici rispetto ad investimenti ed altre operazioni finanziarie potenzialmente suscettibili di pregiudicarli" e che la natura di "incontroversa specialità" che ne connota l'esercizio, ne preclude l'applicazione ad ambiti che non rientrano nella salvaguardia del "supremo interesse nazionale" dato dalla tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico.

Pertanto, l'estensione della disciplina in esame potrebbe essere legittimata solo ove vengano rispettati tre presupposti fondamentali, quali: (i) minaccia di un interesse primario dello Stato, (ii) assenza di altri strumenti suscettibili di condurre al raggiungimento della medesima finalità, (iii) adeguatezza e proporzionalità dell'intervento. Conclude così il Collegio, che l'operazione UniCredit/Banco BPM, operatori aventi primaria collocazione nazionale ed internazionale, può condurre ad una concentrazione il cui valore economico integra un importo di assoluto rilievo.

Rappresentato quanto precede e declinando la nozione di *sicurezza economica* come *specie* del più ampio *genus* della *sicurezza nazionale*, alla luce tanto della normativa nazionale quanto di quella europea, il Collegio ammette la possibilità dell'intervento statale in operazioni con connotazione economico-finanziaria, a tutela della sicurezza pubblica e nazionali, altrimenti suscettibili di essere pregiudicate. Ne risulta che non mancano i presupposti a fondamento dell'esercizio dei poteri speciali nel caso dell'operazione in parola.

Ed allora, posto che il potere esercitato non difetta di legittimo fondamento nella normativa di riferimento e con riguardo al settore interessato, il TAR passa, nella seconda parte della sentenza, ad esaminare le singole prescrizioni.

Con particolare riferimento alla prima prescrizione, il Collegio avanza una prima censura limitatamente al condizionamento, per un arco temporale di estensione quinquennale, del mantenimento del rapporto depositi/impieghi di UniCredit, in quanto ritenuto non conforme ai caratteri di *adeguatezza e proporzionalità* così come sanciti dalla sentenza della Corte di giustizia del

2009 (cfr. sentenza del 26 marzo 2009, C-326/07), e in quanto mancante di una valutazione estesa al “complesso di variabili suscettibili di determinare significative modificazioni delle condizioni di mercato”.

Con riguardo alla seconda prescrizione che impone all’offerente di non ridurre il livello dell’attuale portafoglio di *project finance* di UniCredit e di Banco BPM, il TAR ne critica la mancanza di una durata minima temporale della stessa misura, integrante un diretto intervento statale sulla politica aziendale di UniCredit, poiché suscettibile di condizionare la politica creditizia per il settore del *project finance*. Pertanto, l’assenza di un arco temporale di vigenza della misura, comporta l’illegittimità dell’estensione del vincolo di mantenimento del portafoglio considerato con riguardo ad UniCredit.

Diversamente, è stata invece confermata la terza prescrizione, poiché espressiva dell’obiettivo, legittimo, di garantire che il risparmio gestito continui a sostenere l’economia nazionale.

Parimenti, è stata ritenuta inerente agli interessi strategici del Paese e conforme ai criteri di appropriatezza (anche sotto un profilo temporale) e proporzionalità anche la quarta prescrizione, concernente la cessazione delle attività in Russia.

Ad ogni modo, le censure del TAR Lazio sono state solo parziali e limitate essenzialmente ai profili temporali, salvaguardando nel complesso la legittimità dell’intervenuto governativo, risultando nel ritiro dell’offerta da parte di UniCredit con il conseguente venir meno dell’operazione.

3.5 Profili giuridici

Il provvedimento in esame evidenzia una delicata tensione tra esigenze di tutela dell’interesse nazionale e rispetto delle libertà economiche sancite dai Trattati UE. In particolare, si pone il problema se e fino a che punto lo Stato possa incidere su operazioni tra soggetti interamente italiani in assenza di investitori esteri, e se la sicurezza economica possa giustificare misure restrittive non strettamente collegate a minacce immediate. L’esercizio del *golden power* è infatti caratterizzato da una “incontroversa specialità” che ne impedisce la sua espansione ad ambiti non giustificati dalla volontà di salvaguardia del principale interesse nazionale dato dalla tutela della sicurezza e/o dell’ordine pubblico: di conseguenza, va esclusa la sua esportabilità all’interno di una volontà “regolatoria” del mercato e nel quadro di interventi incidenti sulla libertà negoziali.

Va preliminarmente osservato come il procedimento nazionale in materia di poteri speciali presenti una connotazione bifasica. Esso prevede infatti una prima fase di carattere strettamente istruttorio, anche nota come “attività propedeutica all’esercizio dei poteri speciali”, volta all’acquisizione di tutti i dati e/o informazioni rilevanti per ricostruire l’operazione in chiave analitica e sistemica. Tale fase è affidata a un Gruppo di coordinamento composto dal personale dirigenziale apicale della PMC e dei vari Ministeri interessati. La seconda fase è nota come decisoria e rientra tra le competenze del Consiglio dei Ministri, assumendo una marcata configurazione discrezionale. Il Consiglio dei Ministri, in sostanza, non si limita ad una ricognizione particolare delle caratteristiche specifiche dell’operazione, ma la cala nell’ambito e nel contesto degli scopi generali della politica nazionale, valutandone gli impatti, sia sull’assetto economico-produttivo del settore socio-economico interessato, sia sulla struttura dell’economia nazionale, nonché, per concludere, sui rapporti internazionali e sul complessivo posizionamento geo-politico del Paese.

L'obiettivo della disciplina del *golden power* – specialmente ove, come nella fattispecie in esame, vengano in rilievo operazioni di carattere economico finanziario – è quello di tutelare gli interessi nazionali strategici (quali, la stabilità dell'ordine pubblico economico nazionale, gli interessi dei cittadini e dei risparmiatori), rispetto ad investimenti ed altre operazioni finanziarie potenzialmente suscettibili di pregiudicarli. Codesti profili di rilevanza formano già oggetto, nel nostro ordinamento, di una disciplina regolatoria, in ordine alla quale è prevista l'attribuzione di particolari poteri ad Autorità indipendenti responsabili; pertanto la possibilità che, oltre alle previsioni che incontrano nella disciplina nazionale e/o eurolunitaria specifica contemplazione, possa comunque intervenire, alla stregua di una vera e propria “clausola di salvaguardia”, l'esercizio del *golden power*, rappresenta una soluzione inaccettabile.

È bene quindi formulare una attenta e prudente interpretazione tra esercizio del controllo e tutela degli interessi nazionali, di cui, tra l'altro, già costituisce espressione il Regolamento Europeo sugli investimenti esteri diretti (Reg. 452/2019), in cui si evidenzia che è fatto salvo “*il diritto degli Stati membri di derogare alla libera circolazione dei capitali previsto all'articolo 65, paragrafo 1, lettera b), TFUE. Numerosi Stati membri hanno adottato misure in base alle quali possono imporre restrizioni a detta circolazione per motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza. Tali misure rispecchiano gli obiettivi e le preoccupazioni degli Stati membri in relazione agli investimenti esteri diretti e potrebbero tradursi in una serie di meccanismi che variano per ambito di applicazione e procedure. Gli Stati membri che desiderano adottare tali meccanismi in futuro potrebbero tenere conto del funzionamento, delle esperienze e delle migliori prassi dei meccanismi già esistenti*” (cfr. Considerando 4.) Se un investimento estero diretto costituisce una concentrazione che rientra nell'ambito di applicazione del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, il presente regolamento dovrebbe essere applicato facendo salva l'applicazione dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004. Il presente regolamento e l'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 dovrebbero essere applicati in modo coerente. Qualora gli ambiti di applicazione di tali regolamenti si sovrappongano, i motivi del controllo di cui all'articolo 1 del presente regolamento e il concetto di interessi legittimi ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, terzo comma, del regolamento (CE) n. 139/2004 dovrebbero essere interpretati in maniera uniforme, fatta salva la valutazione della compatibilità dei provvedimenti nazionali intesi a tutelare tali interessi con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'Unione (cfr. Considerando n. 36).

Ciò posto, va dunque escluso che la sostanza dispositiva del *golden power* possa rinvenirsi nella operatività di un meccanismo di tutela, per lo Stato membro, suscettibile di tradursi nella adottabilità di provvedimenti (sui fenomeni concentrativi) ulteriori e diversi rispetto a quelli del potere *antitrust*. Una tale espansione si potrebbe rinvenire solo ove, previo congruo apparato motivazionale, venga dimostrata la presenza di tre presupposti (presenza di una minaccia per un interesse primario dello Stato; assenza di altri strumenti suscettibili di condurre al raggiungimento della medesima finalità; dimostrata adeguatezza e proporzionalità dell'intervento). Come sostenuto dal Consiglio di Stato - 9 gennaio 2023, n. 289, “*il potere di golden power ... rappresenta il limes provvedimentale posto dalla legge a garanzia ultima dell'interesse nazionale nelle specifiche macro-aree economiche prese in considerazione*”, e “*in quanto dettato a tutela di interessi fondamentali (“strategici”) della collettività nazionale come discrezionalmente apprezzati dal Consiglio dei Ministri, esige un fondamento normativo altrettanto ampio, elastico, flessibile ed inclusivo, che consenta di apprestare la massima e più efficace tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti*”, e viene così ribadito allora

come, al di fuori dalla perimetrazione legittimante l'esercizio del potere (presupposti, finalità, modalità di esercizio) questo non possa trovare applicazione nell'assetto ordinamentale nazionale ed eurounitario.

3.6. Conclusioni e spunti critici

In conclusione, la pronuncia in commento si incanala in un filone giurisprudenziale che, sulla scorta della giurisprudenza europea (cfr. CGUE, causa C-326/07), tende a limitare l'abuso di poteri eccezionali da parte degli Stati, imponendo un uso proporzionato e motivato degli strumenti di controllo pubblico sull'economia. Proprio per questa motivazione, codesta decisione evidenzia un passo in avanti nella definizione dei confini della discrezionalità politica, stimolando ad una riflessione più ampia sul ruolo dello Stato nell'economia e sull'interpretazione estensiva della nozione di "sicurezza nazionale". L'auspicio sotteso alla decisione del TAR Lazio è che vari interventi normativi e giurisprudenziali possano in futuro meglio chiarire il perimetro di legittimità del *golden power*, evitando che esso si trasformi in uno strumento di ingerenza discrezionale in operazioni legittime tra soggetti italiani.

Diverse e svariate le conseguenze che potrebbero verificarsi nei prossimi mesi.

La Commissione europea potrebbe spedire a Roma ben due lettere, richiedenti, per un verso, l'applicazione dell'articolo 21 comma 4 sul regolamento sulla concorrenza in maniera prevalente rispetto alla sicurezza nazionale, avendo contestato che l'applicazione dei poteri speciali non è proporzionata all'integrazione dei mercati finanziari. Per altro verso l'avvio di una procedura di infrazione nei confronti della Repubblica Italiana, poiché la normativa Golden power contrasta con i principi del diritto UE, e quindi chiedendone una modifica per ridurne l'applicabilità su investimenti intracomunitari. Ebbene quest'ultimo ordine metterebbe proprio in crisi l'impianto legislativo dei poteri speciali che ne prevede l'estensione anche al settore finanziario.

Se così fosse, UniCredit ben potrebbe proporre contro il governo nazionale una causa per danni data la perdita di opportunità di business considerando che l'OPS su Banco BPM è saltata (ipotesi questa molto remota).

CONCLUSIONI

A conclusione dell'*iter* intrapreso, si può sostenere come la disciplina dei *golden powers* abbia assunto, nel corso degli ultimi anni, una rilevanza tale, nella vita economica e nella politica nazionale, da suscitare riflessioni aggiornate ed astratte in merito allo stato della normativa nazionale, alle sue relazioni con il quadro normativo europeo e alle sue direttrici evolutive.

L'istituto dei poteri speciali riveste infatti una grande importanza, resa attuale dai continui interventi normativi finalizzati a governare i fenomeni socio-economici, che coinvolgono i mercati. Ed è proprio la necessità di fronteggiare crisi improvvise e congiunture economiche negative ad ampliare notevolmente lo spazio di manovra di suddetti poteri speciali.

Anzitutto, la disciplina dei *golden powers* si fonda su strumenti di natura imperativa che attribuiscono alla pubblica autorità il potere di incidere sulle posizioni degli operatori economici.

Tuttavia, tali prerogative risultano esercitate entro un sistema caratterizzato da forme di concertazione e cooperazione, da obiettivi circoscritti e da un procedimento articolato, al quale partecipa anche la Commissione europea, inserito in un dialogo istituzionale che coinvolge una pluralità di soggetti.

La stessa collaborazione tra Stati membri e Unione rappresenta, in questa prospettiva, una garanzia essenziale per un impiego equilibrato e responsabile di poteri che, per loro natura, incidono su libertà fondamentali tutelate dai Trattati europei.

Si è osservato, a detto riguardo, come la disciplina dei poteri speciali incida sulla *living constitution* europea, proponendo un equilibrio diverso tra Stato e mercato e configurandosi come “*una delle forme di protezione perimetrale degli interessi finanziari dell'Unione europea*”.

Il rapporto tra Stato e mercato infatti non è una situazione sempre uguale a se stessa, ma evolve seguendo le esigenze sociali e le istanze economiche del tempo.

Il *golden power* viene così inquadrato in un modello di rilancio di strumenti di programmazione economica a livello europeo; la stessa *soft cooperation platform* realizzata con il Regolamento europeo fissa una importante strategia politica e comune, articolandone i principi, secondo una logica simile a quella degli atti statali di programmazione macroeconomica.

In questo senso, i *golden powers* sembrano tornare a garantire l'integrazione europea e l'essenzialità dell'alleanza collaborativa tra i Governi degli Stati membri, e tra essi e la Commissione europea, perché l'Unione torni ad esercitare una funzione di comunità economica e sociale, avente una propria identità e proprie strategie, che consentirebbero alla stessa di essere maggiormente riconosciuta come protagonista fondamentale dello scenario geopolitico mondiale.

Inoltre, grazie allo stesso Regolamento europeo, i *golden powers* attribuiscono centralità al diritto amministrativo, come si evince d'altronde dai meccanismi e dai principi alla base dello stesso Regolamento ma anche dalla declinazione del procedimento di esercizio dei poteri speciali e dalla giurisdizione del giudice amministrativo degli Stati membri.

Con i poteri speciali, inoltre, lo Stato ritorna a rivestire un ruolo di *doganiere*, assumendo le vesti di guardiano dei confini, dinnanzi a vecchie e nuove minacce alla sicurezza e agli interessi nazionali che possono celarsi dietro ad operazioni di investimento apparentemente solo economiche.

Pertanto, è possibile sostenere che ci si trovi oggi di fronte un'economia c.d. sconfinata o verosimilmente globale, poco legata ai luoghi, e di facile preda di espropriazione di *know how*.

A fronte di queste caratteristiche di un'economia sempre più interconnessa, i sistemi di regolazione tradizionale necessitano di nuovi strumenti di monitoraggio, atti ad impedire che la globalizzazione dell'economia, l'assenza di legame coi territori, l'interconnessione digitale e la facile espropriazione

di *know how* producano danni agli Stati e alla stessa Unione ovvero li rendano preda di scenari geopolitici negativi.

In siffatto scenario, l'intervento dei poteri speciali può dirsi conseguenziale rispetto ad esigenze contingenti.

Tale è il tipo di intervento pubblico nell'economia: garantire che l'interesse del mercato possa realizzarsi genuinamente, tutelando anzitutto gli operatori e rivelando, poi, con strumenti di cui solo lo Stato dispone, eventuali strategie occulte di Paesi terzi.

Ebbene, se è possibile sostenere ciò, la disciplina dei poteri speciali potrebbe essere riletta come una regolazione pro-concorrenziale. Del resto, la prepotenza del diritto pubblico sul diritto dei mercati appare ragionevole anche perché concorre a proteggere la concorrenza.

Altrettanto ragionevole è che i *golden powers* siano concepiti come uno strumento stabile del diritto pubblico dell'economia, molto diverso dalla previgente *golden share* che era, invece, una sorta di contraltare alla privatizzazione sostanziale delle imprese un tempo a partecipazione pubblica⁽¹⁹⁸⁾.

Premesso quanto precede, tuttavia, dall'esame della complessa disciplina in materia di *golden powers*, sono emerse alcune questioni concernenti le congiunture emergenziali nonché l'eterno ritorno dello Stato in economia.

Sul punto, è d'uopo notare come la disciplina emergenziale abbia causato un notevole ampliamento delle prerogative riconosciute allo Stato rispetto al passato. La disciplina emergenziale ha infatti modificato e la struttura e la percezione dei poteri speciali, i quali si sono rivelati un argine necessario ad impedire scalate ostili nei confronti dei diversi campioni nazionali attivi nei settori strategici dell'economia.

Così dalla tradizionale concezione dello Stato guardiano notturno si è invertita la rotta verso uno Stato erogatore di servizi pubblici a carattere sociali. Nella sfera delle sue competenze sono rientrati settori quali la filiera agroalimentare e la salute.

Tale potenziamento dei poteri speciali ha senz'altro rappresentato un vero e proprio ritorno dello Stato e in particolare una modifica delle sue modalità di intervento nell'economia, con una spiccata attenzione ai settori dell'innovazione tecnologica.

Come sostenuto dalla dottrina maggioritaria, si è così assistito a un "*progressivo abbandono della funzione di congegno propedeutico alla privatizzazione sostanziale delle imprese un tempo pubbliche, per divenire, ad oggi, strumenti di vigilanza esterna in grado di influenzare potenzialmente gli assetti proprietari e l'operatività di tutte le imprese operanti nei settori strategici ogni qual volta gli interessi pubblici essenziali siano messi a repentaglio*"⁽¹⁹⁹⁾.

I *golden powers* nella loro attuale configurazione possono dunque essere così definiti "*una sorta di longa manus dell'art. 41, terzo comma, Cost., nel senso che funge, in un certo senso, assieme ad altri strumenti di intervento pubblico nell'economia, da riattivatore della funzione di programmazione e controllo dell'attività economica privata, indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali*"⁽²⁰⁰⁾

Data la mutata funzione dei *golden powers* divenuti ora un meccanismo, nei fatti permanente, di intervento pubblico nell'economia da parte dello Stato nei e a tutela dei settori strategici, appare cruciale utilizzare un tale strumento in maniera equilibrata, soprattutto in quei settori che sono più

⁽¹⁹⁸⁾ S. VALAGUZZA, *Il golden power nella prospettiva del diritto amministrativo: osservazioni sullo strumento e sulle sue dinamiche*, in *Il diritto dell'economia*, 2/2024, PP. 312 ss.

⁽¹⁹⁹⁾ A. S. GINEVRI, *L'espansione dei golden powers tra sovranismo e globalizzazione*, op. cit., pp. 170 ss.

⁽²⁰⁰⁾ A. SANDULLI, *La Febbre del Golden Power*, op. cit., p. 752.

delicati sotto il profilo della sicurezza nazionale, così da poter ricercare un equilibrio tra la necessità di salvaguardare gli interessi nazionali e la tutela degli interessi delle imprese coinvolte ⁽²⁰¹⁾.

Il rischio è infatti che l'attuale materia dei poteri speciali possa essere interpretata come uno strumento pubblico dirigistico dei mercati, ossia uno strumento utilizzato per decretare chi debba essere il proprietario di determinati *asset* e non per limitarsi a verificare che una data operazione sia compatibile con gli interessi nazionali.

Mercato e interesse nazionale non devono essere infatti posti in contraddizione. L'interesse nazionale è diretto al corretto funzionamento del mercato, appetibile per chi investe in modo da far recuperare credibilità e competitività.

In definitiva, la disciplina *golden power* deve sì adattarsi ai mutamenti dei tempi ma deve al tempo stesso mantenere e conservare un carattere di eccezionalità, specialmente per le operazioni intra-UE. L'auspicio finale è che tale rischio venga nei fatti scongiurato.

I poteri speciali devono essere esercitati (i) per evitare acquisizioni predatorie di aziende che operano in settori strategici, (ii) per salvaguardare l'indipendenza economica nazionale ed europea, (iii) in modo prevedibile sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori, (iv) senza disparità di trattamento e (v) facendo ricorso ai principi di proporzionalità e ragionevolezza, alla luce del diritto europeo ⁽²⁰²⁾.

⁽²⁰¹⁾ M. MANNA, *I golden powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, op. cit., pp. 39 ss.

⁽²⁰²⁾ R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *Federalismi.it*, pp. 27-28.

BIBLIOGRAFIA

- A. ALÌ, *Il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea e la protezione delle attività strategiche europee nel contesto dell'emergenza da covid-19*, in P. Acconci-E. Baroncini (a cura di), *Gli effetti dell'emergenza covid-19 su commerci, investimenti, occupazione. Una prospettiva italiana*, Bologna, 2020.
- A. ARESU, *Dalla golden share al golden power: la dimensione strategica*, in *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, a cura di Giacinto della Cananea e Luigi Fiorentino, Editoriale Scientifica, 2020.
- A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2012.
- A. COMINO, *Golden powers per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, n.5/2014.
- A. GIACCO-L. STECCHETTI, *La saga Alitalia e il mantello dello Stato salvatore*, in *Merc. conc. reg.*, n. 2, 2020.
- A. PAPPALARDO, *Le concentrazioni*, in *Diritto della concorrenza dell'Unione europea. Profili sostanziali*, Milano, Utet Giuridica, 2018.
- A. PETRUZZI, *Sub art. 120*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, a cura di V. Calandra Buonaura, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2020.
- A. RENZI, *La sicurezza cibernetica: lo stato dell'arte*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 4, 2021.
- A. SACCO GINEVRI, *Commentaries and cases on Italian business law*, Padova, 2021.
- A. SACCO GINEVRI, *Golden powers, banche e assicurazioni: le ragioni di un difficile incontro*, in *DirittoBancario.it* 11/2020, disponibile all'indirizzo <https://www.dirittobancario.it/art/golden-powers-banche-e-assicurazioni-le-ragioni-di-un-difficile-incontro/>.
- A. SACCO GINEVRI, *I "golden powers" dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in *Federalismi*, 2016.
- A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1/2019.
- A. SACCO GINEVRI, *Le banche italiane verso l'azionariato diffuso: profili organizzativi e di mercato*, in *RTDE*, I, 2017.
- A. S. GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1/2021.
- A. S. GINEVRI, *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, in *Dirittobancario.it*, 2020.
- A. SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, n. 3, 2022.
- A. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Riv. soc.*, n. 4, 2019.
- ARGIOLOS, *Ratio dell'istituto e sua evoluzione normativa*, in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, in Cazzato-Fiorentino (a cura di), 2025.
- ASSONIME 7/2023, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di ESERCIZIO dei poteri speciali*.
- B. ARGIOLOS, *Il golden power tra Stato e mercato*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 6, 2022.
- B. BRUNO, *Cybersecurity tra legislazioni, interessi nazionali e mercato: il complesso equilibrio tra velocità, competitività e diritti individuali*, in *Federalismi*, 14, 2020.

- B. CAROTTI, *Sicurezza cibernetica e Stato-Nazione*, in *Giorn. dir. amm.*, 5, 2020.
- BCE, *Recommendation of the European Central Bank of 27 March 2020 on dividend distributions during the COVID-19 pandemic and repealing Recommendation (ECB/2020/1)*, 27 marzo 2020, consultabile in www.ecb.europa.eu
- BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Giappichelli, Torino, 2023.
- C. E. CAZZATO, *Golden power e diritto antitrust*, in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, (a cura di) Cazzato-Fiorentino, Maggioli Editore, 2025.
- C. S. MAURO, *I golden powers tra legislazione e applicazione concreta*, in *ASTRID Rassegna* – n.15/2017.
- C. S. MAURO, *I poteri speciali del governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici: dalla Golden Share ai Golden Powers*, in *Il foro amministrativo*, II, 2015, Milano.
- C. S. MAURO, *La disciplina della golden share dopo la sentenza della Corte di Giustizia C-326/07*, in *Concorrenza e Mercato*, n. 1/2010.
- CAIA, *L'ordine e la sicurezza pubblica*, in S. Cassese (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, I, II ed., Milano, Giuffrè, 2003.
- D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell'Unione europea: il caso delle banche*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 21/2021.
- D. GALLO, *Sovranità (europea?) e controllo degli investimenti esteri*, in *I Post di AIUSDUE*, IV (2022), aiusdue.ue.
- F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in G. Napolitano (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening, Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, Bologna, 2019.
- F. ANNUNZIATA-A.S. GINEVRI-C. S. MAURO, *I golden powers tra Stato e mercato*, in *Sistema produttivo e FINANZIARIO post covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, 2020.
- F. ANNUNZIATA-M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2020.
- F. BASSAN, *Dalla Golden Share al Golden Power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'Economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2014.
- F. BASSAN, *Prime note prospettive sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, in *Dirittobancario.it*, aprile 2020.
- F. BASSAN, *Prime note prospettive sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, in *Dirittobancario.it*, 2020.
- F. BASSANINI-G. NAPOLITANO-L. TORCHIA (a cura di), *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, Bologna, 2021.
- F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contratto e impresa*, 1/2022.
- F. BONELLI-M. ROLI, voce *Privatizzazioni*, in *Enc. dir.*, aggiornamento, Milano, 2000.
- F. CAPRIGLIONE, *Finanza e politica nell'UE dopo la pandemia. Verso un auspicabile incontro*, in *Contratto Impresa Europa*, 2021.
- F. CIARALLI, *I "golden powers" esercitabili dal Governo a tutela di interessi strategici dello Stato*, *Rassegna Avvocatura dello Stato*, n. 4/2015.
- F. FORTUNA, *I poteri speciali esercitabili da parte dell'Esecutivo*, in *Federalismi*, 6, 2018.
- F. FORTUNA, *L'espansione della disciplina e dei casi di applicazione dei golden powers nella dimensione europea e italiana tra crisi pandemica, eventi geopolitici e cybersecurity*, in *Rivista di diritti comparati*, 1/2025.

- F. MARCONI, *L'intervento pubblico nell'economia e il mutevole ruolo dello Stato: il nuovo golden power tra competizione geopolitica e valutazioni economico-strategiche*, in *Federalismi*, 20/2021.
- F. PRENESTINI, *GOLDEN power: una tela di Penelope*, in *Rivista delle Società*, 2/2022.
- F. RIGANTI, *Annotazioni critiche in tema di golden powers e Stato regolatore nel mercato*, in *Giur. Comm.*, 2022.
- F. RIGANTI, *I golden powers italiani tra "vecchie" privatizzazioni e "nuova" disciplina emergenziale*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 4, 2020.
- F. TOSI, *L'attuale fisionomia del Golden Power nell'ordinamento giuridico italiano in Diritto civile e commerciale*, 2020.
- G. D. CANANEA- L. FIORENTINO (a cura di), *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, in *Editoriale scientifica*, Napoli, 2020.
- G. D'ALPA, *La golden share e i golden powers nel diritto europeo*, 2017, consultabile in www.sicurezzanazionale.gov.it.
- G. FERRI SR, *Pubblico e privato nelle partecipazioni statali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1988.
- G. LOMBARDO, voce *Golden Share*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1998, XVII.
- G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2019.
- G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giorn. dir. amm.*, 5/2019.
- G. ROJAS ELGUETA, *Il rapporto fra discipline nazionali in materia di foreign direct investment screening e diritto internazionale degli investimenti*, in *Riv. comm. int.*, 2, 2020.
- G. SANDRELLI, *La raccomandazione della Banca Centrale Europea sulla distribuzione di utili da parte degli enti creditizi*, in *Riv. soc.*, 2020.
- G. SCARCHILLO, *Considerazioni conclusive: problemi e prospettive in Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contratto e impresa* 2015.
- G. SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contratto e impresa / Europa*, 2, 2015.
- G. SERAFIN, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2/2021.
- G. TROVATORE-F. SAVASTA, *Il progetto della Capital Markets Union e l'art. 47 della Costituzione (brevi note sul valore del risparmio)*, in *Federalismi*, 2021.
- H. BERGER, *The Banking and Insurance Sector*, in *YSEC Yearbook of Socio-Economic Constitutions*, Springer, 2020.
- ID., *The Rise of Sovereign Wealth Funds (SWFs) and the Protection of Public Interest(s): the Need for a Greater External and Internal Action of the European Union*, in *EBLR*, 2016.
- J. RICHARDSON-G. DUEDELY-C. VENZO, *Le privatizzazioni in Gran Bretagna: innovazione di successo e implementazione difficile?*, in *Stato e Mercato*, 1996, n. 47.
- L. ARDIZZONE- M.L. VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. Comm.*, n. 5, 2013.
- L. ARNAUDO, *A l'économie comme a la guerre. Note su golden power, concorrenza e geo-economia*, in *MERCATO Concorrenza Regole*, Bologna, Anno XIX, Fasc. 3, dicembre 2017.

- L. ARNAUDO, *Controllo delle concentrazioni e degli investimenti esteri nella nuova età del protezionismo*, in E.A. Raffaelli (a cura di), *Antitrust tra diritto nazionale e diritto dell'UE*, 2019, Bruxelles, Editions Bruylant.
- L. ENRIQUES, *Per un diritto societario resistente alla pandemia*, in *Riv. dir. soc.*, 2020.
- L. FIORENTINO, *Verso un sistema integrato di sicurezza: dai poteri speciali al perimetro cibernetico*, in G. Della Cananea-L. Fiorentino (a cura di), *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, Napoli, 2020.
- L. FIORENTINO, *Verso una Cultura del Golden Power*, in "Golden Power", Gnosis, 2019.
- L. MASOTTO, *Il golden power alla prova del procedimento e del processo amministrativo*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 5, 2022.
- L. SCIPIONE, *La «golden share» nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, *Diritto societario Opinioni*, 2010.
- L. V. M. SALAMONE, *La disciplina giuridica dei poteri speciali dello Stato sugli assetti societari e i trasferimenti tecnologici nei settori strategici alla luce del decreto-legge n. 23/2020 (c.d. "Decreto liquidità") e dei d.p.c.m. 18 dicembre 2020, n. 179 e n. 180*, in *Ildirittoamministrativo*, consultabile in <https://www.ildirittoamministrativo.it/disciplina-giuridica-poteri-speciali-Stato-assetti-societari-trasferimenti-tecnologici-settori-strategici-decreto-legge-23-2020-Decreto-liquidit%C3%A0-dpcm-2020-179-180/te741>.
- LIPANI-MAZZONCINI, *Foreign Direct Investment Regulation Guide*, I.
- M. BIANCA-G. SERAFIIN, *Il diritto dell'impresa e la sfida del covid-19*, in *Virus in fabula. Diritti e istituzioni ai tempi del covid.-19*, Trieste, EUT-Edizioni Università in Trieste, 2020.
- M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, Giuffè, 2006.
- M. CLARICH, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2020.
- M. CLARICH, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in G. Napolitano (a cura di), *Foreign Direct Investment screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*.
- M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo, Il Mulino*, Bologna, 2022.
- M. D'ALBERTI, *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, in G. Napolitano (a cura di), *il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, Bologna, 2019.
- M. D'OSTUNI-M. BERETTA, *Il diritto della concorrenza in Italia*, Torino, 2021.
- M. LO RE, *I poteri speciali dello Stato nei settori di rilevanza strategica e i nodi teorici essenziali per comprenderne il significato*, Il mulino, 2018.
- M. MANNA, *I golden powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, 3/2022.
- M. MIOLA, *Sub art. 93*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, Cedam, 1998.
- M. RAMAJOLI, voce *Concorrenza*, in *Enc. Diritto. I tematici*, Vol. III, *Funzioni amministrative*, Milano, 2022.
- M. RESCIGNO, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2020.
- M.P. MADURO, *The Chamaleon State: EU law and the blurring of the private/public distinction in the market*, Firenze, 2010.

- MEOLI, *Ordine e sicurezza pubblica*, in Clarich-Fonderico (a cura di), *Dizionario di diritto amministrativo*, MILANO, IL SOLE 24 ORE, 2007.
- MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contratto e impresa*, 1986.
- Ministero del Tesoro, Commissione per il riassetto del patrimonio mobiliare pubblico e per le privatizzazioni, Rapporto al Ministro del Tesoro, Roma, 7 novembre 1990.
- N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*.
- N. DE LUCA, *The EU and Member States: FDI, portfolio investments, golden powers and SWFs*, in *Research Handbook on Sovereign Wealth Fund and International Investment Law*, a cura di F. Bassan, Edward Elgar, Cheltenham, 2015.
- O. PALLOTTA, *I presupposti oggettivi e soggettivi*, in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Cazzato-Fiorentino (a cura di), 2025.
- O. PALLOTTA-G. M. POLITO, *Intervista a Roberto Chieppa: "Mercato interno, golden power e autonomia strategica europea: quale equilibrio?"*, in *Unione europea e diritti*, 2, 2025.
- P. BALZARINI, *Privatizzazione delle imprese pubbliche francesi: modalità e procedura d'attuazione*, in *Riv. soc.*, 1987.
- P. DI PALMA, *National case study: Italian law on strategic assets; Golden Power*, *Rassegna dell'avvocatura dello stato*, 2014.
- R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, 2018.
- R. ARCANO-G. GALLI-I. MAROCCIA-G. TURATI, *Il golden power e i rischi per il funzionamento dei mercati*, in *OCPI*, 2 agosto 2023.
- R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *Federalismi*, 2022.
- R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I.
- R. GAROFOLI, *Golden power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Federalismi*, n. 17, 2019.
- R. GAROFOLI, *Golden power: mercato e protezione degli interessi nazionali*, in *Federalismi*, 2022.
- R. GAROFOLI, *Il controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, a cura di Giulio Napolitano, Il Mulino, 2019.
- R. GAROFOLI, *Le privatizzazioni degli enti dell'economia*, Milano, 1998.
- R. LENER, *Brevi note sul golden power nel settore finanziario alla luce del Decreto Liquidità*, in *AGE*, 2020.
- R. LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *RTDE*, 2020.
- R. MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e controllo sugli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Riv. comm. int.*, n. 3, 2018.
- Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 marzo 2019, istitutivo di un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione, in *G.U.U.E.* n. L 79 del 21 marzo 2019.
- Relazione al Parlamento sulla politica dell'informazione per la sicurezza 2020, consultabile in www.sicurezzanazionale.gov.it, febbraio 2021.
- S. ALVARO, *Poteri speciali e settore finanziario*, in AA.VV., *Golden power*, in *GNOSIS*, a cura del Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica, 2019, consultabile in www.sicurezzanazionale.gov.it.

- S. ALVARO-M. LAMANDINI-A. POLICE-I. TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2019, consultabile in www.consob.it.
- S. BARIATTI, *Current trends in foreign direct investments: open issues on national screening systems*, in *Il controllo SUGLI investimenti diretti*, a cura di G. Napolitano, il Mulino, Bologna, 2020.
- S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Laterza Editori, Roma-Bari, 2004.
- S. CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato?*, in G. MARASÀ (a cura di), *Profili giuridici delle privatizzazioni*, Torino, 1998.
- S. DE NITTO, *I golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale*, in *Dir. amm.*, n. 2, 2022.
- S. GLUBICH, *Il regolamento europeo per il controllo degli investimenti diretti esteri: opportunità e occasione mancata per i “poteri speciali” dell’Unione europea?*, in *Gnosis*, 2019.
- S. VALAGUZZA, *Il golden power nella prospettiva del diritto amministrativo: osservazioni sullo strumento e sulle*
- SCIARRONE ALIBRANDI-C. FRIGENI, *Restrictions on Shareholder’s Distributions in the COVID-19 Crisis: Insights on Corporate Purpose*, in *AA.VV., Pandemic Crisis and Financial Stability, European Banking Institute*, consultabile in www.ebi-europea.eu, maggio 2020.
- T. BALLARINO-L. BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario. A proposito delle recenti sentenze della Corte comunitaria*, in *Rivista delle Società*, 1/2004, Milano.
- V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Giappichelli, Torino, 2019.
- V. G. NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento Europeo*, in *Foreign Direct Investments Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, il Mulino, 2019.
- V. G. SCARCHILLO, *Golden Powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2/2020.
- ZOPPINI, *La società (a partecipazione) pubblica: verso una public corporate governance?*, in R. Garofoli-A. Zoppini (a cura di), *Manuale delle società a partecipazione pubblica*, Neldiritto Editore, Bari, 2018.
- CGCE 23 maggio 2000: causa 58/99, *Commissione c. Italia*, in *Raccolta*, 1-3811; CGCE 4 giugno 2002: causa C 367/98, *Commissione c. Portogallo*, in *Raccolta*, I-473; causa C-483/99, *Commissione c. Francia*, in *Raccolta*, I-4781; causa C-503/99, *Commissione c. Belgio*, in *Raccolta*, I-4809; CGCE 13 maggio 2003: causa C-463/2000, *Commissione c. Spagna*; causa C-98/01, *Commissione c. Regno Unito*.
- Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, “*Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*”, doc. XXXIV n.3, 2020.
- Comunicazione della Commissione Europea, *Gazzetta Ufficiale* 19/07/1997.
- Comunicazioni del 13 e 29 marzo 2020.
- Consiglio di Stato, sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289.
- Corte CE, 26 marzo 2009, *Commissione c. Italia*, C-326/07, punto 45; Corte UE, 8 luglio 2010, *Commissione c. Portogallo*, C-171/08, in *Racc.*, p. I-6817, punto 72; Corte UE, 8 novembre 2012, *Commissione c. Repubblica Ellenica*, C-244/11, in *Racc. digitali*.
- Corte di Giustizia 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione v. Germania*, in *Racc.*, I-8995.
- Sent. 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione c. Belgio*.
- Sentenza C-483/99, *Commissione c. Francia*.
- Sentenza Corte CE, 13 aprile 2000, Baars, C-251/98.

- Sentenza della Corte, 23 maggio 2000, causa C-58/99, punto 8, Testo disponibile al sito <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:61999CJ0058&from=IT> 24 Sentenza della Corte, 23 maggio 2000, causa C-58/99, punto 11 Testo disponibile al sito <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:61999CJ0058&from=IT>.
- TAR LAZIO, sent. n. 04488/2022 del 13 aprile 2022.
- TAR LAZIO, sez. I, 23 maggio 2025, n. 9992.
- Tar Puglia, Lecce, sez. II, 23 settembre 2005, n.1295.
- Leggi n. 35 e 359 del 1992 e alla legge n. 474 del 1994.
- Loi n. 86-793 du 2 juillet 1986.
- Loi n. 93-923 du 19 juillet 1993.