

ARTICOLI

Il *golden power* tra ampliamento del campo di applicazione e rarefazione del presupposto funzionale. La sicurezza economica come sicurezza nazionale?

ANDREA MAGLIARI

Professore associato di diritto amministrativo
Università degli studi di Trento

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalaqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalaqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Il *golden power* tra ampliamento del campo di applicazione e rarefazione del presupposto funzionale. La sicurezza economica come sicurezza nazionale?

ANDREA MAGLIARI

Professore associato di diritto amministrativo
Università degli studi di Trento

SOMMARIO: 1. Premessa: il *golden power* e l'eterogenesi dei fini. – 2. La dilatazione oggettiva e funzionale del *golden power*: profili critici – 2.1. Il perimetro oggettivo del *golden power* e l'estensione al settore finanziario. – 2.2. La “insostenibile leggerezza” del presupposto funzionale: sicurezza economica e (è?) sicurezza nazionale. – 3. Il caso Uni-credit/BPM e la pronuncia del T.A.R. Lazio come banco di prova. – 4. Alcune riflessioni conclusive.

1. Premessa: il *golden power* e l'eterogenesi dei fini

Non è affatto infrequente, per lo studioso dell'intervento pubblico in economia, imbattersi in quei fenomeni, ampiamente connaturati all'agire umano, che il filosofo tedesco Wilhelm Wundt descriveva in termini di “eterogenesi dei fini”⁰¹. Come è noto, con tale espressione si suole indicare il fatto che le azioni umane, per l'imprevedibile assomarsi di una pluralità di circostanze variamente collegate al disegno originario, possono riuscire a fini diversi da quelli inizialmente voluti dal loro autore. Può succedere, cioè, che «i fini che la storia realizza non sono quelli che gli individui o le comunità si propongono, ma piuttosto la risultante della combinazione, del rapporto e del contrasto delle volontà e delle condizioni oggettive»⁰².

01 W. Wundt, *Ethik: Eine Untersuchung der Tatsachen und Gesetze des sittlichen Lebens*, Stuttgart, 1912, discorrendo di “Heterogenie der Zwecke”.

02 N. Abbagnano, *Il positivismo evoluzionistico*, in Id., *La filosofia moderna e contemporanea: dal Romanticismo all'Esistenzialismo*, Storia della filosofia, vol. 3, Torino, 2013, 370.

Trasposto sul piano dell'analisi giuridica, tale assunto significa che ciò che il legislatore originariamente persegue come scopo precipuo del proprio operato può, col passare del tempo e per l'agire di svariati e imprevedibili fattori, subire leggere torsioni o vere e proprie trasformazioni. Con particolare riferimento al diritto dell'economia, ciò può accadere tanto per fattori endogeni al mercato (come avviene, ad esempio, allorquando una misura di incentivo finisce per alterare il normale funzionamento del mercato, portando a risultati indesiderati o inefficienti), quanto per ragioni estranee alla mera dinamica di mercato, e riconducibili piuttosto al mutare del contesto economico e politico di riferimento.

Può succedere allora che strumenti giuridici inizialmente introdotti dal legislatore per compensare la "ritirata" dello Stato da alcuni settori economici (la *golden share*) vengano, in un primo momento, a cadere sotto la scure del giudice sovranazionale in quanto ritenuti eccessivamente restrittivi di alcune libertà fondamentali e, in un secondo momento, a risorgere sotto nuove spoglie come strumenti idonei a consentire allo Stato un'intromissione assai più intensa e trasversale sulla conduzione di determinate attività imprenditoriali ritenute strategiche per l'interesse nazionale (i *golden powers*). Nati sulle ceneri della *golden share*⁰³, come risposta alla sentenza della Corte di giustizia⁰⁴ che ne aveva censurato l'eccessiva ampiezza, genericità e discrezionalità, i *golden powers* sono divenuti, cioè, nel giro di pochi anni un «potente dispositivo di controllo e regolazione degli investimenti, specialmente esteri, in settori strategici»⁰⁵: una disciplina «ufficialmente introdotta come *extra-ordinem*», e poi «diventata *multi-purpose*»⁰⁶.

L'apparente contraddizione trova, a ben vedere, un'agevole spiegazione nei mutamenti dell'ordine economico e politico globale intervenuti nell'ultimo decennio, oltre che nella

03 Sui tratti essenziali dell'istituto si rinvia, *ex multis*, a R. Garofoli, *Golden share e authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 1998, 186; F. Merusi, *La Corte di giustizia condanna la golden share all'italiana e il ritardo del legislatore*, in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2000, III, 1236; C. San Mauro, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, 2004; G.C. Spattini, *Poteri pubblici dopo la privatizzazione*, Torino, 2006; F. Gaspari, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici. La nuova golden share tra diritto interno, comunitario e comparato*, Torino, 2015.

04 C. Giust. UE., sent. 26 marzo 2009, *Commissione c. Repubblica Italiana*, C-326/07. Senza che si renda necessario richiamare nel dettaglio il contenuto della disciplina della *golden share*, basti qui ricordare che il giudice sovranazionale aveva ritenuto che «le situazioni che consentono di esercitare il potere di voto sono potenzialmente numerose, indeterminate e indeterminabili e che esse lasciano alle autorità italiane un ampio potere discrezionale» (punto 66); per la Corte, infatti, la disciplina italiana «non contiene precisazioni sulle circostanze concrete in cui può essere esercitato il potere di voto e i criteri da esso fissati non sono dunque fondati su condizioni oggettive e controllabili» (punto 72). Come noto, la vicenda italiana si situa all'interno di una serie di procedure di infrazione aperte dalla Commissione europea in relazione alle misure introdotte da diversi Stati membri all'indomani delle misure di privatizzazione delle imprese pubbliche.

05 A. Averardi, *Potere pubblico e politiche industriali*, Napoli, 2018, 182.

06 P. Savona, *Incontro annuale con il mercato finanziario*. Discorso del Presidente al mercato finanziario, Milano, 20 giugno 2025, 12.

contestuale ridefinizione del ruolo dello Stato rispetto al mercato⁰⁷.

È appena il caso di ricordare, infatti, che la "caduta" della *golden share* e l'introduzione dei *golden powers*⁰⁸ avveniva in anni in cui, se si eccettuano le misure di contrasto alla crisi economico-finanziaria e i primi interventi in materia di Fondi sovrani⁰⁹, si continuava a guardare con grande favore agli investimenti esteri e alla circolazione dei capitali su scala globale come fattori cruciali per la crescita e la competitività¹⁰.

L'eterogenesi dei *golden powers* prende avvio qualche anno dopo, col mutare degli equilibri geopolitici mondiali, con la crisi del multilateralismo e con l'emersione di nuove istanze protezionistiche a livello nazionale¹¹.

L'obiettivo di questo scritto non è ripercorrere le tappe evolutive della disciplina dei *golden powers*, né indagare i molteplici fattori che hanno portato alla cennata torsio-

07 La letteratura, giuridica e non, su tale tornante storico è amplissima, e non esaustivamente riportabile in questo breve spazio; ci si limita perciò a rinviare, per l'efficacia e la profondità dell'analisi, a P. Gerbaudo, *Controllare e proteggere. Il ritorno dello Stato*, Milano, 2022. Imprescindibile, inoltre, il riferimento a G. Amato, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, 2022.

08 Come noto, con il d.l. 15 marzo 2012, n. 21, il legislatore si prefiggeva l'obiettivo di delimitare con maggiore precisione l'ambito di applicazione dei poteri speciali, nel tentativo di raggiungere un nuovo equilibrio tra tutela degli interessi strategici nazionali e garanzia delle libertà fondamentali (in specie, libertà di stabilimento e libera circolazione dei capitali) all'interno del mercato unico. Sul passaggio dalla *golden share* al *golden power*, *ex multis*, A. Sacco Ginevri, F.M. Sbarbaro, *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Nuove leggi civili comm.*, 2013, 109; 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, 57; A. Comino, "Golden powers" per dimenticare la "golden share": le nuove forme di intervento pubblico negli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale e delle comunicazioni, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2015, 1019.

09 Su cui S. Alvaro, P. Ciccaglioni, *I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, Consob, Discussion Paper n. 3, luglio 2012; F. Bassan, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Edward Elgar Publishing, 2011.

10 Esemplare, in tal senso, il contenuto della Comunicazione della Commissione, *Towards a comprehensive European international investment policy*, COM(2010)343 final, Bruxelles, 7 luglio 2010.

11 Come rileva A. Sandulli, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, 743, «le cause che hanno determinato l'espansione dei *golden powers* sono molteplici, tutte esogene rispetto all'universo giuridico: in una prima fase, la trasformazione dei rapporti geopolitici, il prepotente ritorno della rilevanza di sfere di influenza internazionali, la crisi economico-finanziaria; nell'ultimo periodo, la crisi pandemica e le vicende belliche nell'est europeo, con le connesse politiche di riarmo». Sull'evoluzione del ruolo dello Stato e dei suoi strumenti di intervento sui mercati in rapporto ai mutamenti geopolitici, *ex multis*, A. Aresu, M. Negro, *La geopolitica della protezione. Investimenti e sicurezza nazionale: gli Stati Uniti, l'Italia e l'UE*, Città di Castello, 2020; nonché da ultimo L. Picotti, *Linee invisibili. Geografie del potere tra confini e mercati*, Milano, 2025

ne dello strumento¹². Ciò su cui si intende riflettere riguarda, piuttosto, il progressivo ampliamento del campo di applicazione della disciplina o, per meglio dire, la recente tendenza – avviata dal nostro legislatore, rafforzata dagli ultimi governi, e sostanzialmente avallata dalla giurisprudenza amministrativa – di intendere in modo assai ampio e flessibile i limiti e i presupposti, di fatto e di diritto, che consentono l'esercizio dei poteri speciali da parte dell'Esecutivo.

Di tale tendenza e del progressivo slittamento (*rectius: sviamento*) dell'istituto verso uno strumento atipico di direzione e conformazione delle strutture di mercato è, d'altronde, ampiamente rivelatrice la vicenda che ha riguardato l'attivazione dei poteri speciali di cui all'art. 2, d.l. n. 21/2012 in relazione all'operazione di offerta pubblica di scambio (OPS) promossa da Unicredit S.p.A. sulla totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM S.p.A. Da tale vicenda, e dalla pronuncia resa dal T.A.R. Lazio, sez. I, 12 luglio 2025, n. 13748, si prenderanno dunque le mosse per avviare una riflessione critica attorno all'evoluzione del *golden power*, al suo impatto sul settore finanziario e, più in generale, alla sua incidenza sui modi e sugli strumenti dell'intervento pubblico in economia.

2. La dilatazione oggettiva e funzionale del *golden power*: profili critici

Se osservata dall'angolo visuale appena indicato, la vicenda che ha portato alla pronuncia del T.A.R. Lazio colpisce in particolar modo per due aspetti. Il primo riguarda l'estensione del campo di applicazione dei poteri speciali; il secondo attiene all'indeterminatezza dei presupposti e delle finalità che giustificano l'intervento governativo. Quanto al primo aspetto, basti qui ricordare che si è trattato non solo del primo caso di applicazione dei poteri speciali nei confronti di un istituto di credito¹³, quanto soprattutto del fatto che il *golden power* è stato esercitato in relazione a un'operazione prettamente "domestica", che riguardava, cioè, due intermediari bancari aventi entrambi

12 La «irresistibile ascesa» del *golden power* italiano è stato oggetto di numerosi e autorevoli studi. Oltre ai contributi richiamati *infra*, si vedano quantomeno, tra i contributi di taglio generale, G. Napolitano, *L'irresistibile ascesa dei golden powers e la rinascita dello Stato doganiero*, in *Giorn. dir. amm.*, 2019, 549; Id. (a cura di), *Foreign direct investments screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2020; A. Sacco Ginevri, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 152; G. della Cananea, L. Fiorentino, *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, Napoli, 2020; A. Sandulli, *La febbre del golden power*, cit., 743; S. De Nitto, *Il golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale: alla ricerca di un delicato equilibrio*, in *Dir. amm.*, 2022, 553; L. Belviso, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, 2023; C.S. Lucarelli, *L'esercizio dei golden powers: criticità attuali e prospettive future*, in *Giur. Comm.*, 2023, 1011; S. Valaguzza, *Il golden power nella prospettiva del diritto amministrativo: osservazioni sullo strumento e sulle sue dinamiche*, in *Dir. economia*, 2024, 293.

13 Non si tratta, invece, del primo caso di *golden power* applicato a società detentrici di attivi strategici in ambito finanziario, giacché il Governo, con D.p.c.m. n. 3978 del 27 luglio 2023, aveva già esercitato i poteri speciali di cui all'art. 2 del d.l. 21/2012 con l'imposizione di prescrizioni nei confronti di Cedacri, una società specializzata nella fornitura di soluzioni software e servizi di *outsourcing* informatico per il mercato bancario. Su tale vicenda, cfr. T.A.R. Lazio, sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275.

sede legale in Italia. Quanto al secondo aspetto, va invece sin d'ora chiarito che, sebbene l'operazione riguardasse due istituti bancari italiani, il Governo ha ritenuto sussistere una minaccia agli interessi essenziali dello Stato ovvero un pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico in ragione del possibile impatto dell'operazione sulla tutela del risparmio e dei risparmiatori nazionali.

Si tratta di due profili che, seppur tra loro collegati, meritano di essere esaminati distintamente. Se il primo assume rilievo ai fini della perimetrazione delle attività economiche considerate strategiche ai fini dell'esercizio del *golden power*, il secondo rileva piuttosto come selettori delle ragioni (*recte*: delle finalità) che ne consentono l'attivazione. Il primo profilo richiede all'interprete di verificare che l'operazione annunciata ricada tra quelle normativamente previste, mentre il secondo impone un'attività più complessa, che investe la dimensione funzionale del potere, e che postula in definitiva una più delicata valutazione della corrispondenza tra mezzi e fini.

Su tale distinzione si avrà modo di tornare nei paragrafi che seguono; ciò che preme sin d'ora evidenziare è invece il fatto che, nella definizione di entrambi, il legislatore ha fatto larghissimo ricorso a clausole generali e a concetti giuridici vaghi e indeterminati¹⁴. Così, ad esempio, d'un lato il riferimento va alle «imprese che svolgono attività di rilevanza strategica» o ai «beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale», mentre dall'altro si richiama l'esistenza di una «minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali» o il «pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico». E se è pur vero che, come ha rilevato la giurisprudenza amministrativa, tali formulazioni devono ritenersi necessarie ad assicurare «un fondamento normativo ampio, elastico, flessibile ed inclusivo, che consenta di apprestare la massima e più efficace tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti»¹⁵, occorre parimenti ammettere che l'assenza di una perimetrazione chiara degli *asset* strategici e delle operazioni assoggettabili a *golden power*, e – soprattutto – la sostanziale indeterminatezza dell'interesse pubblico sottostante risultano foriere di significative criticità tanto a livello pratico-applicativo, quanto sul piano del rispetto dei principi di legalità, di certezza e prevedibilità del diritto¹⁶.

Prima di addentrarci nell'analisi della sentenza del T.A.R. Lazio, e per meglio coglierne la portata, conviene perciò innanzitutto illustrare la traiettoria evolutiva che ha portato al progressivo ampliamento dell'ambito oggettivo di applicazione dei poteri speciali in ambito finanziario e, successivamente, procedere a un'indagine critica in ordine al presupposto funzionale della minaccia alla sicurezza nazionale. L'interazione tra queste

14 Lo rileva, *ex multis*, M. Clarich, *La disciplina del golden power tra Stato, mercato ed equilibri geopolitici*, in *Giur. Comm.*, 2024, 702.

15 C. Stato, sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289.

16 Si tratta, d'altronde, di criticità diffusamente avvertite in dottrina: si v., *ex multis*, M. D'Alberti, *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, in G. Napolitano (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening*, cit., 83; nonché A. Paccione, *Il Golden Power e il principio di legalità*, in *Giorn. dir. amm.*, 2022, 655 ss.

due dinamiche, ben riflessa nella vicenda in commento, sta invero determinando una problematica mutazione funzionale dello strumento. E a ben vedere, tale torsione non riguarda solamente l’istituto del *golden power*, ma produce effetti di più ampia portata sul piano delle tecniche e dei modi dell’intervento pubblico in economia, oltre che sui rapporti tra tecnica e politica in relazione al “governo” dei mercati finanziari.

2.1. Il perimetro oggettivo del *golden power* e l’estensione al settore finanziario

La disciplina del *golden power* è segnata da un frenetico susseguirsi di interventi normativi additivi e ampliativi. Basti qui sinteticamente ricordare che ai settori della difesa e della sicurezza nazionale (art. 1), dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni (art. 2), di cui all’originario d.l. n. 21/2012, si sono successivamente aggiunti, a partire dal 2017, quelli dell’alta intensità tecnologica¹⁷, delle reti di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G¹⁸, nonché le infrastrutture e le tecnologie critiche¹⁹ (art. 1-bis). A distanza di pochi anni, e nel quadro dell’emergenza pandemica, il d.l. 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. decreto liquidità), oltre ad aver ampliato il novero delle operazioni che determinano l’obbligo di notifica e i soggetti su cui incombe tale obbligo, ha ulteriormente esteso, ancorché in via temporanea, l’operatività dell’art. 2, ricomprendendovi espressamente i settori della salute, dell’agroalimentare, nonché il settore finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo²⁰. Da ultimo, la disciplina temporanea è stata stabilizzata e ulteriormente ampliata ad opera del d.l. n. 21/2022 (c.d. decreto Ucraina)²¹.

E giova altresì rammentare che un’importante spinta all’ampliamento dei settori di intervento è giunta dal regolamento (UE) n. 2019/452, in materia di controllo degli investimenti esteri diretti nell’Unione (c.d. regolamento FDI)²²: quest’ultimo, all’art. 4, ha previsto che gli Stati, nel determinare se un investimento estero diretto sia capace di incidere sulla sicurezza o sull’ordine pubblico, possono prendere in considerazione i suoi effetti potenziali su una vasta gamma di asset strategici, tra i quali figurano le «infrastrutture critiche, siano esse fisiche o virtuali, tra cui l’energia, i trasporti, l’acqua, la

17 Art. 14, d.l. 16 ottobre 2017, n. 148, conv. in legge 4 dicembre 2017, n. 172.

18 Art. 1, d.l. 25 marzo 2019, n. 22, conv. in legge 20 maggio 2019, n. 41

19 Il riferimento è all’art. 4-bis, d.l. 21 settembre 2019, n. 105, conv. in legge 18 novembre 2019, n. 133.

20 Per una efficace sintesi, L. Vasques, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia, in Mercato, concorrenza, regole*, 2020, 119 ss.

21 Per una puntuale analisi della nuova disciplina, 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*, 8 giugno 2022.

22 Giova, peraltro, ricordare che il regolamento è stato preceduto da una Comunicazione della Commissione, *Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando al contempo gli interessi fondamentali* [COM(2017) 494 final], nella quale già emergeva l’esigenza di introdurre un sistema armonizzato di controllo degli investimenti esteri diretti a tutela degli interessi strategici europei.

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»²³.

Tra i molti settori oggi interessati dal *golden power*, quello dei mercati finanziari rappresenta senza dubbio, e come dimostra la vicenda Unicredit/BPM, uno dei più controversi²⁴. La stessa inclusione del settore finanziario all'interno del campo di applicazione dei poteri speciali segue, d'altronde, una traiettoria evolutiva peculiare, e meritevole di essere brevemente rievocata nelle sue tappe principali.

Si ricorderà, invero, che in Italia il rischio rappresentato dagli investitori esteri nel mercato finanziario è stato avvertito con un certo anticipo rispetto al resto d'Europa²⁵: con il d.l. 16 ottobre 2017, n. 148, anticipando alcuni contenuti già presenti nella proposta di regolamento FDI, il nostro legislatore ha voluto ricoprendere all'interno del perimetro degli asset strategici anche le "infrastrutture finanziarie"²⁶. Trattavasi, peraltro, di una nozione poco chiara, priva di una compiuta definizione normativa, che poteva nondimeno essere ricondotta all' «l'insieme di tutti quegli elementi specifici che costituiscono strumento essenziale per il funzionamento del sistema finanziario, o di parti di esso»: una nozione «idonea a comprendere le istituzioni, le informazioni, la tecnologia, le reti, gli impianti, le installazioni e, appunto, le "infrastrutture" fisiche e tecnologiche che consentono le operazioni nel settore finanziario e in tal modo un efficiente funzionamento

23 Art. 4(1), lett. a). Del resto, come aveva lucidamente avvertito G. Napolitano, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Riv. regolaz. mercati*, 2019, 1, 18, «l'effetto complessivo sarà probabilmente una race to the top, perché i legislatori saranno spinti a estendere i settori e gli investimenti scrutinati e a prendere in considerazioni criteri (...) che fin qui erano stati trascurati a livello nazionale».

24 Come ben dimostrato dall'ampia bibliografia sul punto. Si v., *ex multis*, 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*, 20 gennaio 2019; R. Lener, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 238; A. Sacco Ginevri, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Riv. regolaz. mercati*, 2021, 1, 55 ss.; F. Annunziata, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in G. Napolitano (a cura di), *Foreign direct investments screening*, cit., 102; S. Alvaro, *Poteri speciali e mercati finanziari. Il ritorno dello Stato nei mercati finanziari?*, in G. Della Cananea, L. Fiorentino (a cura di), *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, cit., 205.

25 Come osservano S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti*, cit., 5, «[è] la prima volta che in Italia ed in Europa i poteri speciali dello Stato entrano nel settore finanziario per disciplinare gli investimenti esteri diretti. Non è così negli Stati Uniti dove il settore finanziario è sempre stato visto come un settore strategico nazionale, all'occorrenza da salvaguardare» (cfr. il *Bank Holding Company Act* del 1956, nonché l'*Exon-Florio Amendment* del 1988 e il *Foreign Investment and National Securities Act* del 2007).

26 Deve, peraltro, rilevarsi che la nozione risulta probabilmente tratta dalla (di qualche settimana precedente) proposta della Commissione europea per un Regolamento che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea [COM (2017) 487 final], la quale già ricoprendeva, all'art. 4, tra le infrastrutture critiche, anche le infrastrutture finanziarie.

dei mercati, dei sistemi di pagamento e degli intermediari finanziari»²⁷. Vi rientravano, allora, le sedi di negoziazione (*trading venues*), ossia le istituzioni che forniscono una piattaforma in cui sono negoziati titoli tra i partecipanti al mercato (mercati regolamentati, *multilateral trading facilities, organized trading facilities*), nonché i soggetti che svolgono attività collegate alla fase di *post trading* (quali, in particolare, le controparti centrali, i sistemi di compensazione e regolamento dei titoli)²⁸. Coerentemente con la nozione stessa di infrastruttura, come *asset strumentale* che consente il funzionamento di un servizio o di un'attività economica²⁹, si escludeva, invece, che vi rientrassero anche i singoli intermediari bancari, finanziari e assicurativi.

Nell'impianto del d.l. 16 ottobre 2017, n. 148, conformemente a quanto poi stabilito dall'art. 4(1)(a), del regolamento FDI, l'inclusione delle infrastrutture finanziarie all'interno degli attivi ad alta intensità tecnologica aveva, perciò, la funzione di preservare l'integrità e il buon funzionamento di un'infrastruttura essenziale per l'efficiente allocazione del risparmio, specie a seguito dei processi di privatizzazione che, a partire dagli anni Novanta, avevano interessato tali *asset strategici*³⁰. In quest'ottica, muovendo da una lettura teleologicamente orientata della disciplina sul *golden power*, parte della dottrina aveva persuasivamente ritenuto che non ogni infrastruttura finanziaria dovesse ritenersi inclusa nel perimetro di esercizio dei poteri speciali, bensì solo quelle «genuinamente essenziali, tali verosimilmente essendo quelle che, anche in considerazione dei notevoli investimenti necessari alla loro messa in opera, presentano carattere non replicabile o difficilmente replicabile o che presentano un grado di interconnessione tale che eventuali loro fallimenti (...) genererebbero con ragionevole probabilità gravi problemi di stabilità finanziaria per l'Italia»³¹.

È con l'adozione del decreto-legge n. 23 dell'8 aprile 2020 (c.d. decreto liquidità) che si

27 S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti*, cit., 45, per i quali tali infrastrutture «sono rappresentate da quelle reti o piattaforme elettroniche (sistemi multilaterali) che forniscono servizi di negoziazione, compensazione, regolamento e comunicazione in relazione a titoli e operazioni su strumenti finanziari».

28 Pur con l'avvertenza, ben espressa da R. Lener, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, cit., 238, che «come per le *trading venues*, potrebbe allora porsi il problema di gestire le attività che si pongono "nel mezzo", tra la disciplina dei mercati e quella delle attività di intermediazione». Per il citato A., invero, «ricomprendere MTF e OTF nella categoria delle "infrastrutture finanziarie" ai fini del controllo sugli investimenti esteri diretti suscita leciti interrogativi, in quanto significherebbe affermare che anche gli intermediari o i soggetti ibridi rientrano fra le infrastrutture del mercato. E questo non sembra ragionevole».

29 Sulla difficile perimetrazione della nozione, e sui plurimi significati che essa assume nel quadro dei *golden powers*, si v. di recente E. Zampetti, *Infrastrutture e golden power*, in *Dir. amm.*, 2025, 177.

30 Su cui, tra gli altri, F. Annunziata, "Nuovi mercati" e ruolo delle società di gestione, in *Le Nuovi Leggi Civili Commentate*, 2018, 5, 1236; nonché, per un esame della disciplina sovranazionale, G. Ferrarini, *Stock Exchange Governance in the European Union*, in M. Balling, E. Hennessy e R. O'Brien (eds.), *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, Berlin, 1998.

31 S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola, *op. cit.*, 59.

pongono le premesse per un consistente allargamento dell'ambito applicativo dei poteri speciali nel settore finanziario³². Nel quadro dell'emergenza pandemica³³ il legislatore ha, per un verso, incluso espressamente il settore creditizio e assicurativo e, per altro verso, esteso, in presenza di determinati presupposti, l'obbligo di notifica anche agli investitori appartenenti all'Unione europea.

Come spesso accade³⁴, tale ampliamento, inizialmente concepito come temporaneo³⁵, ha trovato poi definitiva stabilizzazione ad opera del d.l. n. 21/2022 (c.d. decreto Ucraina), oltre che nel D.p.c.m. n. 179/2020, tuttora vigente, con il quale si è proceduto all'individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionale nei settori di cui al citato art. 4, regolamento FDI, ora espressamente richiamato dall'art. 2, co. 1-ter, d.l. 15 marzo 2012, n. 21. È qui che si rinviene la definizione più puntuale degli *asset strategici* rilevanti ai fini dell'esercizio del *golden power*. Ed è in questo testo normativo che, all'art. 8, lett. c), sono per la prima volta espressamente menzionate, oltre alle infrastrutture e alle tecnologie critiche, 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'espressa inclusione di taluni intermediari finanziari (la cui rilevanza strategica è determinata sulla base di criteri squisitamente quantitativi) rappresenta una prima rilevante torsione della *ratio* sottesa alla disciplina previgente. Se, come si è appena osservato, quest'ultima mirava a proteggere l'infrastruttura di mercato (vale a dire l'insieme delle piattaforme che rende possibile l'esercizio stesso dell'attività finanziaria), con la nuova disciplina si stabilisce che oggetto di protezione governativa sono anche i singoli intermediari finanziari considerati strategici. E tali devono ritenersi, secondo quanto disposto dall'art. 2, lett. e) del medesimo D.p.c.m, quelli che svolgono un ruolo essenziale per

32 Sul punto, A. Sacco Ginevri, *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, consultabile in www.dirittobancario.it, aprile 2020; F. Bassan, *Prime note prospettiche sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, *Ibidem*.

33 Sulle correlazioni tra emergenza pandemica e ampliamento del *golden power*, si v. la lucida analisi di A. Sandulli, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Dir. pubbl.*, 2020, 410. Ma cfr. altresì la Comunicazione del 13 marzo 2020 dalla Commissione, *Risposta economica coordinata all'emergenza COVID-19*, COM(2020) 112 final, ove si afferma che «[g]li Stati membri devono essere vigili e utilizzare tutti gli strumenti disponibili a livello nazionale e unionale per evitare che l'attuale crisi determini una perdita di risorse e tecnologie critiche».

34 Per una interessante analisi dei processi di stabilizzazione dell'emergenza attraverso l'eterno ritorno dello schmittiano «Stato amministrativo», cfr. più di recente G. Tropea, *Biopolitica e diritto amministrativo del tempo pandemico*, Napoli, 2023.

35 In quanto strettamente funzionale all'esigenza (contingente) di impedire che le principali banche e le maggiori compagnie di assicurazione italiane potessero, a causa della caduta delle rispettive quotazioni azionarie, essere oggetto di scalate ostili da parte di investitori stranieri. Cfr., sul punto, la Comunicazione della Commissione, del 26 marzo 2020, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee* (2020/C 99 I/01).

le «funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione, nonché per il progresso tecnologico».

A ben vedere, allora, il D.p.c.m. del 2020 dà vita a una nuova categoria di intermediari, gli “intermediari strategici”, che – a differenza di altre categorie, quali gli intermediari “significativi” o “sistemici” – assume un rilievo puramente interno, e giustifica una nuova forma di ingerenza pubblica, affatto diversa da quella ancorata alla funzione prudenziale, e correlata piuttosto a un generico (in quanto, in premessa, non tipizzabile) interesse a scongiurare una «minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato» ovvero «un pericolo per la sicurezza o per l’ordine pubblico». Nel nuovo impianto normativo, allora, l’esercizio dei poteri speciali rispetto a determinati *asset strategici* si giustifica non più solamente in ragione di un’esigenza di tutela *oggettiva* del mercato e del suo buon funzionamento (*rectius*: delle infrastrutture essenziali al suo buon funzionamento), ma si apre anche alla possibile protezione *soggettiva* di alcuni “campioni nazionali” che, per le loro dimensioni, svolgono «attività economiche di rilevanza strategica» per gli interessi economici del Paese.

A fronte dell’ampliamento dell’ambito oggettivo e soggettivo della disciplina nazionale sul *golden power*, si rende perciò necessario procedere a una più puntuale definizione della dimensione funzionale (o teleologica) dell’istituto in parola. Se, cioè, i poteri speciali possono astrattamente interessare un novero così ampio di beni e di rapporti³⁶, il punto di discriminazione deve necessariamente individuarsi sul piano degli obiettivi (o, per meglio dire, degli interessi) che, in armonia con il quadro dei valori costituzionali e sovranazionali, il Governo può legittimamente perseguire attraverso il ricorso al *golden power*.

2.2 La “insostenibile leggerezza” del presupposto funzionale: sicurezza economica e (è?) sicurezza nazionale

Alla stregua di quanto appena osservato, è – ci pare – essenzialmente su questo (diverso, sebbene altrettanto indeterminato) presupposto che deve essere ricostruita la latitudine applicativa dei poteri speciali. Una volta acclarato, cioè, che l’*asset* oggetto di intervento rientra all’interno del perimetro oggettivo e soggettivo del d.l. n. 21/2012, la questione che si pone all’interprete è quella di verificare se la misura concretamente adottata risponda agli scopi stabiliti dalla norma e, in caso positivo, se vi sia un rapporto di giusta proporzione tra l’obiettivo perseguito e l’intervento posto in essere.

Per quanto concerne il settore finanziario, si ricorda che l’obiettivo sancito dall’art. 2, d.l. n. 21/2012 è quello di scongiurare «una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di una minaccia di grave pregiudizio per

36 Come efficacemente rilevato in dottrina, «la normativa sul *golden power* è ormai pervasiva in quanto abbraccia quasi tutti i settori economici, come per esempio quello agroalimentare, finanziario e dei trasporti, e si estende dunque ben al di là di quelli aventi una rilevanza diretta sulla difesa e sicurezza nazionale» (M. Clarich, *La disciplina del golden power tra Stato, mercato ed equilibri geopolitici*, cit., 705).

gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti» (co. 3, ai fini del potere di voto) ovvero «una minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato di cui al comma 3 ovvero un pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico» (co. 6, per l'apposizione di specifiche prescrizioni all'operazione). Anche l'art. 4, regolamento UE n. 452/2019 stabilisce che gli Stati possono intervenire sugli investimenti esteri diretti solo quando questi possano «incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico».

In entrambi i casi il potere dello Stato si leva a fronte di un grave pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico nazionale. Quest'ultimo costituisce, allora, tanto il presupposto di fatto che giustifica il ricorso al *golden power*, quanto l'orizzonte teleologico che delimita in concreto l'esercizio del potere.

È dunque su tale parametro normativo che vanno ricostruiti i tratti tipici della funzione. A definire (e, dunque, a delimitare) il potere in parola sta, in altri termini, la nozione di «sicurezza nazionale», in quanto bene/interesse primario che rischia di essere minacciato da un'operazione di mercato relativa a uno degli asset strategici individuati dalla legge. Solamente la sussistenza di un siffatto grave pericolo – non altrimenti scongiurabile attraverso altri strumenti, per così dire, ordinari – giustifica l'intervento autoritativo dello Stato e la compressione di una libertà economica riconosciuta e tutelata dall'ordinamento.

A meno di voler ammettere l'esistenza di un potere amministrativo atipico e innominato (e, dunque, in contrasto con il principio di legalità e certezza del diritto³⁷), occorrerà dunque attribuire al presupposto funzionale della «sicurezza nazionale» una latitudine che sia quanto più possibile chiara, precisa e coerente con il dato costituzionale e sovranazionale.

Trattasi, evidentemente, di una missione assai ardua, non affrontabile in queste poche pagine, e che tuttavia appare meritevole di una più perspicua elaborazione tanto da parte della dottrina³⁸, quanto – soprattutto – della nostra giurisprudenza amministrativa. Ai più limitati fini di questo contributo, ci si accontenterà perciò di svolgere qualche breve cenno in ordine alla portata di tale nozione, onde poi verificare come questa sia

³⁷ Oltre al fatto che – come rileva, ad esempio, R. Magliano, *La ricerca di equilibrio tra investimenti esteri diretti e interventi emergenziali a tutela dell'interesse strategico nazionale: una sfida per l'Unione Europea*, in *Dir. comm. internaz.*, 2021, 1079 – sul piano degli effetti concreti «un'interpretazione eccessivamente ampia degli interessi essenziali dello Stato e del contenuto della "sicurezza nazionale" potrebbe avere un grave impatto sul quadro giuridico degli investimenti esteri, creando nuovi ostacoli e determinando la mancanza di certezza del diritto per gli investitori stranieri».

³⁸ Il tema emerge in pressoché tutti i contributi dedicati al tema; si v. però, per un tentativo più compiuto di definire con maggiore rigore il perimetro della nozione, S. De Nitto, *Il golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale*, cit., spec. 560 ss.; nonché, F. Martini, *La sicurezza nazionale nel libero mercato globalizzato. Focus sul settore delle comunicazioni*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2024, 697 ss., con ampi e interessanti riferimenti all'evoluzione della security exception in ambito internazionale e sovranazionale.

stata concretamente interpretata e applicata nella vicenda Unicredit/BPM.

Sul punto, giova innanzitutto rammentare che, nello specifico ambito oggetto di indagine, la nozione di “sicurezza nazionale”, sebbene indeterminata nel suo contenuto astratto, deve essere oggetto un’interpretazione restrittiva. Si ricorderà infatti che, quantomeno nella sua primigenia configurazione, l’istituto del *golden power* rispondeva allo scopo di dotare il massimo organo politico di un “freno d’emergenza”, di uno strumento di intervento eccezionale, da utilizzare quale *extrema ratio* nei soli casi di una seria minaccia agli interessi fondamentali dello Stato, ed esclusivamente nella misura in cui la tutela di tali interessi non fosse adeguatamente garantita dalla specifica regolamentazione di settore³⁹. L’istituto in parola riporta, d’altronde, nel suo codice genetico l’esigenza di superare le censure che il giudice sovranazionale aveva mosso a tutte quelle discipline nazionali che, per accompagnare i processi di privatizzazione sostanziale, avevano introdotto limitazioni eccessive e sproporzionate al diritto di stabilimento e alla libera circolazione dei capitali.

Ne consegue, tra le altre cose, che le nozioni di “sicurezza” e di “ordine pubblico” di cui al d.l. n. 21/2012 devono assumere un contenuto autonomo e distinto rispetto alle nozioni di sicurezza e ordine pubblico accolte in altre branche o settori dell’ordinamento⁴⁰. Sebbene infatti l’art. 4(2) TUE affermi che l’Unione «rispetta le funzioni essenziali dello Stato, in particolare le funzioni (...) di mantenimento dell’ordine pubblico e di tutela della sicurezza nazionale» e che «la sicurezza nazionale resta di esclusiva competenza di ciascuno Stato membro», si deve parimenti considerare che tale riserva in favore degli Stati non presenta carattere assoluto, dovendosi all’occorrenza confrontare con i principi fondamentali che informano il mercato unico.

Come ha chiarito in plurime occasioni la Corte di giustizia⁴¹, «se è pur vero che gli Stati

39 Così, del resto, recitava l’art. 4-bis, co. 3-quater, d.l. 105/2019 – introdotto dall’art. 15 d.l. 23/2020 – ai sensi del quale «i poteri speciali di cui all’art. 2 d.l. n. 21/2012 relativi a società che detengono beni e rapporti nei settori di cui all’articolo 4, paragrafo 1, lettere a), b), c), d) ed e) del regolamento (UE) n. 452/2019, intendendosi compresi nel settore finanziario i settori creditizio e assicurativo, si applicano nella misura in cui la tutela degli interessi essenziali dello Stato, ovvero la tutela della sicurezza e dell’ordine pubblico, previsti dal medesimo articolo 2, non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore».

40 Tra le opere di carattere trattatistico dedicate alle funzioni di ordine e sicurezza pubblica, cfr. quantomeno A. Cerri, *Ordine pubblico*, in Enc. giur. Treccani, XXII, Roma, 1990, 6; G. Caia, *L’ordine e la sicurezza pubblica*, in S. Cassese (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo*, Milano, 2001, 284; F. Angelini, *Ordine pubblico*, in S. Cassese (a cura di), *Diz. dir. pubbl.*, vol. IV, Milano, 2006, 3998 ss.; Id., *Ordine pubblico e integrazione costituzionale europea. I principi fondamentali nelle relazioni interordinamentali*, Padova, 2007; B. Tonoletti, *Ordine e sicurezza pubblica*, in B.G. Mattarella, M. Ramajoli (a cura di), *Funzioni amministrative*, Enc. dir., I tematici, Milano, 2022, 791. Per un’analisi più recente delle diverse dimensioni della sicurezza pubblica, R. Ursi, *La sicurezza pubblica*, Bologna, 2022.

41 Sul tema, *ex multis*, D. Gallo, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell’Unione europea: il caso delle banche*, in Riv. regolaz. mercati, 2021, 1, 26 ss., cui si rinvia anche per gli ampi riferimenti giurisprudenziali.

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 comunitario, in quanto autorizzano una deroga al principio fondamentale della libera circolazione dei capitali, devono essere intesi in senso restrittivo, di guisa che la loro portata non può essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il controllo delle istituzioni comunitarie». Ne consegue altresì che «l'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possono essere invocati solamente in caso di minaccia effettiva ed abbastanza grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività»⁴².

Tanto in riferimento all'art. 52(1), TFUE (diritto di stabilimento), quanto all'art. 65(1), lett. b), TFUE (libera circolazione dei capitali), la *security exception* non può essere invocata per giustificare una qualsivoglia misura restrittiva della libera circolazione dei capitali, occorrendo volta per volta verificare, in applicazione del principio di proporzionalità, che tali azioni risultino necessarie e che gli obiettivi perseguiti non possano essere realizzati con provvedimenti diversi e meno restrittivi⁴³. Ai sensi dell'art. 65(3), TFUE, inoltre, le misure nazionali che determinano restrizioni alle libertà fondamentali, «non devono costituire un mezzo di discriminazione arbitraria, né una restrizione dissimulata al libero movimento dei capitali e dei pagamenti».

E si deve parimenti rammentare che, sempre secondo la consolidata giurisprudenza della Corte di giustizia, «motivi di natura puramente economica, connessi alla promozione dell'economia nazionale o al buon funzionamento di quest'ultima, non possono servire come giustificazione di un ostacolo a una delle libertà fondamentali garantite dai Trattati»⁴⁴; viceversa, sempre sulla scorta di un'interpretazione restrittiva, motivi di ordine economico possono giustificare una limitazione a una libertà fondamentale solamente là dove persegano un (diverso e ulteriore) obiettivo di interesse generale o

42 C. Giust. UE, sent. 14 marzo 2000, *Église de scientologie*, C-54/99, punto 17; nonché, analogamente, sent. 9 marzo 2000, *Commissione c. Belgio*, C-355/98, punto 28; sent. 17 luglio 2008, *Commissione c. Spagna*, C-207/07, punto 47; sent. 26 marzo 2009, *Commissione c. Repubblica Italiana*, punto 70; più di recente, sent. 13 luglio 2023, *Xella Magyarország*, C-106/22, punto 66.

43 Il principio di proporzionalità è costantemente utilizzato, quantomeno nei suoi primi due gradini, dal giudice sovranazionale come parametro di legittimità delle misure restrittive delle libertà fondamentali (si v., ex multis, sent. 13 luglio 2000, *Alfredo Albore*, C-423/98, punto 19; *Église de scientologie*, C-54/99, cit., punto 18). In dottrina, con specifico riguardo alle libertà fondamentali del mercato unico, C. Barnard, *The Substantive Law of the EU. The Four Freedoms*, Oxford, 2019, spec. 510 ss.

44 C. Giust. UE, sent. 13 luglio 2023, *Xella Magyarország*, cit., punto 64; ma cfr. altresì sent. 27 febbraio 2019, *Associação Peço a Palavra*, C-563/17, punto 70; sent. 21 dicembre 2016, *AGET Iraklis*, C-201/15, punto 72; sent. 14 marzo 2000, *Église de scientologie*, cit., punto 17; sent. 4 giugno 2002, *Commissione c. Portogallo*, C-367/98, punto 52, ove la Corte ha ritenuto che né l'interesse finanziario dello Stato, né obiettivi di politica economica come la scelta di un partner strategico, il rafforzamento della struttura concorrenziale del mercato o la modernizzazione ed il rafforzamento dell'efficacia dei mezzi di produzione possono costituire una valida giustificazione delle restrizioni alla libertà fondamentale.

siano posti a garanzia di un servizio di interesse generale⁴⁵.

In linea con la c.d. *doctrine of non economic considerations*⁴⁶ deve, in definitiva, escludersi che motivi meramente economici, di promozione dell'economia nazionale o di un determinato settore ovvero mere ragioni di sviluppo industriale o di tutela dell'interesse finanziario dello Stato possano legittimamente limitare le quattro libertà fondamentali del mercato unico. Di qui anche la tradizionale irriducibilità della nozione di "sicurezza economica" a quella di "sicurezza nazionale".

La prospettiva muta parzialmente con l'adozione del regolamento n. 2019/452 sugli investimenti esteri diretti, giacché con tale atto l'Unione europea sembra aver voluto ampliare le maglie della *security exception*, andando a ricoprendere sotto l'ombrellino della sicurezza nazionale anche (nuovi) interessi di natura prettamente economica⁴⁷. Più precisamente, ci sembra corretto affermare che, con il mutare del contesto geopolitico mondiale e il declinare della piena fiducia nella movimentazione globale dei capitali, la nozione di sicurezza nazionale sia venuta oggi a ricoprendere nuove ragioni di sicurezza economica, come – ad esempio – la sicurezza degli approvvigionamenti di determinati beni e servizi⁴⁸. Se, dunque, in passato la sicurezza nazionale corrispondeva sostanzialmente alla integrità dei territori e alla sopravvivenza dello Stato e dei suoi cittadini, sono oggi «le vulnerabilità connesse all'interdipendenza economica che stanno producendo un ripensamento della globalizzazione e introducendo misure, all'apparenza occasionali ed episodiche, per prevenire o correggere situazioni di dipendenza economica del singolo Stato»⁴⁹.

Quanto detto sinora dovrebbe tuttavia riguardare unicamente gli investimenti esteri diretti, ossia quegli investimenti effettuati da investitori extra-UE, e non anche gli investimenti intracomunitari. Giova infatti ricordare che la libera circolazione dei capitali di cui all'art. 63 Tfue, diversamente dalle altre libertà fondamentali, riguarda anche i movimenti di capitali tra Stati membri e paesi terzi. Il che significa che i principi elaborati dalla Corte di giustizia devono ritenersi, in linea di massima, applicabili tanto alle operazioni infra-UE, quanto a quelle compiute da investitori esteri. Con l'approvazione del regolamento FDI (e, in prospettiva, con la prossima adozione del nuovo regolamento

45 Così, ad esempio, C. Giust. UE, sent. 22 ottobre 2013, *Essent*, in cause riunite da C-105/12 a C-107/12, punti 51 e 52; sent. 27 febbraio 2019, *Associação Peço a Palavra*, C-563/17, punto 72 e giurisprudenza ivi citata.

46 Su cui, *ex multis*, N.A. Georgiadis, *Derogation Clauses: The Protection of National Interests in EC Law*, Atene-Bruxelles, 2006, 199 ss.

47 In tal senso leggasi, soprattutto, il considerando n. 13 e l'art. 4, regolamento FDI.

48 Esemplificativa di tale tendenza è, in particolare, la Comunicazione della Commissione sulla *Strategia europea per la sicurezza economica*, del 20 giugno 2023, JOIN(2023) 20 final.

49 F. Martini, *La sicurezza nazionale nel libero mercato globalizzato*, cit., 701.

sugli investimenti esteri⁵⁰) si è venuta invece a delineare un'asimmetria nel trattamento degli investimenti extra-UE ed intra-UE: mentre per i primi l'ordinamento europeo pare ora ammettere un'applicazione decisamente meno restrittiva della *security exception*, specie rispetto alle nuova esigenza di assicurare l'autonomia strategica dell'Unione e dei suoi Stati membri, rispetto ai secondi continuano (o dovrebbero continuare) a trovare piena applicazione i principi, poco sopra richiamati, elaborati dalla Corte di giustizia in materia di libera circolazione dei capitali e di diritto di stabilimento.

Rispetto agli investimenti esteri, in altri termini, l'esigenza di sicurezza nazionale sembra oggi prevalere sugli obiettivi (sino a pochi anni fa prioritari) della libera circolazione dei capitali; un ragionamento diverso dovrebbe, invece, continuare a valere per gli investimenti infra-UE, rispetto ai quali la *security exception* vale, appunto, come eccezione (da interpretare restrittivamente, alla luce del principio di proporzionalità) rispetto alla regola generale della libera circolazione dei capitali e all'obiettivo di edificare una nuova unione dei mercati dei capitali a livello sovranazionale.

3. Il caso Unicredit/BPM e la pronuncia del T.A.R. Lazio come banco di prova

La duplice tendenza alla dilatazione dell'ambito oggettivo di applicazione dei poteri speciali e alla rarefazione del suo presupposto funzionale trova una vivida rappresentazione nella vicenda che ha riguardato l'imposizione di una serie di prescrizioni all'operazione promossa da Unicredit nei confronti di Banco BPM.

E se ancora non si conoscono gli sviluppi dell'interlocuzione tra Commissione europea e Governo italiano in merito alla possibile violazione del diritto dell'Unione da parte dello Stato⁵¹, particolarmente interessante risulta d'altro canto la sentenza resa dal T.A.R. Lazio sul ricorso presentato da Unicredit avverso il D.p.c.m. del 18 aprile 2025 di esercizio dei poteri speciali.

Pare infatti opportuno precisare che, se per un verso il T.A.R. Lazio ha censurato il contenuto di alcune prescrizioni (annullando *in parte qua* il provvedimento), per altro verso esso ha invece accertato positivamente la sussistenza a monte dei presupposti previsti

50 Cfr. la proposta presentata dalla Commissione europea per un nuovo regolamento relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452, Bruxelles, 24 gennaio 2024, COM(2024) 23 final.

51 Nel momento in cui si scrive si conoscono solamente notizie di stampa in merito al contenuto della lettera inviata il 16 luglio 2025 dalla Commissione al Governo italiano. Stando a fonti giornalistiche, nella comunicazione all'Italia la Commissione sarebbe giunta alla conclusione preliminare che «l'Italia ha violato l'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni» e che «il Decreto, nella sua forma attuale, è contrario alle norme della Ue sulla libera circolazione dei capitali, alla competenza esclusiva della Bce in quanto autorità di vigilanza prudenziale ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE e dell'SSMR, nonché alla legislazione sui servizi finanziari, compresa la direttiva CRD, la direttiva OICVM, la direttiva Mifid II e la direttiva GEFIA» (fonte: *Golden power su Unicredit: la Ue dà 20 giorni all'Italia per rispondere*, Il sole 24 ore, 20 luglio 2025). Sul punto, si leggano i commenti di M. Clarich, *Difficile replicare alla lettera Ue che contesta il golden power*, in *Milano Finanza*, 17 luglio 2025; F. Vella, *Golden power non fa rima con mercato unico dei capitali*, in *Lavoce.info*, 18 luglio 2025.

dalla legge per l'esercizio del *golden power*. Il giudice ha, cioè, sanzionato con l'annullamento parziale il *quomodo* dell'esercizio del potere, ma senza metterne sostanzialmente in discussione l'*an*.

È questo ci pare, tra i tanti, l'aspetto più rilevante e problematico della pronuncia in esame: l'aver impresso un sigillo di conformità su di un provvedimento che, riguardando una vicenda tutta interna al nostro ordinamento (e, dunque, un'operazione intra-UE), riposa su una nozione assai lata e rarefatta di "sicurezza nazionale". Sebbene, cioè, la sentenza introduca alcuni importanti correttivi rispetto alla funzionalità specifica delle prescrizioni imposte dal Governo, ciò nondimeno essa conferma l'ormai consolidato orientamento di una giurisprudenza particolarmente incline a riconoscere amplissima discrezionalità all'Esecutivo e, conseguentemente, a svolgere un sindacato giurisdizionale estremamente deferente⁵². E ciò vale non solo (e non tanto) con riguardo al contenuto precettivo del provvedimento (sul quale, come si è appena detto, il giudice non ha rinunciato a operare un effettivo scrutinio), quanto piuttosto rispetto alla verifica in concreto della sussistenza del presupposto funzionale della grave minaccia per la sicurezza nazionale.

Il collegio, dopo aver lungamente rievocato i tratti principali della disciplina nazionale e sovranazionale, e dopo aver opportunamente richiamato la necessità di condurre uno scrutinio effettivo in ordine alla sussistenza di una minaccia per un interesse primario dello Stato, giunge, piuttosto sbrigativamente e in parziale contraddizione con quanto in precedenza enunciato, a ritenere che nella fattispecie non difettassero i presupposti posti dalla legge a fondamento (e limite) dell'esercizio del *golden power*. Per il T.A.R., l'intervento del Governo investe un'operazione finanziaria di indubbia rilevanza dimensionale, che riguarda attivi di valore strategico, rientranti nel perimetro applicativo della disciplina nazionale, e che potrebbe, in ragione della natura transnazionale dell'azionariato della banca acquirente, determinare una contrazione dell'ammontare del credito offerto e delle operazioni svolte in Italia. Si tratterebbe, cioè, di un'operazione direttamente coinvolgente «la tutela del risparmio nazionale (e, con esso, la erogazione del credito verso settori e/o bacini di utenza ritenuti [...] affatto rilevanti, come le Piccole e Medie Imprese e le Famiglie)». Come è dato desumere dal contenuto delle singole prescrizioni, le due principali preoccupazioni del Governo (i.e. il pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico) risiedevano, d'un lato, nella possibile diminuzione delle attività in favore di famiglie e PMI nazionali, oltre che dell'ammontare degli investimenti in titoli di emittenti italiani e, dall'altro, nella perdurante presenza di Unicredit in Russia.

52 Cfr., ad esempio, T.A.R. Lazio, sez. I, 13 aprile 2022 n. 4488, in cui si afferma che l'esercizio dei poteri speciali «si connota per una amplissima discrezionalità, in ragione della natura degli interessi tutelati, attinenti alla sicurezza nazionale. In tal senso, le valutazioni sottese alla decisione di procedere al concreto esercizio dei poteri speciali costituiscono scelte di alta amministrazione, come tali sindacabili dal giudice amministrativo nei ristretti limiti della sussistenza di una manifesta illogicità delle decisioni assunte». In commento alla pronuncia, F. Marconi, *Golden power e geopolitica della protezione: primi orientamenti giurisprudenziali e futuri scenari*, in *Munus*, 2022, 537.

Sennonché, il Tribunale non solo non procede affatto a una verifica puntuale circa l'effettiva sussistenza di tali rischi (in fondo, trattandosi di una valutazione complessa a carattere tecnico-discrezionale, la deferenza del giudice non deve più di tanto stupire), ma rinuncia altresì ad accertare la positiva riconducibilità dell'interesse alla tutela del risparmio nazionale nell'alveo della sicurezza o dell'ordine pubblico nazionale (e, dunque, la sua sussumibilità *sub art. 2, co. 6, d.l. n 21/2012*). Sul punto il giudice si limita a dichiarare che «l'obiettivo precipuo della disciplina del *golden power* – laddove, come nella fattispecie in esame, vengano in considerazione operazioni di carattere economico-finanziario – è quello di tutelare gli interessi nazionali strategici (in definitiva: la stabilità dell'ordine pubblico economico nazionale, nonché gli interessi dei cittadini e, quanto al presente giudizio, primariamente dei risparmiatori), rispetto ad investimenti ed altre operazioni finanziarie potenzialmente suscettibili di pregiudicarli»⁵³.

Il che però equivale ad ammettere che un non meglio precisato interesse alla «stabilità dell'ordine pubblico economico nazionale» (*sic!*), di cui la tutela dei risparmiatori sarebbe espressione, può costituire un interesse nazionale strategico, come tale riconducibile alla nozione di sicurezza nazionale rilevante ai fini dell'attivazione dei poteri speciali.

Del resto, in uno dei passaggi più controversi della pronuncia, il T.A.R. Lazio espresamente afferma di non condividere quanto prospettato dalla ricorrente là dove essa lamenta, appellandosi alla giurisprudenza della Corte di giustizia, «la non sovrapponibilità dei concetti di "sicurezza pubblica" e "sicurezza nazionale" (susettibili di inalveare il *golden power*) rispetto al concetto di "sicurezza economica"». Per il collegio, sia dalla normativa nazionale, sia da quella europea «emerge chiaramente la sussumibilità della *species integrata* dalla "sicurezza economica", all'interno del più ampio *genus* della "sicurezza pubblica" e della "sicurezza nazionale"», in quanto, d'un lato, la normativa nazionale «introduce tra i parametri di valutazione di una operazione, anche le modalità di finanziamento, la capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, nonché la possibilità di garantire la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti ed il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti» e, dall'altro, il diritto dell'Unione prevede «l'estensione dei poteri speciali a settori quali ad esempio la robotica, i semiconduttori ed appunto l'infrastruttura finanziaria, impone la necessità di effettuare anche verifiche di carattere economico/finanziario per poter valutare gli impatti di una operazione sugli attivi strategici coinvolti».

Ne scaturisce una nozione assai lata e indeterminata tanto di sicurezza nazionale, quanto di sicurezza economica, che finisce per sovrapporre e confondere il piano oggettivo degli *asset* strategici con quello funzionale della protezione da una minaccia grave a un interesse essenziale dello Stato. E infatti, per il giudice amministrativo, «se deve convenirsi sulla non esercitabilità dei poteri speciali a fronte di ragioni "meramente" economiche, non è specularmente preclusa la configurabilità dell'ipotesi inversa

53 Punto 12.1.

(ovvero, di un intervento statale che, a presidio della sicurezza pubblica e nazionale, altrimenti suscettibili di essere compromesse, abbia ad oggetto operazioni, quali quella in esame, aventi connotazione economico-finanziaria)»⁵⁴. Peraltro, il giudice non si preoccupa affatto di chiarire in che modo la paventata contrazione delle attività in favore dei risparmiatori italiani da parte di un (pur rilevante) istituto possa, in un mercato aperto e concorrenziale in cui opera un alto numero di intermediari bancari, andare a detimento della tutela del risparmio, della stabilità dell'ordine pubblico economico nazionale e, in definitiva, della sicurezza nazionale.

In tal modo, tuttavia, la pronuncia giunge, d'un lato, a dissolvere qualsivoglia interesse generale di natura economico-finanziario all'interno del concetto di sicurezza nazionale e, dall'altro, a contraddirsi apertamente l'interpretazione fornita dalla Corte di giustizia in materia di *security exception*, così come più di recente ribadita nella sentenza *Xella Magyarország* del luglio 2023⁵⁵.

Del resto, come in quest'ultima pronuncia, anche la vicenda Unicredit/BPM si riferisce a un'operazione tutta interna a un medesimo ordinamento nazionale, rispetto alla quale non risulta – a rigore – applicabile il citato regolamento UE n. 2019/452, bensì solamente i principi sovranazionali in tema di libera circolazione dei capitali e libertà di stabilimento, così come nel tempo interpretati ed elaborati dalla Corte di giustizia⁵⁶.

Impropriamente, dunque, il T.A.R. Lazio richiama, tra la disciplina applicabile, il regolamento UE sugli investimenti esteri diretti, poiché quest'ultimo, come risulta dalle definizioni di cui al suo art. 2, si applica solamente a un investimento effettuato da un "investitore estero", ossia da una persona fisica o un'impresa di un paese terzo. E l'espresso richiamo a tale regolamento non è privo di conseguenze, dal momento che, come poc'anzi osservato, esso rimanda a una nozione di "sicurezza nazionale" che, in quanto funzionale a limitare la penetrazione di investimenti esteri diretti e ad assicurare l'autonomia strategica dell'Unione, assume una latitudine diversa e più ampia rispetto a quella usualmente riconosciutale dalla Corte di giustizia nella propria giurispruden-

54 Tutte le citazioni sopra riportate sono tratte dal punto 13 della sentenza.

55 C. Giust. UE, sent. 13 luglio 2023, *Xella Magyarország*, cit., in cui, a fronte del voto, opposto dal governo ungherese, al tentativo di acquisizione di una società di diritto ungherese da parte di un'altra società ungherese, la Corte ha dichiarato, richiamandosi al proprio orientamento consolidato, che «un obiettivo connesso alla sicurezza dell'approvvigionamento (...) può essere invocato solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività» e che «non si può ritenere che l'obiettivo di cui trattasi nel procedimento principale, inteso a garantire la sicurezza dell'approvvigionamento a favore del settore edile, in particolare a livello locale, per quanto riguarda determinate materie prime di base, vale a dire la ghiaia, la sabbia e l'argilla, derivanti da un'attività di estrazione mineraria, rientri, alla pari dell'obiettivo legato alla sicurezza dell'approvvigionamento dei settori del petrolio, delle telecomunicazioni e dell'energia, tra gli "interessi fondamentali della collettività"» (punti 67 e 69). In commento, A. Sandulli, *Corte di giustizia dell'Unione europea, libertà di stabilimento, limiti al golden power*, in *Riv. regolaz. mercati*, 2023, 355.

56 In questi termini, cfr. la più volte richiamata *Xella Magyarország*, punti 29 ss. In dottrina il punto è ben chiarito da D. Gallo, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia*, cit., spec. 39.

za relativa all'esercizio delle libertà fondamentali all'interno del mercato unico. Il rischio è allora che, abbracciando tale interpretazione, il nostro giudice amministrativo finisca per favorire un indebito straripamento sul (diverso) piano della libera circolazione intra-UE degli strumenti (e del sottostante impianto normativo e assiologico) che l'Unione sta gradualmente elaborando in materia di controllo sugli investimenti provenienti da paesi terzi.

4. Alcune riflessioni conclusive

La sentenza resa dal T.A.R. Lazio nella vicenda Unicredit/BPM sembra confermare molte delle preoccupazioni espresse dalla più accorta dottrina in merito al carattere «camaleontico» dello strumento⁵⁷, al rischio di un suo utilizzo «come surrogato selettivo di intervento economico, fondato su logiche estemporanee e non su strategie sistemiche di lungo periodo»⁵⁸, come dispositivo capace di veicolare all'interno dell'ordinamento nuove forme di protezionismo mascherato⁵⁹, improntate a una «logica autarchica» e di «sovranismo economico amministrativo»⁶⁰.

In particolare, la vicenda in esame conferma la torsione funzionale dello strumento segnalata in apertura. Da istituto prettamente difensivo, dal carattere *reattivo* rispetto a una grave minaccia agli interessi strategici dello Stato, il *golden power* si sta rivelando un potente strumento di direzione e conformazione del mercato, capace «di influenzare potenzialmente gli assetti proprietari e l'operatività di tutte le imprese operanti nei settori strategici»⁶¹, secondo una logica *proattiva* di intervento strutturale sul mercato.

Alla luce di quanto osservato sinora, ci pare che tale slittamento sia veicolato proprio dalla elasticità e porosità della nozione di «sicurezza nazionale». Quest'ultima, complice anche l'intervento del legislatore sovranazionale, ha assunto una latitudine estremamente ampia e generica, potenzialmente in grado di abbracciare qualsiasi interesse generale riconosciuto e tutelato dal nostro ordinamento. In quest'ottica, è in particolare l'inclusione, espressamente ammessa dal giudice amministrativo, della «sicurezza economica» all'interno della nozione di «sicurezza nazionale» a contribuire ulteriormente alla rarefazione dell'interesse/presupposto sotteso all'esercizio del potere, e a determinare un «inedito parallelismo fra le funzioni di sicurezza, ordine pubblico e salvaguar-

57 A. Sandulli, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, cit., 410, per il quale trattasi di «un potere "camaleontico", i cui mezzi di espressione variano a seconda dell'adattamento al fine».

58 L. Scipione, *Il golden power alla prova del diritto. Riflessioni alla luce della sentenza del Tar Lazio sul caso Unicredit-Banco BPM*, in *Dir. del risparmio*, n. 2/2025, 33.

59 M. D'Alberti, *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, cit., 88; R. Magliano, *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e «sviamento protezionistico»*, in *Dir. comm. internaz.*, 2018, 319.

60 S. Cassese, *Quanto pesa il controllo dello Stato*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 maggio 2021, in cui si mette in luce l'idoneità dello strumento a prestarsi a «nuove forme di colbertismo, di chiusura nazionalistica, di violazioni dello Stato di diritto, di protezionismi, di chiusure autarchiche».

61 A. Sacco Ginevri, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, cit., 170.

dia dell'integrità territoriale e il redivivo potere statale di intervento pubblico in economia»⁶².

D'altronde, se si giunge ad ammettere – come già avviene negli Stati Uniti e come fa ora il T.A.R. Lazio – che «*economic security is national security*»⁶³, allora si dovrà parimenti riconoscere al *golden power* la capacità di dischiudere nuovi e significativi spazi all'intervento pubblico in economia da parte degli Esecutivi nazionali. E se per un verso ciò può apparire preoccupante dal punto di vista del rispetto del principio di legalità sostanziale, per altro verso si deve altresì considerare che l'atipicità funzionale dello strumento rischia di trasmodare in un «meccanismo di selezione politica degli assetti proprietari, funzionale a indirizzare la struttura industriale nazionale in assenza di un quadro programmatico pubblico e condiviso»⁶⁴: uno strumento surrettizio di politica industriale, a carattere episodico e disorganico, sganciato da un orizzonte programmatico o da una visione complessiva e coerente dell'intervento pubblico in economia, sottratto – oltretutto – a un effettivo controllo giurisdizionale e a un adeguato vaglio parlamentare.

A ben vedere, tali evoluzioni si rivelano vieppiù problematiche se osservate dalla prospettiva del diritto dell'Unione europea. In primo luogo, in quanto – come dimostra la vicenda in commento – lo strumento rischia di essere utilizzato indiscriminatamente e uniformemente nei confronti di operazioni domestiche, intra-UE ed extra-UE, e ciò in contrasto con i principi sovranazionali in tema di libertà fondamentali del mercato unico e con la stessa *ratio inspiratrice* del regolamento UE n. 2019/452. In secondo luogo, in quanto tali poteri possono entrare in collisione con altri strumenti di regolazione economica, oltre che con la disciplina *antitrust*. Come dimostra la pronta reazione della Commissione europea, il *golden power* all'italiana può difatti investire ambiti di mercato già ampiamente «presidiati» da discipline sovranazionali a carattere settoriale e improntate a una logica tipicamente regolatoria e proconcorrenziale. Di qui la potenziale sovrapposizione e contrapposizione tra gli obiettivi regolatori rimessi alla cura di autorità indipendenti sovranazionali e gli interessi strategici domestici tutelati dai governi

62 F. Martini, *La sicurezza nazionale nel libero mercato globalizzato*, cit., 718.

63 L'espressione è tratta dal Rapporto *Strengthen U.S. Economic and National Security*, U.S. Department of Commerce Strategic Plan, 2018–2022, che si apre con l'affermazione «*Economic security is national security. America is safer when important technology and essential products are produced domestically*».

64 L. Scipione, *Il golden power alla prova del diritto*, cit., 24. È peraltro curioso rilevare come lo stesso T.A.R. Lazio, nella sentenza in esame, abbia astrattamente riconosciuto, al punto 11.6, che «[i]n difetto della concreta delineazione di criteri e limiti nell'esercizio del potere, quali: - la compiuta emersione dell'interesse primario dello Stato che l'esercizio del potere intende tutelare, ovvero le conseguenze sulla integrità e/o preservazione dello stesso che si intenda scongiurare (...), l'esercizio del *golden power* è, con ogni evidenza, suscettibile di tradursi nella surrettizia configurazione di un potere "dirigistico", ovvero di "regolazione" del mercato, la cui rilevanza decettiva rispetto al pieno dispiegarsi delle libertà eurounitariamente riconosciute e tutelate può assumere accentuata rilevanza segnatamente nell'ambito – che qui interessa – delle operazioni aventi rilevanza economico-finanziaria».

nazionali tramite l'esercizio del *golden power*.

L'"ingorgo" causato dalla insistenza di diverse dimensioni funzionali su di un'unica operazione di mercato appare particolarmente evidente nel settore dei mercati finanziari. Posto al crocevia tra tutela della concorrenza e del mercato unico, regolazione prudenziale e protezione degli asset strategici, la disciplina dei mercati finanziari rispecchia le numerose contraddizioni che percorrono un settore costantemente alla ricerca di un difficile equilibrio tra natura privatistica e imprenditoriale dei soggetti e rilevanza sistemica e pubblicistica dell'attività da essi svolta.

L'inclusione all'interno del campo di applicazione del *golden power* dei singoli intermediari finanziari strategici, del resto, riflette l'emersione di un ulteriore interesse pubblico, diverso da quello prudenziale e pro-concorrenziale, e meritevole di tutela speciale da parte del massimo organo politico, ma dalla fisionomia ancora incerta e sfuggente. Basti pensare che, come afferma il T.A.R. Lazio, il Consiglio dei Ministri «non si limita ad una riconoscenza atomistica delle caratteristiche specifiche dell'operazione, ma la tra-guarda nell'ambito e nel contesto dei fini generali della politica nazionale ponderandone gli impatti: - sia sull'assetto economico-produttivo del settore socio-economico interessato; - sia sulla più ampia struttura dell'economia nazionale»⁶⁵. Il che, però, applicato al settore bancario e finanziario, significa riconoscere, a fianco dello spazio rimesso al regolatore prudenziale, anche un nuovo terreno di intervento politico, a carattere strutturale, orientato a obiettivi di politica economica o di politica industriale.

A tale stregua, il problema che si pone non è certo quello di ammettere che, a determinate condizioni, l'interesse pubblico possa prevalere sull'interesse privato alla conduzione dell'attività economica secondo logiche prettamente imprenditoriali (trattasi invero di uno schema direttamente riconducibile all'art. 41, commi 2 e 3 Cost.), quanto semmai quello di circoscrivere con maggiore precisione i presupposti e il contenuto del *golden power* attraverso una più perspicua definizione (e delimitazione) dell'interesse pubblico sotteso all'esercizio del potere, come peraltro richiede il principio di legalità amministrativa. D'altronde - è bene ricordarlo - quello del *golden power* è pur sempre un potere amministrativo che, sebbene ampiamente discrezionale, non può dirsi, al pari del potere politico, un potere libero nei fini.

Ma vi è un altro tema, che si collega alle riflessioni appena svolte, e che attiene allo statuto giuridico dell'impresa bancaria. Già esposta a una disciplina prudenziale capillare e pervasiva, l'impresa bancaria è tornata a confrontarsi in modo più assiduo rispetto al passato con interessi pubblici diversi dalla sola tutela della concorrenza e della sana e prudente gestione. A fianco dell'obiettivo della stabilità finanziaria, il quale ha già determinato una marcata ri-pubblicizzazione del settore, la vicenda in commento mette in espressa correlazione l'intervento governativo con l'interesse (anch'esso di tono costituzionale) alla tutela del risparmio e con un non meglio precisato obiettivo di stabilità

65 Punto 12.

dell'ordine pubblico economico nazionale. E non può certo essere ignorato il dato positivo, desumibile dalla nostra legislazione, là dove accosta, ai fini della sottoposizione al *golden power*, le attività economiche del settore finanziario, creditizio e assicurativo a quelle che tipicamente costituiscono *funzioni d'ordine*, prerogativa dello Stato, ovvero ad attività economiche che, seppur esercitate da soggetti privati, sono generalmente classificabili come *servizi pubblici* (si pensi alle comunicazioni, all'energia, ai trasporti, alla salute). Così, dinanzi all'espressa correlazione tra il settore finanziario, bancario e assicurativo e gli interessi essenziali dello Stato, e alla riconduzione dell'attività di intermediazione finanziaria alle «attività economiche essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione» (art. 2, lett. e) e art. 8, lett. c), D.p.c.m. 18 dicembre 2020, n. 179), si assiste a una riespansione della funzione sociale del credito e a un possibile ritorno di alcune ben note concettualizzazioni del passato⁶⁶.

Se la banca-impresa tornerà a svolgere un servizio pubblico o, per meglio dire, se l'attività di intermediazione possa oggi configurarsi alla stregua di un servizio di interesse economico generale è difficile dire⁶⁷; se però ciò dovesse accadere, ci si augura che avvenga sulla scorta di una complessiva e coerente rimeditazione dello statuto giuridico dell'impresa bancaria, passando per un'organica riforma della disciplina normativa europea e nazionale, e non per mezzo dei colpi mal assestati di un *golden power* piegato al momentaneo volere dell'Esecutivo in carica.

66 Cfr., per tutti, M.S. Giannini, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in *Moneta e credito*, 1949, 105 ss. e, prima ancora, Id., *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova, 1939, II, 707; nonché G. Vignocchi, *Il servizio del credito nell'ordinamento pubblicistico italiano*, Milano, 1968.

67 L'intuizione di un graduale avvicinamento dell'intermediazione bancaria all'attività di servizio pubblico si deve, in particolare, a M. Dugato, *L'attività bancaria e il servizio pubblico*, in *Banca Impresa Società*, 2018, 3 ss., spec. 10, ove si rileva criticamente come siano ormai «molti i tratti che accomunano le vicende dell'attività bancaria a quelle dei servizi di interesse economico generale. Una sopravvenuta inadeguatezza o insufficienza del mercato; l'esistenza di bisogni collettivi primari e costituzionalmente garantiti soddisfatti direttamente dallo svolgimento dell'attività; la necessità dell'intervento pubblico per garantire accesso e diffusa soddisfazione di quegli interessi; la tipizzazione dei modelli organizzativi; la regolazione, la vigilanza e l'intervento anche con riferimento ai prezzi ed alle condizioni praticate all'utenza sono tutti aspetti fondativi del concetto di servizio pubblico e caratteristici di gran parte dei servizi industriali, da quello idrico a quello del trasporto urbano».