

PUBBLICAZIONE SEMESTRALE

ISSN 2785-7298

Supplemento 2025

Dialoghi di Diritto dell'Economia

**Golden power: la nuova
sovranità economica
tra diritto nazionale,
Unione europea
e scenari globali**

DB

dirittobancario.it/dialoghi

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

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.

Sede della Redazione

Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza

Via Verdi, n. 53, 38122 TRENTO

SOMMARIO

A. Magliari, Il golden power tra ampliamento del campo di applicazione e rarefazione del presupposto funzionale. La sicurezza economica come sicurezza nazionale?.....	1
R. Lener, R. Magliano, Il Golden Power nel settore bancario: tra politica industriale, integrazione europea e regolazione prudenziale.....	23
A. Sacco Ginevri, L. Scipione, Golden Power, mercati finanziari e Unione dei mercati dei capitali (CMU)	49
G. Montedoro, Il Golden power fra globalizzazione e deglobalizzazione, negli orientamenti della Commissione e nella giurisprudenza del Consiglio di Stato e dei giudici amministrativi.....	57
D. Rossano, M. Pignatti, Golden Power e controllo degli investimenti esteri diretti: verso un sistema europeo di screening coordinato.....	81
F. Petrosino, L'ampliamento dell'ambito soggettivo: operazioni domestiche, controllo di fatto e nozione funzionale di "investitore estero"	111

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 Unicredit/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 assommarsi 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, allorché 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'intrusione 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 veto 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 veto 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 doganiere*, 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 selettore 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 ricomprendere 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 considerazione 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 ricomprendeva, 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* strategici³⁰. 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 discriminare 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 veto) 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 perseguano 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 ricomprendere sotto l'ombrello 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 ricomprendere 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 Tfeue, 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 intra-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 leggesi, 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 alla 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 intra-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.

Senonché, 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 espressamente 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” (suscettibili 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 detrimento 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 contraddire 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 riconosciuta dalla Corte di giustizia nella propria giurisprudenza.

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 veto, 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 «sovranoismo economico amministrato»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 sovranoismo 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 viepiù 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* ispiratrice 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 eurolunitariamente 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 ricognizione atomistica delle caratteristiche specifiche dell'operazione, ma la riguarda 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 riesplorazione 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».

Il Golden Power nel settore bancario: tra politica industriale, integrazione europea e regolazione prudenziale

RAFFAELE LENER

Professore ordinario di diritto dell'economia
Università degli Studi Roma Tor Vergata

ROSANNA MAGLIANO

Ricercatrice di diritto commerciale
Università degli Studi Roma Tor Vergata

SOMMARIO: 1. Il contesto europeo dei poteri speciali nel settore bancario. - 2. Dalla disciplina delle golden shares alla normativa Golden Power. - 3. Le "infrastrutture finanziarie" nel Regolamento UE 2019/452 e il Decreto Liquidità (D.L. 23/2020). - 4. Il rapporto con gli investitori infra-Ue ed extra -UE. - 5. La vicenda Unicredit e la prima censura giurisprudenziale al Golden Power. - 6. Il rapporto tra Golden Power e vigilanza prudenziale.

1. Il contesto europeo dei poteri speciali nel settore bancario

Il tema del controllo degli investimenti esteri diretti (Ied) provenienti da Paesi terzi e delle loro conseguenze sul mercato del controllo societario presenta una attualità crescente⁰¹: la Commissione europea ha dichiarato l'apertura agli investimenti stranieri quale principio fondamentale per l'Ue e importante fonte di crescita, ma ha altresì manifestato apprensioni in merito al fatto che investitori esteri abbiano acquisito, per mo-

⁰¹L'espressione "investimenti esteri diretti" comprende investimenti, provenienti da una persona fisica o un'impresa, privata o pubblica, di un paese che non fa parte dell'UE, che stabiliscono o mantengono un legame economico durevole tra un investitore estero e il destinatario dell'UE. Ciò comprende, tra l'altro, l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza o di una piena partecipazione, nonché qualsiasi acquisizione di azioni che conferiscono all'investitore estero il diritto di controllare o influenzare le operazioni del destinatario dell'UE o la creazione di strutture nell'UE, investimenti "greenfield". Cfr. <https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/it/content/tipi-di-investimento>.

tivi strategici, alcune imprese europee dotate di tecnologie fondamentali e che sovente in tali operazioni non sia stata garantita reciprocità per gli investitori dell'Ue⁰².

Nella Comunicazione della Commissione europea del 2023, "*Strategia europea per la sicurezza economica*", è emerso che l'UE è una delle destinazioni più attraenti per le imprese del mondo e per gli investimenti e che le economie degli Stati membri "prosperano grazie a commercio e investimenti aperti e regolamentati, a una connettività transfrontaliera sicura e alla collaborazione in materia di ricerca e innovazione"⁰³.

Come noto se, da un lato, gli led rappresentano una fonte di sviluppo economico di cui l'Ue non può fare a meno, dall'altro, possono sollevare criticità connesse alla sicurezza nazionale e all'ordine pubblico.

In questo contesto, il settore bancario e finanziario ha assunto una rilevanza strategica estesa all'autonomia tecnologica e alla sicurezza economica degli Stati.

L'Unione Europea ha riconosciuto l'importanza di tali settori attraverso l'introduzione del Regolamento (UE) 2019/452, che ha istituito un quadro di cooperazione tra gli Stati membri per lo *screening* degli led, con l'obiettivo di identificare e mitigare potenziali rischi per la sicurezza o l'ordine pubblico, pur mantenendo l'UE tra le aree di investimento più aperte al mondo⁰⁴. Nonostante il Regolamento non abbia imposto l'obbligo di istituire meccanismi nazionali di controllo, esso ha spinto numerosi Stati membri a legiferare o a rafforzare le proprie normative in materia.

In questo scenario la disciplina italiana del Golden Power, originariamente introdotta nel d.l. n.21 del 2012, si è distinta per la sua capacità di anticipare e integrarsi con il nuovo quadro europeo, evolvendosi da un potere di difesa circoscritto a un complesso

⁰² Cfr. Documento di riflessione sulla gestione della globalizzazione, COM (2017) 240 del 10 maggio 2017.

⁰³ Cfr. Comunicazione "*Strategia europea per la sicurezza economica*", Bruxelles, 20 marzo 2023, JOIN(2023) 20 final, ove si sottolinea altresì che "Questi elementi rimarranno motori critici della competitività e della resilienza dell'Europa nell'accelerazione della duplice transizione verde e digitale. Dobbiamo fare affidamento sul commercio e sul mercato unico per stimolare la concorrenza e garantire l'accesso alle materie prime, alle tecnologie e ad altri fattori di produzione che sono fondamentali per rafforzare la nostra competitività e resilienza e per sostenere nel tempo l'occupazione e la crescita attuali e future. Analogamente, vogliamo che i nostri partner in tutto il mondo continuino a beneficiare dell'accesso ai mercati, ai capitali e alle tecnologie europee per la loro transizione verso un'economia pulita e resiliente".

⁰⁴ Sul Regolamento (Ue) 2019/452 si veda tra gli altri, G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in Riv. regolazione mercati, 2019, 2 ss.; J. SNELL, *Eu foreign direct investment screening: Europe qui protège?*, in Eur. Law Rev., 2019, 137 ss.; *Foreign Direct Investment Screening – Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, a cura di G. Napolitano, il Mulino, Bologna, 2020; G. DELLA CANANEA-L. FIORENTINO, (a cura di), *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2021.

strumento di politica industriale e di sicurezza economica ⁰⁵.

Se, infatti, l'art. 2 del d. l. n. 21 del 2012 precisa che i poteri speciali in discorso possono essere attivati solo nel 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" (comma 6), anche gli artt. 4 e 6 del Regolamento UE n. 452 del 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", quale espressione del principio generale di proporzionalità ⁰⁶.

In tale procedura il Consiglio dei Ministri è considerato "organo decisionale deputato, sulla base delle risultanze fattuali dell'istruttoria ad operare un'ampia valutazione prospettica di scenario, tesa da un lato a preservare il Paese da possibili fattori di rischio prospetticamente rilevanti, dall'altro e contestualmente ad arginare iniziative di Paesi terzi potenzialmente pericolosi o per i quali, comunque, sia ritenuto opportuno un ingaggio geopolitico particolarmente prudente" ⁰⁷.

L'applicazione del Golden Power nel settore bancario è un terreno di scontro tra la sovranità nazionale, la libera circolazione dei capitali e la regolazione prudenziale europea. La giurisprudenza, sia europea che nazionale, ha stabilito che l'esercizio di tale potere deve essere un'eccezione, non la regola, e deve essere proporzionato, non discriminatorio e supportato da una motivazione stringente che dimostri un rischio concreto per l'interesse nazionale, non meramente economico.

La mancanza di un confine chiaro tra gli obiettivi perseguiti dall'autorità governativa attraverso l'applicazione della disciplina Golden Power e gli obiettivi di stabilità finanziaria, perseguiti da BCE e Banca d'Italia, rischia di generare una crescente incertezza per gli operatori di mercato.

In Italia aumentano le richieste di tali interventi rivolte al Governo, affrontando "le incertezze applicative di una normativa ufficialmente introdotta come *extra-ordinem*, diventata multi-purpose, sotto la spinta della nuova fase geopolitica di una caduta di

⁰⁵ Il D.L. 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modificazioni dalla Legge n. 56/2012, ha segnato il passaggio definitivo al sistema di *Golden Power*.

⁰⁶ Cfr. C. Giust. UE, 13 luglio 2020, causa C-423/98.

⁰⁷ Cfr. C. Stato, Sez. IV, 9 gennaio 2023, n.289.

dialogo tra Stati”⁰⁸.

Al momento si attende di conoscere l'esito della proposta presentata il 24 gennaio 2024 dalla Commissione Europea, già approvata in prima lettura dal Parlamento europeo, per un nuovo Regolamento sul controllo degli investimenti esteri destinato a sostituire il Regolamento (UE) 2019/452 attualmente vigente⁰⁹, che mira a una revisione sostanziale e a un potenziamento del quadro esistente per garantire la tutela della sicurezza economica e strategica dell'Unione.

La Commissione suggerisce di fondare il nuovo Regolamento sia sull'art. 207 TFUE, in tema di politica commerciale comune, che sull'art. 114 TFUE, in materia di ravvicinamento delle legislazioni per il mercato interno, al fine di avere una disciplina che riguardi sia gli investimenti diretti da paesi terzi sia quelli intra-UE con controllo estero.

Questa scelta riflette la crescente consapevolezza che i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico possano originare anche da strutture di investimento più complesse, che formalmente appaiono come intra-UE. La ricerca di una base giuridica addizionale nell'art. 114 TFUE mira a garantire l'obiettivo del mercato interno e l'armonizzazione delle legislazioni nazionali per eliminare distorsioni della concorrenza, evidenziando un potenziale ampliamento del perimetro di intervento dell'UE in una materia tradizionalmente sensibile per la sovranità statale.

Dovrebbe così delinearsi un sistema di controllo degli IED più centralizzato, armonizzato e robusto, motivato da una percezione di accresciuta vulnerabilità dell'Unione conseguente non solo alla crisi pandemica ma anche ai conflitti in corso e alla nuova

08 Così P. SAVONA, *Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente Paolo Savona*, 20 giugno, 2025, Milano, p. 12 dove si evidenzia altresì che “L’attuazione di questo impegnativo compito di riunificazione normativa richiede l’anticipazione di un tratto importante della riforma istituzionale proposta, quella di dare vita a una raccolta presso un unico centro contabile delle informazioni riguardanti il mercato monetario e finanziario che opera in forma telematica. Sarebbe inefficiente e costoso creare tanti centri quante sono le autorità competenti. Con la nascita dell’euro digitale sarebbe del tutto naturale che fosse la BCE a concordare con le altre autorità una soluzione tecnica sulla base del sistema contabile esistente tra banche centrali dell’eurosistema, come già co-proposto dalla Banca d’Italia e dalla IFC (Irving Fischer Committee on Central Bank Statistics)”.

09 Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sul controllo degli investimenti esteri nell’Unione e che abroga il Regolamento (UE) 2019/452 COM(2024)0023 final

politica economica mondiale¹⁰.

Peraltro nella prima pronuncia giurisprudenziale in tema di investimenti esteri diretti¹¹, la Corte di Giustizia UE ha sottolineato che la provenienza degli azionisti delle società residenti nell'Unione, siano essi persone fisiche o giuridiche, non incide sul diritto di tali società di esercitare la libertà di stabilimento¹².

La Corte, fondando la pronuncia su un'interpretazione restrittiva della nozione di "investimento estero diretto", ha statuito che il Regolamento trova applicazione quando si tratti di investimenti effettuati da "investitori esteri" (vale a dire, entità di paesi terzi)

10 La proposta, se adottata, rappresenterebbe un significativo cambio di paradigma rispetto al quadro attuale; le principali novità riguardano l'ampliamento dell'ambito di applicazione del controllo sugli investimenti esteri; l'obbligo per gli Stati di adottare un meccanismo di controllo degli led e la previsione di regole di armonizzazione minima sulla struttura e il funzionamento dei meccanismi di controllo; il rafforzamento del meccanismo di cooperazione e scambio di informazioni tra Stati membri e Commissione europea, già introdotto dal Regolamento (UE) 2019/452. In aggiunta si prevede l'estensione del controllo agli investimenti realizzati da società stabilite nell'UE ma sotto "controllo estero": si mira a coprire anche gli investimenti indiretti, ovvero quelli effettuati da un'impresa figlia registrata nell'UE ma la cui proprietà ultima o controllo effettivo risale a individui o entità di un paese terzo.

11 C. Giust. UE, Sez. II, 13 luglio 2023, C-106/22, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*. Per i primi commenti si veda N. ANDREOTTI, *Screening of foreign direct investment within the Union: protection of essential interests or abuse of rights?* (C-106/22, *Xella Magyarország*), in *Eu Law Live*, 25 luglio 2023; A. PÉREZ, *The Court of Justice draws a line in the sand for foreign investment screening: ruling in Xella Magyarország C-106/22*, in *Eu Law Live*, 26 luglio 2023.

12 Cfr. C-106/22 p.33. Per contro, il meccanismo di controllo degli investimenti esteri previsto dalla normativa nazionale in questione nel procedimento principale si applica non solo in una siffatta ipotesi di investimenti effettuati da società di un paese terzo, ma anche nell'ipotesi, oggetto proprio del procedimento principale, di investimenti effettuati da società registrate in Ungheria o in un altro Stato membro nelle quali una società registrata in un paese terzo detiene un' "influenza maggioritaria", ai sensi dell'articolo 8.2 del codice civile. Di conseguenza, poiché detta seconda ipotesi non rientra nell'ambito di applicazione dell'articolo 1 del regolamento n. 2019/452, tale normativa nazionale si colloca al di fuori, in tale misura, dell'ambito di applicazione di detto regolamento, sicché non rientra in quest'ultimo neanche l'acquisizione oggetto del procedimento principale prevista da tale seconda ipotesi. Ciò non può essere rimesso in discussione dal fatto che dall'articolo 4, paragrafo 2, lettera a), e dall'articolo 9, paragrafo 2, lettera a), del regolamento 2019/452 discende che l'assetto proprietario dell'investitore estero può essere preso in considerazione come fattore nella valutazione del potenziale rischio per la sicurezza o l'ordine pubblico posto dall'investimento di cui trattasi. Infatti, tale fattore di valutazione riguarda nello specifico il fatto che "l'investitore estero sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, inclusi organismi statali o forze armate, di un paese terzo, anche attraverso l'assetto proprietario o finanziamenti consistenti". Tuttavia, poiché tale elemento di valutazione si riferisce in modo esplicito solo all'assetto proprietario dell'"investitore estero", nozione definita all'articolo 2, paragrafo 2, del regolamento 2019/452 e circoscritta alle società di un paese terzo, esso non implica che l'ambito di applicazione di tale regolamento sia esteso sino ad includere gli investimenti effettuati da società organizzate conformemente alla legislazione di uno Stato membro in cui una società di un paese terzo detiene un'influenza maggioritaria. Non risulta peraltro dal fascicolo di cui dispone la Corte che la decisione controversa nel procedimento principale sia stata adottata al fine di contrastare un tentativo di eludere il meccanismo di controllo, ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 6, del regolamento

direttamente in società dell'UE, e non quando si tratti di acquisizioni tra società aventi sede nell'UE, anche se una di esse è in ultima analisi controllata da un'entità di un paese terzo¹³.

Di conseguenza è possibile affermare che una normativa nazionale che consente di vietare l'acquisizione della proprietà di una società residente considerata "strategica" da parte di un'altra società residente (facente parte di un gruppo di società stabilite in più Stati membri) non possa essere giustificata ai sensi del diritto dell'UE¹⁴.

2. Dalla disciplina delle golden shares alla normativa Golden Power

In assenza di armonizzazione spetta agli Stati membri decidere il livello e le modalità per garantire i loro legittimi interessi; in tal senso gli strumenti di tutela della sicurezza nazionale, pur rappresentando teoricamente una restrizione alla libera circolazione dei capitali e alla libertà di stabilimento, sono comunque consentiti dal Trattato, purché non introducano discriminazioni basate sulla nazionalità, e possano essere giustificati da motivi di sicurezza e ordine pubblico nel rispetto del principio di proporzionalità e certezza del diritto¹⁵.

Ogni Stato, invero, ha *interesse* a preservare la produzione nazionale da possibili acqui-

¹³ La domanda pregiudiziale verteva sull'interpretazione dell'articolo 65, paragrafo 1, lettera b), TFUE, letto in combinato disposto con i considerando 4 e 6 del Regolamento (UE) 2019/452 nonché dell'articolo 4, paragrafo 2, TUE. Il Ministro ungherese ha giustificato il veto sostenendo che l'acquisizione avrebbe pregiudicato l'interesse nazionale, consistente nel garantire la continuità dell'approvvigionamento di materie prime di base per il settore edile, in particolare a livello regionale.

¹⁴ Cfr. C-106/22 p.41 "per quanto concerne l'individuazione della libertà fondamentale che può essere applicabile nel procedimento principale, sebbene il giudice del rinvio inviti la Corte ad esaminare la normativa nazionale di cui trattasi alla luce delle norme del Trattato FUE in materia di libera circolazione dei capitali e, in particolare, dell'articolo 65, paragrafo 1, lettera b), TFUE, si deve rilevare che tale normativa, in particolare le disposizioni di quest'ultima relative all'acquisizione, da parte di un «investitore estero», di una partecipazione che gli conferisce un'«influenza maggioritaria» in una società strategica, come applicate nella decisione controversa nel procedimento principale e sulle quali verte espressamente la prima questione pregiudiziale, rientrano in un'altra libertà fondamentale, ossia la libertà di stabilimento. Infatti, secondo una costante giurisprudenza, ricade nella sfera di applicazione delle norme in materia di libertà di stabilimento e non in quelle relative alla libera circolazione dei capitali una normativa nazionale destinata ad applicarsi alle partecipazioni che consentano di esercitare una sicura influenza sulle decisioni di una società e di determinarne le attività (v., C. Giust. UE 27 febbraio 2019, Associação Peço a Palavra e a., C-563/17, C-2019/ 44, punto 43)"

¹⁵ Cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni "Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando nel contempo gli interessi fondamentali", Bruxelles, 13. 9. 2017, COM(2017) 494 final, p.8 ; G. LOMBARDO, voce *Golden share*, in *Enc. Giuridica Treccani*, 1998, p.1. S. M. CARBONE, "Golden share" e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale, in *Dir.Comm.int.*, 2009, p.503; A. COMINO, *Golden Power 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 *Riv. it. dir. pubbl.comunitario*, 2014, p. 1019.

sizioni predatorie da parte di investitori esteri, in special modo qualora l'investimento riguardi interessi strategici dello Stato stesso. È, inoltre, necessario precisare come questo *interesse alla difesa nazionale*, per secoli concepito in modo "statico", ossia come difesa delle prerogative del singolo Stato, debba oramai essere reinterpretato in senso "dinamico", come capacità dei Paesi di sviluppare la propria competitività a livello globale¹⁶.

D'altra parte non si può non tener presente che, sia pure con riferimento ai movimenti con Paesi terzi, lo stesso legislatore europeo non abbia sottovalutato i rischi collegati alla libertà di circolazione dei capitali prevedendo all'art. 66 TFUE che, a salvaguardia degli interessi dell'Unione, quando tali movimenti minaccino di causare difficoltà gravi per il funzionamento dell'Unione economica e monetaria, si possano prevedere a livello europeo eventuali "misure di salvaguardia strettamente necessarie".

La "*saga della golden share*"¹⁷ e la conseguente giurisprudenza comunitaria in materia costituiscono tuttora il punto di partenza per ogni riflessione sui limiti di compatibilità dell'interventismo statale con il diritto del mercato unico. In particolare la disciplina della *golden share* è apparsa idonea a limitare l'esercizio delle libertà fondamentali attraverso il conferimento allo Stato di poteri discrezionali estremamente ampi volti ad impedire o scoraggiare l'acquisto di partecipazioni azionarie da parte di investitori esteri o altre operazioni di carattere straordinario che si annoverano tra gli strumenti di limitazione o dissuasione degli investimenti diretti.

Le obiezioni di fondo mosse alla normativa sui poteri speciali riguardavano l'idoneità ad impedire ad investitori di altri Stati membri l'acquisto di partecipazioni di controllo e la gestione di imprese nazionali alle stesse condizioni stabilite da un determinato Stato per i propri cittadini.

La Corte di Giustizia, più volte chiamata ad intervenire in materia, è apparsa decisa nella volontà di contrastare e condannare tutte quelle normative che riconoscevano agli Stati, anche nelle ipotesi in cui si prescindesse formalmente dalla partecipazione pubblica nelle imprese, come avveniva nel nostro abrogato art. 2450 c.c., poteri spe-

¹⁶ In questo senso, Cfr. A. MANCIULLI, *Golden Power, interesse nazionale e cultura della sicurezza economica* in *Golden Power, Sistema di informazione per la Sicurezza della Repubblica*, Roma, 2019, p. 136.

¹⁷ Cfr. Il successo dell'espressione si deve a F.SANTONASTASO, *La saga della "golden share" tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in *Giur.Comm.*2007, I, 302. Da ultimo per una approfondita ricostruzione, 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 *Diritti Comparati*, 1, 2025, p. 157 ss

ciali che consentissero deroghe alla normativa di diritto societario comune¹⁸ nonché tutti quei comportamenti del socio pubblico che potessero alterare la concorrenza e che non fossero sussumibili nei caratteri riconducibili al comportamento medio dell' "investitore privato in economia di mercato"¹⁹.

La giurisprudenza comunitaria considera, infatti, tali prerogative in grado di contingentare l'accesso al mercato attraverso la dissuasione al compimento di investimenti diretti, e riconosce loro l'effetto di incidere sulle libertà fondamentali garantite dal Trattato; la possibilità di deroghe è ammissibile solamente nelle ipotesi in cui la disciplina limitativa sia in concreto giustificata da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza e sia inoltre funzionale e proporzionata rispetto agli obiettivi da raggiungere nonché

18 L'abrogazione integrale dell'art. 2450, come sostituito dal decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, è stata prevista nella legge 6 aprile 2007 n. 46 di conversione del d.l. 15 febbraio 2007 n. 10. Come si legge nella relazione al provvedimento "L'articolo 2450 del codice civile risulta attualmente privo di concreta attuazione nel sistema societario; per di più, a fronte di tale sostanziale inutilità, esso appare in palese contrasto con la normativa comunitaria, caratterizzato com'è dall'attribuzione a soggetti pubblici della possibilità di ingerirsi nella gestione e nel controllo di società di cui non sono neppure soci. L'abrogazione che si dispone presenta inoltre un'utilità strumentale, laddove consente di dimostrare alle Autorità comunitarie il concreto sforzo del nostro Stato di dare seguito, ancorché parziale, alle contestazioni di inadempimento degli obblighi derivanti dal Trattato." L'art. 2450 attribuiva, allo Stato o ad enti pubblici, anche in mancanza di partecipazione azionaria, il potere (e non la facoltà come l'art. 2449) di nomina di membri del consiglio di amministrazione, di membri del consiglio di sorveglianza e di sindaci. L'asimmetria nella formulazione degli artt. 2449 e 2450 non avrebbe dovuto essere sopravvalutata: l'attribuzione *ex lege* del potere, di per sé (e salva diversa conclusione sulla base della disciplina speciale o singolare) non imprime necessariamente alla nomina pubblica un "valore aggiunto", consentendole di incidere in maniera più efficace sull'assetto organizzativo tipico della società. Anche nel caso in cui sia la legge ad attribuire lo speciale potere di nomina, la disciplina applicabile è comunque la disciplina di diritto comune delle società per azioni: resta in ogni caso valida la scelta del legislatore a favore della parità di trattamento tra imprese private e imprese con partecipazione dello Stato o di enti pubblici. V. C. IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 1 che sottolinea la non casuale sobrietà della disciplina speciale codicistica che rifletteva un preciso orientamento del legislatore del 1942 volto ad equiparare le società a controllo pubblico, per quanto possibile, a quelle con capitale e controllo privato. Cfr. A. GUACCERO, *Alcuni spunti in tema di governance delle società pubbliche dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 842 che sottolinea che salvo che si dimostri in concreto l'arricchimento dell'interesse sociale con istanze connesse ad un diverso interesse pubblico, il parametro operativo esclusivo per gli amministratori si conferma l'interesse sociale a matrice lucrativa, atomistico, o nei limiti del nuovo regime dell'attività di direzione e coordinamento, di gruppo.

19 L'affermazione di questo criterio discriminante trova origine nel documento del settembre 1984, in *Boll. Ce* 1984, n. 9, p. 92 con il quale la commissione chiariva il proprio orientamento sulla partecipazione dello Stato al capitale delle imprese. V. A. MAZZONI, *Privatizzazioni e diritto antitrust: il caso italiano*, *Riv. Soc.* 1996, p. 34.

fondata su criteri oggettivi e non discriminatori previamente stabiliti²⁰.

La normativa italiana sulle *golden shares* è stata giudicata incompatibile con i principi di libera circolazione dei capitali e di libertà di stabilimento: qualsiasi restrizione a tali libertà deve essere giustificata da "motivi imperativi di interesse generale", definiti in modo oggettivo, prevedibile e non arbitrario. L'eccessiva discrezionalità e la mancanza di una definizione precisa dei presupposti per l'intervento statale sono state le principali cause di condanna²¹.

Le più significative novità della disciplina Golden Power rispetto all'assetto previgente, che si riferiva specificamente all'esercizio dei poteri speciali da parte dell'azionista pubblico sulle imprese nazionali oggetto di privatizzazione, riguardano la circostanza che, prescindendo dalla presenza pubblica nella compagine societaria, si ha con la disciplina del d.l. 21/2012 esclusivo riferimento all'oggetto dell'attività e alla strategicità del settore interessato: in tal senso, l'ambito soggettivo di applicazione può considerarsi notevolmente ampliato²².

A seguito della predetta riforma, dal 2012 i poteri speciali sono esclusivamente di tipo oppositivo, prescrittivo e, in ultima istanza, interdittivo – potendo consistere esclusivamente nell'imposizione di specifiche condizioni, nell'opposizione all'acquisto di parteci-

20 v. C-19/92, 31 marzo 1993 Kraus e C-55/94, 30 novembre 1995, Gebhard. In dottrina per approfondimenti circa la compatibilità delle golden share con il diritto comunitario si veda C. SAN MAURO, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, 2004; T. BALLARINO-L. BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario*, in Riv. Soc. 2004, p. 2; E. BOSCOLO, *Le golden shares di fronte al giudice comunitario*, in Foro it., 2002, fasc. 10, pt. 4, 480-485; E. FRENI, *Golden Share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi*, in Giorn. dir. amm., 2002, fasc. 10, 1049; L. SALERNO, *Golden shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in Dir. Comm. int., 2002, p. 671; A. GUACCERO- E. J. PAN- M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata Usa- Europa*, in Riv. Soc. 2008, p. 1387.

21 Cfr. C-58/99, del 23 maggio 2000 e C-326/07, del 26 marzo 2009

22 L'art. 1 del D.L. 21 del 2012: - limita la spendita dei poteri alle sole «attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale» previamente e specificamente individuate con apposito DPCM, adottato su proposta del Ministro competente *ratione materiae*, con il concerto di altri Ministri specificamente individuati e previa comunicazioni alle competenti Commissioni parlamentari (comma 1); il decreto in parola è soggetto ad aggiornamento triennale (comma 7) e può, all'interno delle macro-aree di attività da esso individuate, stabilire delle eccezioni (comma 1-bis); - enuclea con precisione le modalità (con ogni evidenza, tassative) con cui tali poteri possono essere esercitati (le quali, come già rilevato, possono sostanziarsi nell'«imposizione di specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici, al controllo delle esportazioni», nel «veto all'adozione di delibere, atti od operazioni dell'assemblea o degli organi di amministrazione», ovvero nell'«opposizione all'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in un'impresa»); - specifica i criteri da seguire per «valutare la minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale», la cui sussistenza è presupposto necessario per la spendita dei poteri (commi 2, 3 e 3-bis); con riferimento all'ipotesi, qui rilevante, di imposizione di prescrizioni; - impone espressamente, tra l'altro, il «rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza»; - reca una puntuale ed articolata disciplina procedimentale (commi 4 e 5).

pazioni o nel veto all'adozione di alcuni tipi di delibere, atti o operazioni - e sono potenzialmente esercitabili nei confronti di tutte le società impegnate in attività di rilevanza strategica.

I vincoli dettati per l'esercizio dei poteri speciali trovano la loro fonte direttamente nella legge e nella normativa secondaria di attuazione: la disciplina in oggetto trova applicazione in presenza di una "minaccia effettiva e di grave pregiudizio" alle società operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché alle attività definite di rilevanza strategica per il settore dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, delle reti e degli impianti utilizzati per la fornitura dell'accesso agli utenti finali dei servizi rientranti negli obblighi del servizio universale e dei servizi a banda larga e ultralarga.

Le limitazioni dalla normativa nazionale poste, per effetto dell'esercizio del Golden Power alla libera circolazione dei capitali richiedono "che la relativa giustificazione (quindi, l'enucleazione dei presupposti e delle ragioni a fondamento dell'esercizio di un potere, le cui ricadute abbiano valenza effettivamente e concretamente limitante) adeguatamente dia conto dell'osservanza delle coordinate di legittimità eurounitarie"²³.

Merita tuttavia di essere sottolineato che la giurisprudenza si sia espressa nel senso che "la stessa valutazione di strategicità non costituisce un dato oggettivo e, per così dire, inconfutabile riveniente dalle caratteristiche dell'operazione in sé atomisticamente considerate, ma rappresenta la risultante di una ponderazione altamente discrezionale (se non apertamente politica), sì che ben può essere qualificata "strategica" e capace di determinare "una situazione eccezionale" non altrimenti fronteggiabile un'operazione che pure, di per sé, non presenti profili intrinseci macroscopicamente straordinari: altrimenti detto, una stessa operazione può essere strategica o meno in funzione anche (se non soprattutto) dei soggetti coinvolti, non solo dei caratteri dell'as-

²³ Cfr. T.A.R. Lazio, Sez. I, 24 luglio 2020, n. 8742, ove si affermava che "l'esercizio dei poteri speciali. Ex 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; per tale motivo, dovendosi escludere che l'esercizio dei poteri possa riguardare operazioni diverse da quelle previste dalla legge, ovvero Asset non individuati tra quelli "strategici".

set e della società *target* ²⁴.

3. Le "infrastrutture finanziarie" nel Regolamento UE 2019/452 e il Decreto Liquidità (D.L. 23/2020)

In Italia, il rischio rappresentato dall'aumento di investitori esteri, e in particolare extra-comunitari, nel mercato finanziario sembra essere stato avvertito prima che nel resto d'Europa, benché, alla luce dei dati comunicati alla Consob²⁵, ad oggi il peso degli investimenti esteri diretti appaia piuttosto marginale (se si escludono le partecipazioni di soggetti residenti in Svizzera, Stati Uniti e Giappone).

Con la legge 4 dicembre n. 172 del 2017²⁶ il legislatore italiano è intervenuto sulla disciplina del Golden Power, ampliando il perimetro degli *interessi essenziali* del nostro paese ai fini dell'esercizio dei poteri speciali del Governo anche ai settori ad alta intensità tecnologica, tra i quali ha ricompreso le "infrastrutture finanziarie"²⁷.

Si è così ammesso il Golden Power nel settore del mercato finanziario che legittima il Governo a opporre il veto alle delibere, agli atti e alle operazioni di una qualsiasi società che detenga attivi strategici là dove esse rappresentino una minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti²⁸.

²⁴ Del resto, il controllo di un operatore economico nazionale da parte di uno Stato terzo estraneo all'Unione Europea e con cui non intercorrono formali e cogenti legami di alleanza (si pensi, *in primis*, a quello riveniente dal Trattato NATO) fa sì che l'operazione non sia ascrivibile al solo mercato ed alle connesse logiche di politica industriale, ma coinvolga ineludibilmente anche considerazioni di politica internazionale e di sicurezza, tese in ultima analisi a preservare non solo il funzionamento corretto del mercato nazionale, messo in pericolo dalla presenza di un operatore *longa manus* di uno Stato straniero, ma la stessa effettività del principio costituzionale supremo di cui all'art. 1, comma 2 ("La sovranità appartiene al popolo"), potenzialmente vulnerato da acquisizioni di asset fondamentali per la collettività nazionale da parte di Stati stranieri che, ad avviso del Governo, non diano sufficienti garanzie circa il relativo uso" Consiglio di stato, Sez. IV, 9.1.23, n.289.

²⁵ Dai dati dichiarati alla Consob, le partecipazioni rilevanti in società quotate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana detenute da investitori extracomunitari sono circa 85, di cui 42 riferibili a investitori USA e 9 a investitori appartenenti a paesi non Nato (escludendo la Svizzera). Di queste solo 4 sono riferibili a investitori della Repubblica Popolare Cinese e 2 a investitori di Hong Kong. Per quanto di competenza della Consob, ossia con esclusivo riguardo alle dichiarazioni rilasciate - ai sensi degli artt. 120 e ss., TUF - dagli investitori che hanno acquistato partecipazioni superiori al 3% (o al 5% nelle PMI) del capitale votante in società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea aventi l'Italia come Stato membro di origine, ad oggi il peso degli investimenti esteri diretti (se si escludono le partecipazioni di soggetti residenti in Svizzera, Stati Uniti e Giappone) appare piuttosto marginale.

²⁶ Conversione del D.L. 16 ottobre 2017, n. 148, recante "disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili".

²⁷ L'art. 14 della legge 4 dicembre n. 172 del 2017 ha inserito il comma 1-ter all'art. 2 della legge 11 maggio 2012, n. 56 (c.d. legge sul Golden Power)(di conversione del D.L. 15 marzo 2012, n. 21).

²⁸ Art. 2, comma 3, D.L. 21/2012.

Siffatto veto può essere imposto anche sotto forma di specifiche prescrizioni o condizioni poste all'attività di questi enti là dove ciò sia richiesto per assicurare una (non meglio declinata) tutela degli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento di reti e impianti²⁹; gli atti posti in essere in violazione del veto o di queste "prescrizioni" sono nulli.

La disciplina italiana prevede, da un lato, presupposti e circostanze in presenza delle quali può ricorrersi ai poteri speciali, e, dall'altro, una elencazione abbastanza generica degli asset ritenuti strategici. E' richiesta, al riguardo, la notificazione preventiva di atti e operazioni rilevanti alla Presidenza del Consiglio dei Ministri.

In piena situazione emergenziale conseguente al Covid-19 la Commissione europea aveva invitato gli Stati membri ad avvalersi dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti rischiosi per la sicurezza o l'ordine pubblico nell'UE³⁰.

L'Italia ha recepito il "monito" nel d.l. n. 23 dell'8 aprile 2020, "Decreto Liquidità"³¹, il cui art. 15 ha sostituito l'art. 4-bis, comma 3, del d. l. 105/2019 con una disposizione ai sensi della quale – in attesa³² della disciplina attuativa definitiva dei beni e dei rapporti "stra-

²⁹ Art. 2, comma 4, D.L. 21/2012.

³⁰ Comunicazione della Commissione europea n. 2020/C 99 I/01 recante gli "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, in vista dell'applicazione del regolamento (UE) 2019/452 (regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti)". v. R. MAGLIANO, *Gli orientamenti della Commissione europea sul controllo degli investimenti esteri diretti e i Golden Powers rafforzati in tempi di epidemia*, in *dirittobancario.it*.

³¹ Rubricato "Disposizioni urgenti in materia di esercizio di poteri speciali nei settori di rilevanza strategica" agli artt. da 15 a 17 – tramite l'adozione di misure di potenziamento del Golden Power governativo e di rafforzamento delle regole di trasparenza sui mercati finanziari. Cfr. R. LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *Riv.trim.dir.econ.*, 2020,228. A. SACCO GINEVRI, *Golden Powers e infrastrutture finanziarie dopo il decreto Liquidità*, in *dirittobancario.it*; V. DONATIVI, *I Golden Powers nel "D.L. liquidità"*, in *www.ilcaso.it*.

³² L'art. 15 del Decreto Liquidità recita "[f]ino alla data di entrata in vigore del primo decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri di cui all'art. 2, comma 1-ter, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56 [...]".

tegici" in tutti i settori di cui all'art. 4, par. 1, del Regolamento UE 2019/452³³ il Golden Power è stato esteso a tutti gli indicati settori, con la precisazione che il settore finanziario è inclusivo di quello creditizio e assicurativo.

La preoccupazione del verificarsi di acquisizioni estere "predatorie", quindi, ha spinto il legislatore a estendere il muro difensivo del Golden Power anche prima della disciplina di attuazione.

Segue, poi, l'art. 16 del Decreto Liquidità, che aveva imposto, fino al 31 dicembre 2020, con l'intento di *"contrastare l'emergenza epidemiologica da COVID-19"* ³⁴:

(i) obblighi di notifica – e, quindi, possibilità di esercizio dei poteri speciali – anche in caso di operazioni di trasferimento degli assets o di cambiamento della loro destinazione con riguardo a tutti i settori di cui al Regolamento IDE con esplicita inclusione, nel contesto del settore finanziario, anche di quelli creditizio e assicurativo;

(ii) obblighi di notifica estesi anche agli acquirenti europei, nell'ipotesi di acquisti a qualsiasi titolo di partecipazioni di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile degli stessi in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto;

(iii) l'obbligo per gli acquirenti extra-UE di notificare alla Presidenza del Consiglio dei Ministri non solo le operazioni di acquisizione di controllo ma anche ogni operazione di acquisto di partecipazioni che attribuiscono una quota di diritti di voto o del capitale almeno pari al 10% – tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute – e il cui valore complessivo di investimento sia pari o superiore a un milione nonché l'obbligo di notificare tutte le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50%;

³³ L'art. 4, par. 1, del Regolamento UE 2019/452 prevede che "[n]el determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione possono prendere in considerazione i suoi effetti potenziali, tra l'altro, a livello di:

a) infrastrutture critiche, siano esse fisiche o virtuali, tra cui 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;

b) tecnologie critiche e prodotti a duplice uso quali definiti nell'articolo 2, punto 1, del regolamento (CE) n. 428/2009 del Consiglio, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie;

c) sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare;

d) accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni; o

e) libertà e pluralismo dei media."

³⁴

(iv) la possibilità per il Governo di: (a) attivare d'ufficio il procedimento ai fini dell'eventuale esercizio del Golden Power nei casi di violazione degli obblighi di notifica, anche in assenza di notifica; (b) richiedere a pubbliche amministrazioni, enti pubblici o privati, imprese o altri soggetti terzi che ne siano in possesso, di fornire informazioni e di esibire documenti; e (c) stipulare convenzioni o protocolli di intesa con istituti o enti di ricerca.

A livello di normazione secondaria, il DPCM n. 179 del 18 dicembre 2020, rubricato *"Regolamento per l'individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionale nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, a norma dell'articolo 2, comma 1-ter, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56"*:- nel precisare (art. 1, lett. e) 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", stabilisce, all'art. 8, lett. c) che rientrano tra i beni e i rapporti di cui all'articolo 1 "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".

In seguito la disciplina perderà il carattere transitorio essendo definitivamente collocata nel d.l. 21/2022, poi convertito nella l. 20 maggio 2022, n. 51 che prevede, a partire dal 1 gennaio 2023, un ambito esteso di settori in cui si prevede obbligo di notifica per operazioni infra-Ue³⁵ ma anche nei confronti di soggetti europei, "ivi inclusi quelli residenti in Italia"³⁶.

4. Il rapporto con gli investitori infra-Ue ed extra -UE

Ha fatto pensare, poi, la scelta di proteggere le nostre imprese anche dagli investitori europei, esigenza che non sembra essere stata avvertita dagli altri Stati dell'Unione.

Non può non rilevarsi, però, come la scelta di controllare anche gli investitori europei si ponga, almeno in via astratta, potenzialmente in contrasto con il principio comunitario

di libera circolazione dei capitali. Ci si interroga, quindi, se la Commissione europea e la Corte di Giustizia dell'UE considereranno tale misura compatibile con l'ordinamento

³⁵ Si tratta dei settori aventi ad oggetto comunicazioni, trasporti, energia, salute, agroalimentare e finanziario, ivi incluso creditizio e assicurativo.

³⁶ Cfr. Osservatorio Golden Power, L. PICOTTI, *Risiko bancario e Golden Power: l'intervento del governo su UniCredit-Banco Bpm*, reperibile su osservatoriogoldenpower.eu. Cfr. D.L. 21/2022, art. 25, che ha previsto la sottoposizione a notifica anche dell'acquisto 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, limitatamente ai settori rilevanti ai fini del Golden Power.

comunitario³⁷.

Alla luce della già richiamata pronuncia C-106/22, sembra si possa affermare che apparirà limitata la capacità degli Stati membri di invocare il quadro specifico di *screening* degli led per le transazioni intra-UE, anche se indirettamente controllate da paesi terzi. Gli Stati membri saranno così costretti a giustificare tali misure secondo i più stringenti test di proporzionalità previsti dai Trattati, in particolare dall'art. 65 TFUE, piuttosto che fare affidamento sulle considerazioni più ampie consentite dall'art. 4 del Regolamento 2019/452. Questa posizione giudiziaria segnala una cautela della Corte di Giustizia rispetto a un'eccessiva espansione dei regimi nazionali di Golden Power, specialmente quando le transazioni coinvolgono due entità dell'UE³⁸.

Oltre ai profili di criticità appena sollevati, resta poco chiaro cosa si intende per "partecipazione" ai fini degli obblighi di notifica.

Ancora, nel far riferimento alla nozione giuridica, decisamente non pacifica, di "controllo", viene richiamato sia l'art. 2359 c.c. che il TUF senza chiarire, però, se la prima nozione valga solo per società non quotate mentre la seconda per le quotate o, se, piuttosto, le nozioni richiamate si applicano indistintamente a entrambe le tipologie di società, quotate e non³⁹.

Certo è che si sta assistendo ad un proliferare di notifiche al Consiglio dei Ministri che mette alla prova l'efficienza e l'economicità delle procedure organizzative governative.

Per quanto concerne l'individuazione dei contorni del potere esercitabile dai Governi nazionali attraverso Golden Powers, o meglio, all'esigenza di coordinamento tra Golden Power e regolamentazione di settore, in dottrina⁴⁰ è stato sottolineato come l'innalzamento delle barriere preventive del controllo sugli investimenti esteri diretti previsto dal Regolamento 2019/452 sembra essere sintomo di un venir meno della fiducia nella capacità della regolamentazione e della vigilanza amministrativa di settore. Secondo siffatta visione, quindi, dietro al Regolamento si nasconderebbe un'esigenza di "ribilan-

37 F. BASSAN, *Prime note prospettiche sul Golden Power applicato a banche e assicurazioni*, in *dirittobancario.it*.

38 Si deve sottolineare che, conformemente all'articolo 54 TFUE, possono beneficiare della libertà di stabilimento, in particolare, le società di diritto civile o di diritto commerciale, purché siano costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro e abbiano la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'Unione, ossia le società che hanno la cittadinanza di uno Stato membro. A tale proposito, si deve ricordare, da un lato, che la localizzazione della sede sociale, dell'amministrazione centrale o del centro di attività principale di cui all'articolo 54 TFUE serve a determinare, al pari della cittadinanza delle persone fisiche, il loro collegamento all'ordinamento giuridico di uno Stato (C-167/01, 30 settembre 2003, Inspire Art, C-2003/512, punto 97).

39 "Come cambia il diritto societario alla luce del decreto Cura Italia che rafforza i Golden Powers. Lo racconta nel dettaglio Vincenzo Donativi" intervista al Prof. Avv. V. Donativi, pubblicata da *lefanti.tv* e disponibile al sito <https://www.youtube.com/watch?v=M7aLY0zLSEs&feature=youtu.be>.

40 Cfr. ancora G. NAPOLITANO, *op.cit.*, p. 128.

ciamento” dei rapporti istituzionali in cui il Governo in qualche modo riconquista una posizione centrale a scapito delle autorità indipendenti.

Tale impressione, probabilmente corretta con riguardo ad alcuni dei settori considerati “critici” ex art. 4 del Regolamento, è da escludere in riferimento al settore finanziario, in quanto il *considerando* 37 del Regolamento chiaramente afferma che “il regolamento non incide sulle regole dell’Unione per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, che *costituisce una procedura distinta con un obiettivo specifico*”.

Dunque, il legislatore eurounitario, consapevole della speciale attenzione riconosciuta dalla normativa europea al mondo finanziario, in particolare quanto a regolamentazione di settore e vigilanza, ha chiarito che, nel settore del mercato finanziario, Golden Power e potere di vigilanza prudenziale operano su piani distinti e orientati a specifiche finalità⁴¹.

Anche la Corte di Giustizia, ha rafforzato il concetto per cui la vigilanza prudenziale su tutti gli enti creditizi, anche quelli *less significant*, appartenenti all’area euro, spetta alla BCE. Con questa sentenza si chiarisce che la BCE ha competenza esclusiva nell’assolvimento, ai fini di vigilanza prudenziale, dei compiti enumerati all’art. 4, par. 1 del Regolamento n. 1024/2013, nei confronti di tutti gli enti creditizi, senza distinzione tra enti significativi e meno significativi e che, seppur le Autorità nazionali competenti siano responsabili di alcuni compiti dettati all’art. 4, par. 1, e adottino tutte le pertinenti decisioni di vigilanza in relazione agli enti creditizi “meno significativi”, queste *assistono* la BCE nell’espletamento dei compiti che il Regolamento conferisce loro, mediante un’attuazione decentrata di quelle funzioni⁴².

Considerato il forte processo di accentramento nelle mani della BCE del sistema di vigilanza comunitario e tenuto conto, con specifico riferimento alla situazione italiana, che si vive un’era caratterizzata da un susseguirsi di offerte pubbliche che coinvolgono il settore bancario⁴³, rileva che a seguito delle numerose notifiche ricevute il governo italiano abbia quasi sempre deliberato di non esercitare i poteri speciali; molto diversa però è stata la decisione in relazione all’operazione concernente l’offerta pubblica di

41 F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, ne *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit., p. 112.

42 Cfr. C. Giust. UE, C- 450/17 P, 8 maggio 2019, *Landeskreditbank Baden Württemberg – Förderbank c. Banca Centrale Europea*.

43 L’opa di Banco Bpm su Anima (6 novembre 2024); l’ops di UniCredit su Banco Bpm (25 novembre 2024); l’opas di Banca Ifis su Illimity Bank (8 gennaio 2025); l’ops di Monte dei Paschi di Siena su Mediobanca (24 gennaio 2025); l’ops di Bper Banca sulla Banca Popolare di Sondrio (6 febbraio 2025). Da ultimo, sia in funzione difensiva che strategica, il lancio dell’ops da parte di Mediobanca su Banca Generali (28 aprile 2025). Cfr. M. PIGNATTI, *Golden Power ed enti creditizi - I poteri speciali di Golden Power ed i rapporti con il settore creditizio*, Giur. It., 2025, p.1335

scambio (Ops) di Unicredit Spa sulla totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM ⁴⁴.

5. La vicenda Unicredit e la prima censura giurisprudenziale al Golden Power

La vicenda che ha visto coinvolte Unicredit Spa e BPM Spa è balzata alla ribalta delle cronache nazionali ed internazionali

Il 18 aprile 2025, il Consiglio dei Ministri italiano ha emanato un DPCM con il quale, in relazione all'offerta di scambio volontaria di Unicredit Spa, avente ad oggetto la totalità delle azioni di Banco BPM Spa ⁴⁵, sono stati esercitati i poteri speciali di cui al D.l. 15 marzo 2012, n. 21 ed ha imposto a UniCredit una serie di prescrizioni per l'acquisizione di Banco BPM.

Il provvedimento impone ad UniCredit una serie di obblighi (le "Prescrizioni") al termine dell'Operazione; nello specifico, le Prescrizioni assumono la forma di requisiti per UniCredit: - (1) Non abbassare il rapporto prestiti/depositi di UniCredit e BPM in Italia al di sotto del rapporto attuale per 5 anni, con l'obiettivo di sostenere i prestiti ai consumatori e alle PMI in Italia. - (2) Non abbassare il portafoglio di *project finance* di UniCredit e BPM in Italia al di sotto del livello attuale per un periodo indeterminato. - (3) Non ridurre gli investimenti di Anima Holding S.p.A in titoli di emittenti italiani al di sotto del livello attuale per un periodo di almeno 5 anni. - (4) "Supportare lo sviluppo della società" per un periodo di almeno 5 anni. - (5) Cessare tutte le attività in Russia riguardanti la raccolta di depositi, il prestito e il collocamento di fondi per prestiti transfrontalieri entro 9 mesi dall'adozione del Decreto ⁴⁶.

In seguito a ciò Unicredit ha immediatamente manifestato la propria volontà di adire le autorità giudiziarie competenti, ritenendo il decreto *de quo* non rispettoso del diritto italiano e dell'Unione.

Il T.A.R. del Lazio si è pronunciato, accogliendo parzialmente il ricorso presentato da UniCredit verso tale provvedimento in particolare per ciò che riguarda le prescrizioni in

⁴⁴ UniCredit è la seconda banca italiana per capitalizzazione di mercato mentre BPM è la quarta banca italiana per capitalizzazione di mercato.

⁴⁵ Tale OPS prevede che per ciascuna azione BPM conferita in adesione venga corrisposto un controvalore in azioni ordinarie di nuova emissione di Unicredit. Di seguito all'approvazione da parte di Consob del Documento di Offerta in data 28 aprile 2025 è iniziato il c.d. periodo di adesione destinato alle manifestazioni della volontà di aderire all'offerta di Unicredit da parte degli azionisti di BPM. La scadenza di tale periodo, originariamente fissata al 23 giugno 2025, segna il termine entro il quale l'operazione, al verificarsi di tutte le condizioni ivi previste, deve essere completata o, se del caso, abbandonata. Consob, con provvedimento del 21 maggio 2025, sospendeva per 30 giorni l'OPS, con differimento della scadenza del Periodo di adesione al 23 luglio 2025.

⁴⁶ L'art. 1 impone altresì ad UniCredit di comunicare all'entità incaricata del monitoraggio della conformità ogni eventuale difficoltà nel rispetto delle Prescrizioni. L'art. 2 del Decreto affida al MEF il controllo del rispetto delle Prescrizioni, ai sensi dell'art. 7 del decreto del Presidente della Repubblica 25 marzo 2014, n. 86. L'art. 3 del Decreto prevede la possibilità di sanzioni in caso di inadempimento o violazione delle Prescrizioni, come stabilito dall'art. 2 del decreto-legge 2012/21.

tema di rapporto impieghi/depositi e *project finance* ⁴⁷.

La sentenza, primo provvedimento giurisprudenziale che censura in parte un provvedimento di esercizio del Golden Power, ne delinea con fermezza i limiti dell'esercizio ed avrà immediate ricadute pratiche e normative.

In primo luogo la pronuncia pone un focus in merito definizione di "sicurezza economica" considerata quale *species* all'interno del più ampio *genus* della "sicurezza pubblica" e della "sicurezza nazionale" ⁴⁸.

Secondo i giudici amministrativi ciò si evince "dalla normativa nazionale, che 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".

A conferma di ciò occorre richiamare l' "evoluzione del quadro normativo europeo che, prevedendo 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".

Contrariamente a quanto affermato da UniCredit la pronuncia evidenzia che ai sensi dell'art. 2, comma 2-bis, del D.L. 21/2012 sia prevista la notifica per "qualsiasi delibera, atto o operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione.

Dunque la disciplina in rassegna non riguarda esclusivamente il controllo di un investimento estero diretto ma "si rivolge al monitoraggio, in ottica preventiva, di ogni operazione in grado di incidere sugli attivi individuati come strategici, senza incentrarsi sullo strumento giuridico concretamente utilizzato ma avendo di mira l'effetto concreto della stessa in termini di potenziale incidenza sul contratto della società e dei suoi asset".

E' altresì evidente secondo i giudici amministrativi che in mancanza della concreta delinea- zione di criteri e limiti nell'esercizio del potere " l'esercizio del Golden Power è,

⁴⁷ Tar Lazio sentenza n. 13748/2025, 12 luglio 2025, caso Unicredit/ BPM.

⁴⁸ La pronuncia evidenzia che " Ciò si evince, in particolare: - sia dalla normativa nazionale che 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; sia dall'evoluzione del quadro normativo europeo che, prevedendo 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".

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 eurolunitariamente riconosciute e tutelate può assumere accentuata rilevanza segnatamente nell'ambito – che qui interessa – delle operazioni aventi rilevanza economico-finanziaria"⁴⁹.

Determinante può considerarsi l'incisività con cui il Tar nel ribadire che "l'obiettivo precipuo della disciplina del Golden Power è quello di tutelare gli interessi nazionali strategici (la stabilità dell'ordine pubblico economico nazionale, nonché gli interessi dei cittadini e, primariamente dei risparmiatori), rispetto ad investimenti ed altre operazioni finanziarie potenzialmente suscettibili di pregiudicarli" ha sottolineato altresì che " se i profili di rilevanza sopra indicati sono già oggetto di una disciplina regolatoria, in ordine alla quale è già prevista l'attribuzione di particolari poteri ad Autorità indipendenti responsabili, "l'ipotesi che possa comunque intervenire, alla stregua di una vera e propria "clausola di salvaguardia", l'esercizio del Golden Power, integra un'opzione ermeneutica inaccettabile" e " fuori dalla perimetrazione legittimante l'esercizio del potere".

In tale complessa vicenda è intervenuta anche la Commissione Europea che, avendo già approvato l'operazione subordinandola a specifici impegni correttivi⁵⁰, prospetta, in relazione al decreto dell'Autorità governativa italiana, una possibile violazione dell'art. 21, paragrafo 4, del Regolamento CE n.139/2004 (Regolamento Concentrazioni) oltre alla violazione delle competenze BCE proprio in tema di vigilanza prudenziale⁵¹.

Il 26 maggio 2025 i servizi della Commissione hanno inviato una richiesta di informazioni alle autorità italiane, ai sensi dell'articolo 11, paragrafo 6, del Regolamento Concentrazioni, per comprendere se il Decreto e le Prescrizioni fossero compatibili con la com-

49 Se non appare contestabile che sia consentita all'Autorità di Governo la conduzione di valutazioni aventi ad oggetto asset con contenuto dimostratamente strategico, nel novero delle quali non possono evidentemente non ricomprendersi operazioni direttamente coinvolgenti la tutela del risparmio nazionale, la decisione dell'Autorità governativa italiana sembra coerente con i principi secondo cui " Se deve convenirsi sulla non esercitabilità dei poteri speciali a fronte di ragioni "meramente" economiche, non è specularmente preclusa la configurabilità dell'ipotesi inversa (ovvero, di un intervento statale che, a presidio della sicurezza pubblica e nazionale, altrimenti suscettibili di essere compromesse, abbia ad oggetto operazioni aventi connotazioni economico -finanziaria".

50 La Commissione ha adottato una decisione ai sensi dell' articolo 6, paragrafo 1, lettera b), in combinato disposto con l'articolo 6, paragrafo 2, del Regolamento Concentrazioni, che approva l'Operazione subordinatamente a degli impegni, Decisione del 19 giugno 2025, nel caso M.11830 UniCredit/Banco BPM

51 A norma dell'articolo 21 del regolamento Ue sulle concentrazioni, gli Stati membri possono adottare misure appropriate per tutelare interessi legittimi, purché queste misure siano compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'Unione e siano appropriate, proporzionate e non discriminatorie.

petenza esclusiva della Commissione di valutare le concentrazioni di dimensione UE ⁵².

Chiarimenti sono richiesti da un lato sulla compatibilità degli obblighi con l'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni, e con gli artt. 63 e 65 TFUE sulla libera circolazione dei capitali, ma dall'altro anche con l'art.127, par. 6, del TFUE, in relazione ai compiti attribuiti alla BCE e al regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio che istituisce il meccanismo di vigilanza unico (SSMR) ⁵³.

La Corte di Giustizia ha più volte chiarito che " la libera circolazione dei capitali può essere limitata da provvedimenti nazionali giustificati dalle ragioni di cui all' articolo 65 TFUE o per ragioni imperative di interesse generale, purché non esistano misure comunitarie di armonizzazione che indichino i provvedimenti necessari a garantire la tutela di tali interessi". Qualora gli Stati membri intendano tutelare obiettivi legittimi in tali circostanze, possono farlo soltanto nei limiti tracciati dal trattato e, in particolare, nel rispetto del principio di proporzionalità.

La nozione di pubblica sicurezza deve essere interpretata in linea con la giurisprudenza degli organi giurisdizionali dell'Unione ⁵⁴.

Sul punto anche la decisione del Tar Lazio non ha mancato di sottolineare che " Ferma restando la necessità di una rigorosa istruttoria ai fini della verifica della presenza di interessi strategici e di operazioni riconducibili a quelle individuate dalla legge, la successiva decisione dello Stato di esercitare, o meno, i poteri speciali, attraverso l'imposizione di "prescrizioni" o "condizioni", ovvero opponendosi all'operazione, 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, ovvero della inesistenza e/o incongruità della motivazione, o,

52 Ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni. La richiesta di informazioni ha posto quattordici domande alle Autorità italiane tra cui rilevano in particolare ai fini della nostra riflessione i chiarimenti sulle modalità attraverso cui l'acquisizione di una banca italiana da parte di un'altra banca italiana possa creare una minaccia reale e sufficientemente sensibile alla sicurezza pubblica in Italia e in che misura le prescrizioni siano necessarie e proporzionate a far fronte a tale minaccia.

53 L' 11 giugno le autorità italiane hanno risposto ma da quanto emerge dalla valutazione preliminare della Commissione del 14 luglio 2025 permangono profili di dubbia compatibilità con il diritto dell'Unione.

54 Cfr. la decisione della Commissione del 20 dicembre 2006 nel caso M.4197 – E.ON / Endesa, punto 61, che fa riferimento alla causa C-503/99, 4 giugno 2002, Commissione / Belgio, punto 47; causa C-483/99, 4 giugno 2002, Commissione / Francia, punto 48; C-463/00, 13 maggio 2003 Commissione / Spagna, punto 72. Cfr. anche, in tal senso, C-54/99, 14 marzo 2000, Association Église de Scientologie.

ancora, dell'errato o travisato apprezzamento di risultanze fattuali.⁵⁵

Risulta evidente la persistente ambiguità dei concetti di "interesse nazionale" e "asset strategici", la cui interpretazione rimane ampiamente discrezionale e soggetta a valutazioni politiche che possono non coincidere con le dinamiche di mercato.

In conseguenza di questi eventi UniCredit ha ufficialmente comunicato di ritirare l'offerta per BPM comunicando che "la condizione relativa all'autorizzazione Golden Power non è soddisfatta" e tale clausola avrebbe "impedito a Unicredit di dialogare con gli azionisti di BPM nel modo in cui un normale processo di offerta avrebbe consentito"⁵⁶.

6. Il rapporto tra Golden Power e vigilanza prudenziale

Prima della ormai nota vicenda che ha visto protagonista Unicredit, la compresenza di diverse istanze di vigilanza non aveva posto, almeno in linea di principio, problemi particolari, dovendosi limitare l'intervento del Governo attraverso il Golden Power a casi del tutto eccezionali e non disciplinati dalla regolamentazione di settore⁵⁷.

Nonostante nella prospettiva del diritto domestico il rapporto tra Governo, Banca d'Italia e Consob appaia incentrato sulla specialità reciproca, con una prevalenza ordinamentale della regolamentazione di settore e una mera complementarità del Golden Power⁵⁸, il timore di una sovrapposizione scomposta sussiste. Banca d'Italia e Consob – la cui vigilanza è volta a prevenire i c.d. fallimenti del mercato e a evitare il verificarsi di esternalità negative, garantendo la parità informativa tra i soggetti che operano sui mercati e la correttezza dei comportamenti degli operatori⁵⁹ – possono intervenire in presenza di significativi cambiamenti dell'azionariato o comunque dei soggetti che esercitano un'influenza rilevante sulle società che gestiscono le infrastrutture di mercato, così come nei casi in cui venga modificato l'organo di gestione, la struttura organizzativa interna o la stessa capacità di resilienza dell'infrastruttura.

Il Governo, invece, nell'esercizio del Golden Power, come esposto in precedenza, può

⁵⁵ Secondo quanto indicato nella sentenza della Sezione IV del C. Stato, n. 289 del 9 gennaio 2023, "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; come tale, e proprio 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: in tale specifica ottica, esula qualunque addebito di indeterminatezza e genericità.

⁵⁶ Cfr. Comunicato stampa UniCredit, 22 luglio 2025

⁵⁷ Le infrastrutture finanziarie sono, infatti, fortemente regolate e il loro quadro normativo e di vigilanza appare già orientato a servire gli obiettivi propri della disciplina del Golden Power.

⁵⁸ Cfr. 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*, n. 20, febbraio 2019, p. 67.

⁵⁹ P.SFAMENI, A.GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013, p. 27.

“bloccare” o “condizionare” le operazioni di acquisizione che possano essere ritenute critiche per i loro risvolti politico-strategici, al fine di evitare che in Italia possa realizzarsi un grave pregiudizio agli “interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti”⁶⁰ oltre che, più in generale, “alla sicurezza e all’ordine pubblico del Paese”⁶¹.

Proprio perché le finalità, i presupposti applicativi, le autorità e i poteri sono diversi possono verificarsi casi di sovrapposizione o mancato coordinamento. Si pensi, a titolo di esempio, a un’acquisizione di una partecipazione in società che gestisce un’infrastruttura di mercato che non contrasti con la regolamentazione micro e macro prudenziale del settore finanziario ma che ponga, invece, problemi per la sicurezza nazionale o per l’ordine pubblico; o ancora a un’acquisizione di una società che gestisce un mercato regolamentato o un MTF che, dopo aver superato il vaglio delle autorità di vigilanza, decida di cessare l’attività di impresa, di trasferirla all’estero, di ridurre notevolmente gli investimenti o di utilizzare i dati sensibili raccolti per finalità contrastanti con l’interesse del paese⁶².

Sovrapposizioni si potrebbero avere anche tra il potere riconosciuto alla Consob dalla normativa “antiscorriere”⁶³ e il Golden Power⁶⁴, ove le azioni di società che gestiscono un mercato regolamentato italiano siano a loro volta quotate, come accade in diversi sistemi europei.

In tali casi – fermo restando che il Governo, ai sensi dell’art. 4 del DPR n. 85/2014, sarà tenuto a esercitare il Golden Power “nella misura in cui la tutela degli interessi essen-

60 Art. 2, comma 3, D.L. 21/2012. Sulla evoluzione della disciplina italiana cfr. A. SACCO GINEVRI, *L’espansione dei golden powers*, cit., p.155 ss.; F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell’intervento dello Stato nell’economia*, in *Studi sull’integrazione europea*, Milano, 2014, p.37 ss.

61 Art. 2, comma 7, lett. b-bis D.L. 21/2012.

62 S..ALVARO, M. LAMANDINI, A.POLICE, I. TAROLA, *La nuova via della seta*, cit., p.61.

63 La “norma antiscorriere”, contenuta nell’art. 13 della legge 172 del 2017, ha introdotto, nel testo dell’art. 120, TUF, un nuovo comma 4, mediante il quale si è voluto imporre agli acquirenti partecipazioni rilevanti nel capitale di società quotate aventi l’Italia come Stato membro d’origine (ossia partecipazioni pari o superiori alle soglie del 10%, 20% e 25%) l’obbligo di comunicare alla società partecipata, alla Consob e al mercato gli obiettivi perseguiti nei sei mesi successivi all’acquisizione, e, in particolare, l’eventuale intenzione di acquistare il controllo dell’emittente o comunque esercitare un’influenza sulla gestione della società. L’omissione della comunicazione è sanzionata con l’inibizione del diritto di voto inerente alle azioni acquistate e, nell’ipotesi di inosservanza di quest’ultimo divieto, con l’impugnabilità da parte della Consob della delibera o del diverso atto adottato con il contributo determinante delle predette azioni.

64 Il contrasto vi sarebbe con il potere riconosciuto al Governo dalla legge sul *golden power* che prevede la valutazione circa “l’idoneità dell’assetto risultante dall’atto giuridico o dall’operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell’acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell’acquirente a garantire: 1) la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti; 2) il mantenimento, la sicurezza e l’operatività delle reti e degli impianti” (art. 2 comma 7, lett. b, del D.L. . 21/2012).

ziali dello Stato [...] non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore”- sarebbe auspicabile l’instaurarsi di una forma di collaborazione stabile tra Governo e Consob (e Banca d’Italia); ciò sia nell’interesse delle imprese, che potrebbero fare affidamento su un’unica visione d’insieme e su un’univoca soluzione dei problemi, sia nell’interesse delle stesse autorità nazionali, che potrebbero scambiarsi utili informazioni per acquisire elementi di valutazione ai fini delle rispettive istruttorie, sia, infine, per rendere l’intervento complessivamente proporzionato rispetto all’operazione economica posta in essere dalle imprese⁶⁵.

Il provvedimento dettato nei confronti di UniCredit impone di contro una riflessione in tema di sovrapposizione diretta tra la politica industriale di uno Stato membro e la vigilanza prudenziale della BCE, autorità sovranazionale con mandato esclusivo.

La BCE e la Banca d’Italia sono le autorità competenti a svolgere funzioni di vigilanza ai sensi della normativa dell’UE in materia di requisiti patrimoniali. Poiché UniCredit è un ente significativo, le funzioni di vigilanza sono svolte direttamente dalla BCE, con il sostegno della Banca d’Italia per tutte le attività che devono essere svolte a livello locale⁶⁶.

La BCE è sia l’unica autorità ai sensi del diritto dell’Unione con il potere di imporre requisiti prudenziali a UniCredit, e all’entità risultante dopo il completamento dell’Ops su BPM, sia competente a verificare che un’eventuale fusione tra la BPM e UniCredit non comporti una situazione che possa compromettere o mettere a serio rischio lo svolgimento dell’attività di tali enti creditizi, ivi comprese le loro attività di prestito⁶⁷.

65 Cfr. S.ALVARO, M.LAMANDINI, A.POLICE, I.TAROLA, *op.loc.ultt.citt.*. Cfr. T.A.R.Lazio, Unicredit, in cui si sottolinea che gli artt. 4 e 6 del Regolamento n. 452 del 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 quale espressione del principio generale di proporzionalità (cfr. C. Giust. UE, C- 423/98).

66 Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, e Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (CRD). La CRD impone agli Stati membri di garantire che le autorità competenti cooperino con fiducia e nel pieno rispetto reciproco nel garantire il flusso di informazioni adeguate e affidabili tra loro e le altre parti del Sistema europeo di vigilanza finanziaria, conformemente al principio di leale cooperazione di cui all’articolo 4, paragrafo 3, del trattato sull’Unione europea.

67 Poiché UniCredit opera in Russia in un complesso contesto fattuale e normativo caratterizzato, da un lato, dall’esistenza di una serie di misure restrittive adottate dall’Unione europea e da Stati terzi; e, dall’altro, dall’imprevedibile evoluzione del quadro normativo che impone restrizioni alle attività delle società controllate russe degli enti creditizi con sede al di fuori della Russia, la BCE ha instaurato interlocuzioni con UniCredit in merito alla valutazione del profilo di rischio ed al suo impatto sulla stabilità del gruppo. In particolare è stato rilevato l’aumento significativo di rischi operativi, reputazionali, sanzionatori e finanziari, tali da potenzialmente superare i benefici per il gruppo derivanti dal proseguimento dell’attività in Russia; ed è stata evidenziata l’urgenza di attuare misure incisive al fine di ridurre tali rischi, ivi compresa la possibilità per UniCredit di valutare la completa cessione delle società controllate russe.

Nel maggio 2023 UniCredit aveva già inviato alla BCE un piano per la riduzione delle proprie attività in Russia che però era stato ritenuto contenere misure correttive insufficienti. In seguito a ciò è stato, pertanto, dato avvio al procedimento definitosi con decisione del 22 aprile 2024, con la quale la BCE ha imposto ai sensi dell'art. 4, paragrafo 1, lettera f), e dell'art. 16, paragrafo 1, lettera c), e paragrafo 2, lettere e) e f), del regolamento n. 1024/2013, cinque requisiti, relativi: (i) alle restrizioni sui prestiti; (ii) alle restrizioni sui depositi; (iii) alle restrizioni sul collocamento di fondi; (iv) alle restrizioni sui pagamenti; (v) al piano di attuazione⁶⁸.

Nella valutazione preliminare inviata all'Italia dalla Commissione Ue ⁶⁹ emerge che le Prescrizioni imposte ad Unicredit sono suscettibili di interferire con le norme prudenziali dell'Unione nella misura in cui limitano la capacità di UniCredit di svolgere la propria attività e di adottare le scelte commerciali più appropriate per quanto riguarda le politiche creditizie e la gestione della liquidità.

La Commissione si sofferma con fermezza sul punto e evidenzia che, nella misura in cui le varie Prescrizioni stabilite nei confronti di Unicredit sono giustificate sulla base di considerazioni relative ai rischi relativi alla condotta dell'ente creditizio, compresa qualsiasi considerazione in merito ai rischi relativi alla futura continuità delle attività di prestito, il Decreto incide sulla competenza esclusiva della BCE in quanto autorità di vigilanza prudenziale e si pone pertanto in violazione dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, come attuato nell'SSMR.

Viene osservato in via preliminare che requisiti di natura prudenziale possono essere adottati solo se necessari per assicurare una gestione sana e prudente dei rischi, conformemente alle condizioni stabilite nel quadro di vigilanza prudenziale. In particolare, "conformemente al principio di proporzionalità, le misure che limitano gravemente la libertà d'impresa degli enti creditizi richiedono solide giustificazioni prudenziali e possono essere adottate solo in assenza di altre misure meno restrittive".

A tale riguardo, stando alla valutazione preliminare rivolta all'Italia il Decreto è considerato non conforme rispetto al quadro di vigilanza prudenziale dell'Unione poiché non dimostra che le condizioni potenzialmente idonee a giustificare tali rigorosi

⁶⁸ La decisione è stata impugnata dalla ricorrente innanzi al Tribunale dell'Unione europea (causa T 324/24 R), il quale, con ordinanza del 22 dicembre 2024, ha respinto la domanda di provvedimenti provvisori.

⁶⁹ Valutazione preliminare del 14 luglio 2025 a norma dell'art. 21, paragrafo 4, del regolamento CE n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21 dell'accordo SEE, C(2025) 4624 final.

requisiti prudenziali siano soddisfatte⁷⁰.

La presenza di un quadro di vigilanza unico a livello europeo riduce lo spazio per l'uso del Golden Power, confinando la sua legittimità a situazioni eccezionali che minacciano la sicurezza nazionale: dal punto di vista nazionale, è auspicabile un'ulteriore precisazione e tipizzazione dei presupposti limitando qualsivoglia profilo di ambiguità e rafforzando la certezza del quadro normativo. Dal punto di vista europeo, è fondamentale che vengano stabiliti meccanismi formali di coordinamento e consultazione tra i governi nazionali e le autorità di vigilanza come la BCE e la Commissione, per garantire che gli interventi di politica industriale non minino gli obiettivi di stabilità finanziaria e di libero mercato⁷¹.

La tentazione di usare la clausola della tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico per limitare in modo eccessivo e strumentale la libertà di investimento e impresa va respinta.

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 investitori⁷², che, in un contesto geopolitico di incertezza ed insicurezza, prediligeranno le economie caratterizzate da un sistema di *governance* e applicazione del diritto stabile e prevedibile.

L'attualità rimanda, e induce a ripensare, alle soluzioni adottate in passato e restituisce a regolatori e autorità di vigilanza (dei mercati finanziari e non solo) una realtà profondamente cambiata e destinata a subire ulteriori evoluzioni.

70 Stando alle osservazioni della Commissione, l'Italia non solo non avrebbe dovuto adottare la Prescrizione su Prestiti e Depositi in quanto tale misura prudenziale rientra nell'ambito di competenza della BCE ma avrebbe dovuto informare preventivamente la BCE in merito all'adozione di eventuali prescrizioni che avrebbero potuto avere un impatto sulla competenza esclusiva della BCE di imporre misure prudenziali alle banche di importanza sistemica nella zona euro. Omettendo di farlo, il nostro Paese ha presumibilmente violato anche l'obbligo di leale cooperazione di cui all'art. 6 della direttiva sui diritti dei consumatori.

71 Cfr. M. PIGNATTI, *Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti "greenfield": il ruolo della vigilanza*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2024, p. 295.

72 Oltre a ciò, l'abuso dei meccanismi di "screening" potrebbe trasformarsi in uno strumento per la protezione dell'economia nazionale, con gravi conseguenze sui flussi internazionali di investimenti; molto spesso, infatti, il confine tra autentica protezione degli interessi di sicurezza, da una parte, e un protezionismo mascherato, dall'altra, è molto labile. In ragione di ciò, appare fondamentale, ora ancor più che in precedenza, trovare un equilibrio tra la protezione degli investimenti privati e il diritto sovrano di ciascuno Stato di salvaguardare obiettivi pubblici di interesse generale, quali la tutela della salute e degli interessi strategici nazionali. In tal senso, Cfr. M.R. MAURO, *L'effetto del Covid-19 sull'accesso degli investimenti stranieri: le recenti modifiche introdotte nel regime di "Golden Power"* in P. ACCONCI, E. BARONCINI, *Gli effetti dell'emergenza Covid-19 su commercio, investimenti e occupazione. Una prospettiva italiana*, cit., p. 215 e ss.; L. VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Mercato, concorrenza, Regole*, I, 2020, p. 119 ss.

L'obiettivo dovrebbe essere dunque quello di preservare la funzione essenziale del Golden Power – proteggere asset strategici e interessi nazionali – senza snaturarlo in un meccanismo protezionistico opaco e in grado di mettere in fuga gli investitori.

Golden Power, mercati finanziari e Unione dei mercati dei capitali (CMU)*

ANDREA SACCO GINEVRI

Professore Ordinario di Diritto dell'Economia
Università degli studi Roma Tre

LUIGI SCIPIONE

Professore Aggregato di Diritto Bancario
Università di Napoli Federico II

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La disciplina dei poteri speciali tra tutela dell'interesse nazionale e attrattività dei capitali. – 3. Frammentazione normativa vs. integrazione europea. – 4. Impiego selettivo del *golden power* e orientamento della politica industriale. – 5. Verso una lettura multilivello della sovranità economica.

1. Premessa.

Le recenti vicende acquisitive che hanno interessato alcune fra le più importanti società quotate italiane – in particolare bancarie – suggeriscono un rinnovato interesse per una riflessione sul rapporto fra regole del mercato finanziario e disciplina del *golden power*.

La necessità di analizzare, nello specifico, tale controversa relazione è ancor più avvertita se si presta attenzione al fatto che molte delle situazioni in questione hanno riguardato operazioni limitate alla partecipazione di soggetti italiani.

In altra sede si è avuto modo di osservare – con predizioni poi confermate dalla prassi successiva – che le restrizioni imposte dalla regolazione finanziaria alle misure difensive adottabili da società quotate sotto scalata avrebbero potuto trovare bilanciamento

* Pur essendo frutto di una elaborazione comune, il paragrafo 1 deve essere attribuito ad Andrea Sacco Ginevri mentre i restanti paragrafi a Luigi Scipione.

in un'estensione applicativa dei poteri speciali dello Stato in siffatti contesti ⁰¹.

E ciò ferma restando la convinzione che occorre *"posizionare le istituzioni finanziarie al centro della progettualità, pubblica e privata, che dovrà supportare la crescita, le infrastrutture, la ricerca e l'innovazione"* ⁰².

L'occasione di un riequilibrio fra le istanze sottese alle esigenze di trasparenza, prevedibilità e fungibilità – tipiche delle regole del mercato finanziario – e quelle di adeguata protezione degli interessi vitali dello Stato (proprie del *golden power*) potrebbe trovare collocazione del processo di ammodernamento della disciplina nazionale in materia finanziaria e, più in generale, dall'auspicata progressione del processo di integrazione dei mercati di capitali europei.

Ecco, le presenti pagine si propongono di enucleare le questioni che offrono maggiori occasioni di tensione fra le norme qui in discorso, con il proposito di declinare un possibile percorso di graduale interazione e reciproco adattamento evolutivo.

Più in particolare, in tale contesto si innesta la delega recata dall'art. 19 della l. n. 21/2024 – come modificata e integrata dalla l. n. 28/2025 – a procedere con la riforma della disciplina italiana in materia di mercati finanziari, imperniata su obiettivi di sostegno alla crescita del Paese, favorendo l'accesso delle imprese al capitale di rischio, con particolare riferimento ai mercati regolamentati, e rendendole maggiormente attrattive per gli investitori internazionali.

E ciò assicurando la trasparenza del mercato unitamente alla semplificazione e razionalizzazione delle regole applicabili agli emittenti, anche attraverso la riduzione degli obblighi e oneri previsti a legislazione vigente, *"per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative e per eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo altresì a correggere eventuali disfunzioni riscontrate"* (così la lettera l) del comma 2 dell'art. 19, L. n. 21/2024) ⁰³.

In quest'ottica è auspicabile una rinnovata dialettica fra libertà dei Trattati in materia di stabilimento e movimento di capitali, da un lato, e protezione degli interessi pubblici essenziali tramite FDI domestici, dall'altro lato, che sappia coniugare le esigenze sottese ai due complessi normativi in discorso in maniera il più possibile uniforme e prevedibile.

⁰¹ Sia consentito il rinvio a A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 282 ss..

⁰² Così A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Riv. reg. merca.*, 2021, spec. 68.

⁰³ Si v. P. VALENSISE, *Osservazioni su possibili ambiti di riforma della disciplina degli emittenti*, in *Aa.Vv. Principi di riforma del Testo Unico della Finanza* a cura di A. Sacco Ginevri, in corso di pubblicazione. Sulla delega si v. anche P. MARCHETTI, *Sub art. 19 Legge Capitali*, in *Aa.Vv., Commentario alla Legge Capitali* a cura di P. Marchetti e M. Ventoruzzo, Pisa, 2024, 151 ss..

2. La disciplina dei poteri speciali tra tutela dell'interesse nazionale e attrattività dei capitali

Il *golden power* si colloca in un contesto caratterizzato da crescente complessità, in cui si intrecciano tutela degli interessi strategici nazionali, dinamiche dei mercati finanziari globali e processi di integrazione europea. La sua funzione è duplice: proteggere asset vitali della sicurezza economica da acquisizioni predatorie e garantire agli Stati margini di discrezionalità per affrontare vulnerabilità in settori chiave come energia, telecomunicazioni e finanza⁰⁴.

La disciplina dei poteri speciali offre una lente privilegiata per analizzare le tensioni intrinseche all'integrazione europea.

Da un lato, l'Unione promuove la costruzione di un mercato dei capitali integrato, competitivo ed efficiente, in grado di allocare risorse verso innovazione e crescita sostenibile, rafforzando la resilienza finanziaria e favorendo l'interconnessione tra i mercati. Dall'altro, il ricorso al *golden power* da parte degli Stati membri riafferma la centralità della sovranità economica, che emerge con particolare intensità in momenti di crisi sistemica, come evidenziato dagli *shock* globali legati alla pandemia o ai conflitti geo-

⁰⁴ Cfr. M. MANNA, *I Golden powers, dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Riv. dir. risp.*, 3, 2022, p. 4 ss.; A. LALLI, *Effetti istituzionali e strutturali dell'espansione dei golden powers*, in *Riv. dir. cost.*, 2022, p. 77 ss.; F. Prenestini, *Golden power: una tela di Penelope*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 667 ss.; P. MACCARRONE, *Poteri speciali e settori strategici: brevi note sulle recenti novità normative*, in *Osservatorio AIC*, 2, 2020, p. 121 ss.; A. FERRARI ZUMBINI, *Principi dell'Unione Europea in materia di golden power. Opportunità e limiti*, in G. DELLA CANANEA, L. FIORENTINO (a cura di), *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, Napoli, 2020, p. 21; A. SANDULLI, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al "golden power"*, in *Dir. pubbl.*, 1, 2020, p. 405 ss.

politici⁰⁵.

Il diritto europeo definisce una cornice che consente interventi sugli investimenti diretti esteri, pur lasciando ampi spazi di discrezionalità agli Stati membri⁰⁶.

Il Regolamento 2019/452 ha introdotto un meccanismo di *screening* basato su coordinamento e scambio di informazioni, segnando un passo verso una cornice sovranazionale senza però intaccare la centralità delle competenze nazionali.

Al tempo stesso, la giurisprudenza ha ammesso che la protezione di interessi pubblici fondamentali – sicurezza, difesa, continuità dei servizi essenziali – può giustificare deroghe alle libertà di stabilimento e di circolazione, purché idonee, necessarie e proporzionate.

La funzione del diritto dell'Unione non è dunque escludere l'intervento statale, ma impedire che esso diventi un mezzo di protezionismo occulto, salvaguardando così l'equi-

05 Cfr., in particolare e tra i numerosi studi in materia, A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 282 ss.; A. SANDULLI, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al goldenpower*, in *Dir. pubbl.*, 2020, p. 405 ss.; L. VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Merc. conc. reg.*, 1, 2020, p. 119 ss.; E. RIMINI, M. RESCIGNO, *"Golden power" e coronavirus: regole per l'emergenza o per il futuro*, in *An. giur. eco.*, 2, 2020, p. 517 ss.; 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 Investments Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2019, p. 115 ss.; S. MELE, *Il perimetro di sicurezza nazionale cibernetica e il nuovo "golden power". Dalla compliance delle aziende e della pubblica amministrazione alla sicurezza nazionale*, in G. CASSANO, S. PREVITI (a cura di), *Il diritto di Internet nell'era digitale*, Milano, 2020, p. 185 ss.; V. MACCARONE, *I poteri speciali dopo il decreto legge "liquidità": un'analisi e alcune note in prospettiva*, in *Osservatorio costituzionale*, 1, 2021, p. 137 ss.; F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contr. impr.*, 1, 2022, p. 202 ss.; 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. int.*, 2021, p. 1057 ss.; A. ILACQUA, *L'ascesa dei golden powers. Dallo Stato imprenditore allo Stato protettore*, in *Dir. econ.*, 1, 2023, p. 429 ss.; M.R. MAURO, *L'effetto del Covid-19 sull'accesso degli investimenti stranieri: le recenti modifiche introdotte nel regime di "golden power"*, in P. ACCONCI, E. BARONCINI (a cura di), *Gli effetti dell'emergenza Covid su commercio, investimenti e occupazione, una prospettiva italiana*, Bologna, 2020, p. 193 ss.

06 Per tutti, cfr. G. ROJAS ELGUETA, *Il rapporto fra discipline nazionali in materia di 'Foreign direct investment screening' e diritto internazionale degli investimenti*, in *Dir. comm. inter.*, 3, 2020, p. 325 ss.; G. SCARCHILLO, A. IMPERIA, *Golden powers: una terza via per l'intervento pubblico in mercati internazionali strategici*, in *Dir. comm. int.*, 3, 2023, p. 591 ss.; R. GAROFOLI, *Golden Power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Federalismi.it*, 2019, p. 4 ss.; G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Riv. reg. merc.*, 1, 2019, p. 2 ss.; R. MAGLIANO, *Gli orientamenti della Commissione europea sul controllo degli investimenti esteri diretti e i golden powers rafforzati in tempo di pandemia*, in *Dirittobancario.it*, 7 luglio 2020, p. 1 ss.; J. SPOROLETTI, *Il golden power, tra compatibilità europea e prospettive di riforma*, in *Nomos*, 3, 2023, p. 17 ss.; S. SANTAMARIA, *Il controllo degli investimenti esteri diretti tra la protezione degli assets strategici e la tutela degli investitori. Questioni di compatibilità*, in *Federalismi.it*, 6, 2023, p. 196 ss.

librio tra tutela degli interessi strategici e apertura dei mercati.

L'evoluzione del contesto internazionale, caratterizzata da maggiore mobilità dei capitali, dal ruolo crescente di attori statali e para-statali e dall'intensificarsi delle dinamiche geopolitiche, ha reso imprescindibile l'adozione di strumenti di controllo sulle acquisizioni strategiche.

Ne è derivato un impiego del *golden power* in maniera estesa e proteiforme, tale da entrare in tensione con la logica del mercato unico, fondato sull'apertura concorrenziale e sulla non discriminazione. Se utilizzato in modo sistematico e generalizzato, invece che mirato e proporzionato, tale strumento può generare effetti dissuasivi, alimentare incertezza regolatoria e innalzare i costi del capitale, scoraggiando investitori tanto extra quanto intra-UE.

3. Frammentazione normativa vs. integrazione europea

La frammentazione normativa costituisce una contraddizione strutturale rispetto agli obiettivi dichiarati dell'Unione: rafforzare l'attrattività e la stabilità dei mercati finanziari, garantendo al contempo trasparenza, prevedibilità e sicurezza per gli investitori.

Un'analisi comparata dei principali ordinamenti dell'Eurozona – Germania, Francia, Italia e Spagna – mette in luce come negli ultimi anni gli Stati membri abbiano rafforzato i propri regimi di *screening* sugli investimenti esteri diretti, estendendone sia l'ambito soggettivo sia quello oggettivo. Tuttavia, le modalità di intervento differiscono significativamente fra loro: dalla centralizzazione decisionale del modello francese alla cooperazione interministeriale tedesca, fino ai sistemi più ibridi adottati in Italia e Spagna.

Vicende come i casi spagnolo (OPA BBVA su Banco de Sabadell), tedesco (ipotesi UniCredit-Commerzbank) e l'ultima stagione delle concentrazioni bancarie in Italia, mettono in luce l'ambivalenza dell'integrazione europea: l'intervento pubblico, pur ancorato a parametri giuridici, assume significati diversi a seconda del contesto istituzionale e degli obiettivi perseguiti.

Tale prassi si confronta costantemente con i principi di libera circolazione dei capitali e con il sistema di *screening* europeo, che richiedono criteri di proporzionalità, necessità e non discriminazione, ma che vengono interpretati in maniera flessibile, soprattutto quando lo Stato intende orientare l'evoluzione della propria architettura finanziaria.

Alla luce di queste considerazioni, il quadro giuridico attuale appare in grado di garantire un equilibrio tra tutela del mercato e protezione degli interessi nazionali, ma a prezzo di una evidente eterogeneità.

L'esperienza comparata suggerisce che senza un livello più incisivo di armonizzazione unionale – ad esempio mediante l'adozione di *standard* minimi comuni di valutazione e di coordinamento decisionale – la disciplina degli IDE rischia di diventare un fattore di indebolimento piuttosto che di rafforzamento della competitività e dell'autonomia

strategica dell'Unione europea⁰⁷.

4. Impiego selettivo del *golden power* e orientamento della politica industriale

Le recenti esperienze nel settore creditizio non devono essere considerate in maniera isolata, ma come segnali rivelatori di questioni più profonde e strutturali, incluso il rapporto tra politica industriale nazionale e dinamiche di mercato e, più nello specifico, tra obiettivi di tutela dell'interesse nazionale e quadro regolatorio sovranazionale.

Ciò non significa, tuttavia, negare la legittimità del ricorso ai poteri speciali, che possono rivelarsi strumenti indispensabili per garantire stabilità finanziaria, sicurezza strategica e protezione di asset ritenuti vitali. Il punto nevralgico non risiede nell'esistenza del *golden power*, ma nelle modalità del suo esercizio. Un utilizzo orientato a finalità contingenti rischia infatti di trasformare lo strumento in un veicolo di opportunismo regolatorio, minando la credibilità delle istituzioni e generando fenomeni di *regulatory chilling*, cioè una ritrosia sistematica degli operatori a intraprendere investimenti rilevanti.

Il risultato potrebbe tradursi in un equilibrio instabile, segnato da un uso proteiforme dei poteri speciali, con il rischio di una "sovranità economica residuale".

L'Unione mira a un mercato dei capitali integrato ed efficiente, mentre gli Stati riaffermano la propria sovranità economica, soprattutto nei momenti di crisi. Il *golden power*, dunque, riflette una tensione strutturale tra apertura dei mercati e protezione strategica, tra necessità di regole comuni e margini di discrezionalità nazionale.

Pur operando in un contesto altamente normato, i poteri speciali conservano una matrice politico-decisionale, conferendo agli Stati un margine discrezionale che integra la regolazione tecnica con valutazioni strategiche sugli interessi nazionali, collocando la decisione finale nella sfera del comando piuttosto che della mera amministrazione.

Quando, ad esempio, il *golden power* colpisce istituzioni finanziarie, esso si intreccia con strumenti sovranazionali come il controllo delle concentrazioni, la vigilanza pru-

⁰⁷ Cfr. B. RUSSO, *La tutela dell'integrità dei mercati e ruolo proattivo dello Stato nell'evoluzione della disciplina golden power*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl al n. 1/2024, p. 64 ss.; G. DIBATTISTA, *La geometria (imprevedibilmente) variabile del "golden power"*, in *Soc.*, 6, 2024, p. 657 ss.; G. SCARCHILLO, A. IMPERIA, *Golden powers: una terza via per l'intervento pubblico in mercati internazionali strategici*, in *Dir. comm. int.*, 3, 2023, p. 591 s.; S. BASTIANON, *Golden Power e diritto UE: tutela degli interessi nazionali e vincoli sovranazionali*, in *Riv. dir. pubbl. eur.*, 2023; P. PILUSO, *L'età (post-)globale, il nuovo "capitalismo politico" e la disciplina del golden power. Profili di dottrina dello Stato e di diritto costituzionale*, in *Federalismi.it*, 17, 2023, p. 232 ss.; G. TESAURO, *Concorrenza e Golden Power: confini e conflitti*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 534 ss.; F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contr. impr.*, 2022, p. 202 ss.; M. BENVENUTI, *La spada e lo scudo. Prime note sulle nuove forme di intervento diretto dello Stato nell'economia con finalità di politica industriale*, in *Dir. cost.*, 2021, p. 35 ss.; R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, p. 706 ss.; L. ARDIZZONE, M.L. Vitali, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 922 ss.; A. ARESU, *Dalla golden share al golden power: la dimensione strategica*, in *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, cit., p. 63 ss.

denziale e i meccanismi di risoluzione bancaria.

Condizioni imposte su *governance*, allocazione degli *asset* o strategie di espansione possono generare incoerenze con decisioni europee, aumentando il rischio di contenzioso. L'assenza di protocolli di coordinamento formali tra autorità nazionali ed europee accentua questa vulnerabilità, compromettendo coerenza interna e attrattività della CMU.

La questione, quindi, trascende il puro profilo giuridico e assume una dimensione politica e istituzionale, riguardando la ridefinizione della sovranità nell'era della *governance* condivisa e la capacità degli ordinamenti nazionali di agire strategicamente in un ecosistema multilivello⁰⁸.

5. Verso una lettura multilivello della sovranità economica

Sul piano prospettico, il rapporto tra poteri speciali nazionali e CMU va considerato all'interno di un più ampio processo di ridefinizione della *governance* economica europea, sempre più attenta al tema della sovranità economica. Si è concordi ormai sul fatto che l'esercizio del *golden power* non possa più essere confinato a un contesto puramente nazionale. L'elevata integrazione dei mercati finanziari europei richiede una lettura evoluta del potere statale, in cui le prerogative nazionali devono confrontarsi tener conto dei vincoli derivanti dal diritto dell'Unione.

La coesistenza tra protezione strategica nazionale e architetture di sorveglianza richiede un bilanciamento delicato, affinché l'esercizio della potestà statale non comprometta la vigilanza prudenziale, la concorrenza, la libertà di circolazione dei capitali e la disciplina dei mercati finanziari.

A differenza di tali apparati tecnici, il *golden power* mantiene una natura politico-decisionale, offrendo agli Stati un margine di discrezionalità che consente di integrare la regolazione tecnica con una valutazione strategica degli interessi nazionali.

Questa dinamica implica una duplice convergenza: il paradigma della regolazione multilivello, funzionale all'armonizzazione normativa in un contesto di interdipendenze finanziarie globali, e la riaffermazione della sovranità statale come risposta alle vulnerabilità generate da tali interdipendenze.

La domanda centrale non è se *golden power* e CMU siano incompatibili, ma se possano coesistere in un assetto che garantisca criteri comuni, trasparenza e proporzionalità, evitando che la frammentazione nazionale ostacoli l'integrazione finanziaria.

In altre parole, il nodo non è la mera legittimità giuridica del *golden power*, ma la sua funzione politica: esso può operare come strumento di difesa contingente e protezionistica, oppure come meccanismo armonizzato che, lungi dal minacciare la CMU, ne

⁰⁸ In tal senso v. A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e funzionamento delle imprese strategiche, in Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit., p. 153 ss.

rafforza la legittimità, offrendo garanzie di sicurezza condivise a cittadini e mercati.

La sfida dell'Unione consiste nel trasformare un potenziale fattore di conflitto in elemento di coerenza sistemica, dove apertura dei mercati e protezione strategica possano coesistere senza contraddizioni.

Il Golden power fra globalizzazione e deglobalizzazione, negli orientamenti della Commissione e nella giurisprudenza del Consiglio di Stato e dei giudici amministrativi

GIANCARLO MONTEDORO

Presidente di Sezione
Consiglio di Stato

SOMMARIO: 1. Generalia. – 2. Deglobalizzazione e golden power fra UE e Stati nazionali. – 3. Il ruolo dei giudici nazionali ed il controllo di proporzionalità su atti di alta amministrazione.

1. Generalia

Ci sono conflitti in corso per l'egemonia economica che sono conflitti di tipo para-bellico.

Gli Stati Uniti sono una potenza declinante, il liberismo ha dato quel che poteva dare ed ha prodotto squilibri sociali senza crescita in Occidente, le democrazie sembrano ridotte e mere procedure elettorali, sempre più forte è il ruolo degli Esecutivi nazionali in questo gioco.

La grossa partita sugli investimenti esteri, sulle capacità di attrarli, mette sempre più in evidenza il ruolo dei Tribunali arbitrali internazionali che nascono nell'ambito degli accordi di libero commercio (su modelli che, originariamente, servivano ai Paesi occidentali per proteggere i propri investimenti nelle ex colonie dai processi di nazionalizzazione delle imprese molto frequenti nell'età della decolonizzazione) mentre, d'altra parte, gli Stati cercano di costruire – è il caso di dire – un "armamentario" giuridico, in grado di proteggere gli assets strategici nazionali dall'invasione dei poteri economici stranieri.

Resta da vedere e valutare se la geo-economica (una disciplina destinata ad affiancare a geo-politica) sia una scienza che descriverà un nuovo effettivo campo di battaglia, anche cruento, fra gli Stati che competono nel nuovo disordine mondiale (su cui aveva-

mo attirato l'attenzione già nel nostro G. Montedoro *Il Diritto pubblico fra ordine e caos*, Bari, 2018) o se non sia invece, in una visione più ottimistica di stampo neo-liberale, un buon placebo somministrato per evitare la guerra vera di cui molteplici avvisaglie sono alle porte; placebo magari che, nonostante tutto, si possa ritenere in un certo qual modo efficace.

Probabilmente entrambe le cose sono vere.

E sia detto con chiarezza, speriamo che il rimedio ipotizzato (il c.d. golden power) sia, per quanto assimilabile ad un placebo a fronte della gravità della malattia da cui è affetto il capitalismo deregolato, una ricetta comunque efficace e non faccia la fine delle cure multiterapiche e dei vari metodi stamina.

Speriamo che la cura non si riveli inefficace perché interviene a valle e non a monte del problema che si vuole affrontare; sugli effetti e non sulle cause.

Il diritto – nell'età del ritorno della forza – è comunque lo strumento di una nuova conflittualità strategica.

Le leggi sono strumenti di guerra.

Non è una cosa nuova.

Nel diritto interno, di fronte alla criminalità organizzata, si usa spesso il diritto della prevenzione.

Nel diritto dell'economia, of course, il legislatore interno non gode della stessa libertà di decisione che caratterizza gli interventi nel diritto penale e sanzionatorio, ne deriva la necessità di seguire, dipanandolo, il filo del diritto unionale, la storia del suo cambio di "paradigma" dalla golden share al golden power (su cui F. Bassan Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia in *Studi integrazione europea*, 2014, 57).

La questione in un certo qual modo "sovranista" era: quali sono i limiti di intervento degli Stati nell'economia nazionale?

L'azione speciale dello Stato (golden share) contrastava con il principio unionale di equivalenza della proprietà fra pubblico e privato, principio che guida l'azione dell'Ue sul mercato specie in tema di aiuti di Stato (dai casi Alfa Romeo e Lanerossi) insieme al correlato principio che assimila l'azione dello Stato a quella dell'investitore privato e non ammette alcuna preferenza per la proprietà pubblica.

Naturalmente ci sarebbe molto da dire circa tale concezione della proprietà pubblica che – su altri piani – ha svuotato anche il demanio (e si rimanda in questo senso alle considerazioni critiche largamente condivisibili e coraggiose di P. Maddalena in *La rivoluzione costituzionale. Alla riconquista della proprietà pubblica*, Reggio Emilia, 2020) ma stiamo al tema dell'impresa.

Con la riforma del 2012 (d.l. n. 21 del 2012 conv, in l. 56 del 2012) lo Stato si è dotato di uno strumento nuovo dopo che il Governo italiano e la Commissione europea hanno concordato sul contenuto dell'intervento normativo.

In sintesi: il pubblico sia trattato come il privato nelle dinamiche di mercato, ma sia consentito allo Stato di intervenire a tutela di pubblici interessi, al verificarsi di determinate condizioni.

Ciò comportava una preferenza per lo strumento pubblicistico (poteri speciali di tipo conformativo) in luogo dello strumento privatistico (azioni possedute dallo Stato).

L'oggetto della tutela è l'interesse nazionale.

Si tratta di stabilire "garanzie minime" in settori economici che lo Stato considera essenziali.

Si tratta quindi non di un ritorno dello Stato, come si tende con immagini consolatorie ad affermare, ma di una sua estrema (forse impossibile) difesa nell'epoca in cui la dinamica oggettiva del mercato ha ormai ridotto gli Stati nell'angolo dei poteri speciali (sul tema del funzionamento oggettivo delle dinamiche di mercato S. Foà e G. Montedoro La nuova oggettività, Napoli 2024).

Per effetto dell'estensione ai privati del potere conformativo l'ambito oggettivo di applicazione dell'istituto è più ampio.

Ma sul piano oggettivo ora esistono principi presupposti e condizioni che sono definiti dalla legge.

Inoltre, sul piano delle finalità, non rileva la tutela degli interessi generali di mercato, della concorrenza, né il mero interesse economico tanto che la disciplina può essere riguardata come un'eccezione al diritto antitrust di cui è necessario complemento nell'epoca della geo-economia para-bellica.

Al di fuori dell'istituto dei poteri speciali riprende ad operare, poi, la normale, ordinaria, "regolazione".

In sostanza con la golden share lo Stato conserva la qualità di azionista, resta titolare di un'azione o di un pacchetto di azioni, del valore che può variare fino ad essere nullo, ma significativo del mantenimento nel processo di privatizzazione di imprese pubbliche, nonostante la privatizzazione, di un collegamento formale con la società; nel sistema del golden power l'intervento pubblico prescinde totalmente dalla titolarità di un'azione o di più azioni, non corrisponde ad alcuna partecipazione (né la richiede).

La golden share è da riportare al diritto privato speciale, il golden power è un potere pubblico, completamente nel dominio del diritto amministrativo.

Pertanto alla golden share è dubbio che si applichi la legge n. 241 del 1990 salve le norme sull'uso del diritto privato da parte della pubblica amministrazione, mentre al golden

power si applica la legge sul procedimento amministrativo, l'obbligo di motivazione ed il principio di adeguatezza e completezza dell'istruttoria.

Il controllo giudiziario – teoricamente – sul golden power è molto più penetrante del controllo sulla golden share, come accade tutte le volte che ci si trovi di fronte ad un potere pubblico funzionalizzato e non ad atti di autonomia negoziale da parte della pubblica amministrazione.

Occorre ricordare che il diritto amministrativo è un diritto non dell'autorità ma della funzione, cioè un diritto volto a giuridicizzare il potere, e pertanto ad incrementare e non a diminuire le garanzie dei consociati.

Occorre ricordare che il diritto comunitario (oggi unionale) è piuttosto diffidente con riguardo alla latitudine eccessiva dei poteri discrezionali dello Stato-nazione che possano incidere sulle libertà fondamentali del Trattato (in particolare, nella specie, sulla libertà di circolazione dei capitali e sul diritto di stabilimento delle imprese).

Va citata in proposito la Comunicazione della Commissione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti gli investimenti infra-comunitari (97/C 220/06) con la quale la Commissione ha definito i criteri di compatibilità comunitaria delle discipline nazionali dei poteri speciali.

Come spesso accade con le comunicazioni interpretative la Commissione consolida "l'*acquis communautaire*" in materia di poteri speciali facendo riferimento alla giurisprudenza della Corte di Giustizia UE.

In sintesi l'esercizio di tali poteri deve essere fondato su criteri obiettivi, stabili e resi pubblici, non deve essere discriminatorio, deve essere giustificato da motivi imperiosi di carattere generale, rispettare il principio di proporzionalità nel duplice senso essere idoneo – tale esercizio di poteri speciali – a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo.

Il d.l. n. 21 del 2012 conv. In l. 56 del 2012 si origina dalla decisione adottata dalla Commissione europea il 24/11/2011 di deferire l'Italia alla Corte di Giustizia dell'UE a conclusione della procedura d'infrazione n. 2009/2255 per asserita incompatibilità della disciplina italiana dei poteri speciali (ma legati all'azionariato pubblico come si è detto) attribuiti allo Stato nell'ambito delle società privatizzate nel corso degli anni novanta, con la libertà di stabilimento e la libertà di circolazione dei capitali (articoli 49 e 63 TFUE).

La Commissione ha portato davanti alla CGUE sostanzialmente tutte le normative analoghe degli Stati membri, in quanto contrastanti con le libertà dei Trattati, e la Corte le ha censurate tutte, salvo quella belga: tra i tanti casi vanno ricordati, C-58/99, Commissione vs. Italia, [2000]; C-367/98, Commissione vs. Portogallo, [2002]; C-483/99, Commissione vs. Francia, [2002]; C-503/99, Commissione vs. Belgio, [2002]; C-463/00, Commissione vs. Spagna, [2003]; C-98/01, Commissione vs. Regno Unito, [2003]; C-174/04, Commissione vs. Italia, [2005]; casi riuniti C-282/04 e C-283/04, Commissione vs. Paesi Bassi, [2006]; C-112/05, Commissione vs. Germania, [2007]; C-274/06, Commissione

vs. Spagna, [2008]; C-207/07, Commissione vs. Spagna, [2008]; C-326/07, Commissione vs. Italia, [2009]; C-171/08, Commissione vs. Portogallo, [2010]; C-543/08, Commissione vs. Portogallo, [2010]; C-212/09, Commissione vs. Portogallo, [2011]; C-244/11, Commissione vs. Grecia, [2012]; C-95/12, Commissione vs. Germania, [2013] (l'elenco è in L. Pinotti *Torna il faro dell'UE sui poteri speciali: libertà dei Trattati, l'ombra della golden share e nuovi paradigmi in Osservatorio Golden power* reperibile in <https://www.osservatoriogoldenpower.eu/torna-il-faro-dellue-sui-poteri-speciali-liberta-dei-trattati-lombra-della-golden-share-e-nuovi-paradigmi/>).

Le libertà previste dal Trattato sono fondamentali ed ammettono solo eccezionalmente delle restrizioni.

Le discriminazioni sono vietate, fermo restando che è possibile limitare un investimento infracomunitario solo se proveniente da imprese che, nel loro Stato membro, partecipino dell'esercizio di pubblici poteri.

Rilevanti sono altresì i motivi delle restrizioni che divengono ammissibili per ragioni di ordine pubblico, pubblica sicurezza e sanità pubblica (art. 52 del TFUE).

Tutte le restrizioni devono rispettare il principio di proporzionalità.

Il punto di partenza dell'evoluzione della disciplina fu il d.l. 13 /5/1994 n. 332 conv. con modifiche nella legge n. 474 del 1994.

Tale normativa prevedeva che poteri speciali potessero essere attribuiti al Ministero dell'Economia e delle Finanze dagli statuti delle società privatizzate.

Tutto questo doveva avvenire individuando le società operanti nel settore dei servizi pubblici nelle quali, prima che lo Stato ne perdesse il controllo, dovesse essere inserita una clausola statutaria conferente al MEF poteri speciali.

Il D.P.C.M. attuativo individuava ENI spa, STET spa, Telecom Italia spa, Fineccanica, ENEL, Snam Rete gas spa.

I poteri speciali erano:

- 1) l'opposizione all'assunzione di partecipazioni rilevanti (5% del capitale sociale);
- 2) l'opposizione alla conclusione di patti parasociali;
- 3) il potere di veto all'adozione di delibere relative ad operazioni straordinarie o, comunque, di particolare rilevanza;
- 4) il potere di nomina di un amministratore senza diritto di voto.

Con la legge finanziaria del 2004 (la legge n. 350 del 2004) all'art. 4 commi 229-231 si modifica la disciplina e si adotta il D.P.C.M. 19/6/2004 che ha definito i criteri per l'esercizio dei poteri speciali in ossequio alla disciplina comunitaria di condanna del 2009 avutasi con pronuncia della Corte UE.

A norma dell'art. 1, commi 1 e 2, del decreto del 2004:

«1. I poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto legge n. [332/1994] sono esercitati esclusivamente ove ricorrano rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione.

2. I poteri speciali di cui alle lettere a), b) e c) dell'art. 2, comma 1, del decreto legge n. [332/1994], ferme restando le finalità indicate allo stesso comma 1, sono esercitati in relazione al verificarsi delle seguenti circostanze:

a) grave ed effettivo pericolo di una carenza di approvvigionamento nazionale minimo di prodotti petroliferi ed energetici, nonché di erogazione dei servizi connessi e conseguenti e, in generale, di materie prime e di beni essenziali alla collettività, nonché di un livello minimo di servizi di telecomunicazione e di trasporto;

b) grave ed effettivo pericolo in merito alla continuità di svolgimento degli obblighi verso la collettività nell'ambito dell'esercizio di un servizio pubblico, nonché al perseguimento della missione affidata alla società nel campo delle finalità di interesse pubblico;

c) grave ed effettivo pericolo per la sicurezza degli impianti e delle reti nei pubblici servizi essenziali;

d) grave ed effettivo pericolo per la difesa nazionale, la sicurezza militare, l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica;

e) emergenze sanitarie».

Secondo la Commissione, la violazione degli artt. 43 CE e 56 CE da parte della Repubblica italiana consisteva nel fatto che il decreto del 2004 non specificava sufficientemente i criteri di esercizio dei poteri speciali. A suo avviso tali criteri non consentivano agli investitori di conoscere le situazioni in cui detti poteri sarebbero stati utilizzati.

Dice la Corte UE 26/3/2009 in causa C 326/07: *“la Commissione sostiene che le situazioni concrete che possono essere sussunte nella nozione di «grave ed effettivo pericolo», di cui all'art. 1, comma 2, lett. a)-d), del decreto del 2004, sono potenzialmente numerose, indeterminate e indeterminabili. Secondo la Commissione, tale mancanza di precisione nella determinazione delle circostanze specifiche ed oggettive che giustificano il ricorso da parte dello Stato ai poteri speciali conferisce a detti poteri un carattere discrezionale, in considerazione del potere discrezionale di cui disporrebbero le autorità italiane. In linea generale, ciò produrrebbe l'effetto di scoraggiare gli investitori, particolarmente quelli che intendono stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese interessate dalla normativa di cui trattasi.*

13 La Commissione osserva che, dal momento che l'art. 1, comma 2, del decreto del 2004 concerne l'esercizio dei poteri speciali previsti dal decreto legge n. 332/1994, la valutazione della proporzionalità di tale decreto investe anche l'esame della legittimità di tali poteri in situazioni determinate.

14 La Commissione riconosce che la libertà di stabilimento e la libera circolazione dei capitali possono essere limitate da provvedimenti nazionali giustificati in base agli artt. 46 CE e 58 CE o da ragioni imperative di interesse generale, ma solo purché non esista una normativa comunitaria di armonizzazione che indichi i provvedimenti necessari per garantire la tutela degli interessi fondamentali dello Stato.

15 Relativamente ai settori regolamentati, come quello dell'energia, del gas naturale e delle telecomunicazioni, la Commissione considera che l'obiettivo della salvaguardia degli interessi fondamentali dello Stato può essere conseguito mediante l'adozione di misure meno restrittive, come quelle previste dal legislatore comunitario. La Commissione cita segnatamente le direttive del Parlamento europeo e del Consiglio 26 giugno 2003, 2003/54/CE, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica e che abroga la direttiva 96/92/CE (GU L 176, pag. 37), del Parlamento europeo e del Consiglio 26 giugno 2003, 2003/55/CE, relativa a norme comuni per il mercato interno del gas naturale e che abroga la direttiva 98/30/CE (GU L 176, pag. 57), nonché la direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 7 marzo 2002, 2002/21/CE, che istituisce un quadro normativo comune per le reti ed i servizi di comunicazione elettronica (direttiva «quadro») (GU L 108, pag. 33). La Commissione sottolinea che tali direttive prevedono l'attuazione di provvedimenti destinati a tutelare l'approvvigionamento nazionale minimo nei settori considerati. Tale istituzione fa valere che la Repubblica italiana non indica le ragioni per le quali la salvaguardia dell'approvvigionamento nazionale minimo nei settori dell'economia così regolamentati non potrebbe essere assicurata in base alle direttive citate.

16 Per quanto riguarda i settori non regolamentati, la Commissione sostiene che la Repubblica italiana non ha addotto alcuna giustificazione per l'applicazione dei criteri controversi.

17 Essa osserva, inoltre, che non sussiste alcun nesso causale tra, da un lato, la necessità di assicurare l'approvvigionamento energetico nonché la fornitura dei pubblici servizi e, dall'altro, il controllo dell'azionariato e della gestione di un'impresa.

18 Secondo la Commissione, il decreto del 2004 costituisce quindi uno strumento che va oltre quanto necessario per tutelare gli interessi pubblici che ne costituiscono l'oggetto."

Per la Corte Ue che sposa l'impostazione della Commissione il "decreto del 2004 ... non menziona alcuna circostanza specifica ed obiettiva".

Di qui un successivo DPCM del 20/5/2010. Un nuovo parere motivato ed il deferimento alla Corte UE del 24/11/2011. Infine la riforma che fa nascere il golden power prima menzionato.

Ai predetti poteri speciali vanno aggiunti la "poison pill" di cui alla legge n. 266 del 2005

e gli acquisti di CDP di cui all'art. 7 del d.l. n. 34 del 2011.

Aumenti di capitale in funzione antiscalata e acquisti di partecipazioni da parte di CDP.

Questo l'“armamentario” a difesa della sicurezza economica nazionale.

E' stato efficacemente notato che “oltre che come imprenditore, regolatore e concedente, lo Stato ormai interviene in economia con una finalità di protezione. A partire dal 2014 è stato affidato al governo il compito di conciliare la fondamentale esigenza di attrarre capitali stranieri con quella di mantenere il controllo su operatori strategici per la sicurezza nazionale, per la sicurezza degli approvvigionamenti, delle informazioni, delle dotazioni tecnologiche. In alcuni ambiti «strategici», via via ampliati dalle leggi degli ultimi anni, sono stati assegnati al governo alcuni «poteri speciali», come quello di vietare il trasferimento di partecipazioni societarie o di imporre prescrizioni e condizioni per la conclusione di determinate operazioni o alienazioni. Il modello di controllo pubblico basato su questo potere si è rivelato efficace, al punto da essere utilizzato non solo per le acquisizioni di imprese italiane da parte di investitori stranieri, ma anche per operazioni societarie straordinarie compiute da imprese italiane e per acquisti di tecnologie straniere dalle stesse effettuate.

Il rischio da gestire è quello, ancor più grande in severe stagioni di crisi, che taluni investimenti esteri – in specie quelli riconducibili ai fondi sovrani o a imprese direttamente o indirettamente collegate al potere esecutivo di altri Stati – non siano volti a obiettivi di natura esclusivamente economica o di semplice massimizzazione del valore, quanto a impossessarsi di tecnologie avanzate, a guadagnare l'accesso a risorse naturali o a migliorare la competitività delle imprese degli Stati di provenienza dell'investitore, concorrenti di quelle che si intende acquistare. Il ruolo assegnato dalla legge al governo è di presidiare da minacce esterne di tipo predatorio non solo le imprese nazionali operanti in settori strategici, ma anche – in una considerazione ancor più ampia – l'indipendenza economica nazionale ed europea in taluni ambiti, che le crisi affrontate nel recente passato e quelle ancora in atto hanno indotto a considerare essenziali e vitali.

Non può sfuggire la delicatezza di questi poteri speciali, destinati a comprimere un'espressione fondamentale della libertà di iniziativa economica privata, quale è quella di alienare la propria azienda o di porre in essere altre operazioni (Mattarella, Bernardo Giorgio; Garofoli, Roberto. Governare le fragilità: Istituzioni, sicurezza nazionale, competitività Milano, 2025, pp.260-261).

Il d.l. n. 21 del 2012 conv. in l. n. 56 del 2012 prevede quindi questi poteri e ne detta la disciplina specifica.

Non contano più gli assetti proprietari ma solo la natura delle attività.

L'art. 1 disciplina il golden power in materia di difesa e sicurezza nazionale.

I poteri previsti sono i seguenti:

a) imposizione di specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici, al controllo delle esportazioni nel caso di acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale;

b) veto all'adozione di delibere, atti od operazioni dell'assemblea o degli organi di amministrazione di un'impresa di cui alla lettera a), che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità ((degli attivi individuati ai sensi della medesima lettera a))), compresi quelli aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa o di società controllate, il trasferimento all'estero della sede sociale, la modifica dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'articolo 2351, terzo comma, del codice civile ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, come da ultimo modificato dall'articolo 3 del presente decreto, le cessioni di diritti reali o di utilizzo relative a beni materiali o immateriali, l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia o l'assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego, anche in ragione della sottoposizione dell'impresa a procedure concorsuali;

c) opposizione all'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in un'impresa di cui alla lettera a) da parte di un soggetto diverso dallo Stato italiano, enti pubblici italiani o soggetti da questi controllati, qualora l'acquirente venga a detenere, direttamente o indirettamente, anche attraverso acquisizioni successive, per interposta persona o tramite soggetti altrimenti collegati, un livello della partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. A tale fine si considera altresì ricompresa la partecipazione detenuta da terzi con i quali l'acquirente ha stipulato uno dei patti di cui all'articolo 122 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, ovvero di quelli di cui all'articolo 2341-bis del codice civile.

L'art. 1 bis disciplina i servizi di comunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G, basati sulla tecnologia cloud e altri attivi.

Il golden power in questo caso scatta per "le imprese che, anche attraverso contratti o accordi, intendano acquisire, a qualsiasi titolo, beni o servizi relativi alla progettazione, alla realizzazione, alla manutenzione e alla gestione delle attività di cui al comma 1 (settori predetti banda larga e 5G e gli altri menzionati), ovvero componenti ad alta intensità tecnologica funzionali alla predetta realizzazione o gestione, notificano, prima di procedere alla predetta acquisizione, alla Presidenza del Consiglio dei ministri un piano annuale nel quale sono contenuti: il settore interessato dalla notifica; dettagliati dati identificativi del soggetto notificante; il programma di acquisti; dettagliati dati identificativi dei relativi, anche potenziali, fornitori; descrizione dei beni, dei servizi e delle

componenti ad alta intensità tecnologica funzionali alla progettazione, alla realizzazione, alla manutenzione e alla gestione delle attività di cui al comma 1; un'informativa completa sui contratti in corso e sulle prospettive di sviluppo della rete 5G, ovvero degli ulteriori sistemi e attivi di cui al comma 1; ogni ulteriore informazione funzionale a fornire un dettagliato quadro delle modalità di sviluppo dei sistemi di digitalizzazione del notificante, nonché dell'esatto adempimento alle condizioni e alle prescrizioni imposte a seguito di precedenti notifiche; un'informativa completa relativa alle eventuali comunicazioni effettuate ai sensi dell'articolo 1, comma 6, lettera a), del decreto-legge n. 105 del 2019, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 133 del 2019, ai fini dello svolgimento delle verifiche di sicurezza da parte del Centro di valutazione e certificazione nazionale (CVCN), inclusiva dell'esito della valutazione, ove disponibile, e delle relative prescrizioni, qualora imposte.

L'art. 2 disciplina gli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni (in relazione a le reti e gli impianti, ivi compresi quelli necessari ad assicurare l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali, i beni e i rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, anche se oggetto di concessioni, comunque affidate, incluse le concessioni di grande derivazione idroelettrica e di coltivazione di risorse geotermiche, nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni).

A tenor di esso si prevede che rilevi:

"Qualsiasi delibera, atto o operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi 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 eventualmente adottate ai sensi dell'articolo 2351, terzo comma, del codice civile ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, come da ultimo modificato dall'articolo 3 del presente decreto, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia."

Per effetto della predetta rilevanza la delibera l'atto o l'operazione sono notificate, ... entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei Ministri dalla stessa impresa interessata.

Sono soggetti all'obbligo di notifica di cui al presente articolo anche gli acquisti di partecipazioni, da parte di soggetti esteri non appartenenti all'Unione europea, in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi dei commi 1 e 1-ter, che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, 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, e sono altresì notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15 per cento, 20 per cento, 25 per cento e 50 per cento del capitale (art. 2 comma 5).

Di particolare interesse l'art 2 comma 7 che disciplina i criteri di esercizio del potere:

"7. I poteri speciali di cui ai commi precedenti sono esercitati esclusivamente sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori.

A tale fine il Governo considera, avuto riguardo alla natura dell'operazione, i seguenti criteri:

a) l'esistenza, tenuto conto anche delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale, desunti dalla natura delle loro alleanze, o hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati;

b) l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, a garantire:

1) la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti;

2) il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti.

b-bis) per le operazioni di cui al comma 5 è valutata, oltre alla minaccia di grave pregiudizio agli interessi di cui al comma 3, anche il pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico."

Un coacervo di altri poteri sono stabiliti poi dal dl.n. 148 del 2017 (in materia di trasparenza societaria e di modifiche al golden power); dall'art. 1 commi 381 -384 l. n. 266 del 2005 (c.d. poison pill); dall'art. 7 del dl n. 34 del 2011 conv. in l. 75 del 2011 e d.m. 3/5/2011 (cdp come cavaliere bianco); dagli articoli 6-16 della legge n. 287 del 1990 (poteri anti-concentrazioni dell'autorità antitrust) e dall'art. 25 della legge n. 287 del 1990 ((poteri del Governo in materia di concentrazioni).

2. Deglobalizzazione e golden power fra UE e Stati nazionali

I fenomeni di crescente de-globalizzazione economica (legati alle politiche daziarie degli Stati Uniti ed alla sempre più spinta concorrenza dei prodotti cinesi) hanno determinato un mutamento delle istituzioni dell'UE.

Il panorama internazionale ha iniziato progressivamente a raffreddarsi per le politiche neoliberiste e tra il 2019 e il 2020 si è avuto uno spartiacque cruciale, ossia l'inizio della grande estensione dei poteri speciali, rimasta di fatto non avvertita sino ad oggi.

L'aspetto più interessante è che a stimolare questa espansione è stata in parte la stessa Unione europea, in una eterogenesi dei fini.

Difatti, l'UE ha inteso rafforzare la propria proiezione strategica per fare fronte alle sfide geopolitiche emergenti, nell'ottica di tracciare alcune mura verso l'esterno (Cina in primis), mantenendo invece libero il mercato interno; da qui il Reg. 2019/452, che pur senza creare un golden power gestito dall'UE prevede un coordinamento fra organi nazionali e sovranazionali, volto a disegnare un quadro sullo screening di investimenti extra-Ue, accompagnato dalla individuazione di numerosi settori strategici da monitorare (i factors di cui all'art. 4), ben al di là di qualsivoglia elencazione statale: infrastrutture critiche, tra cui 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; tecnologie critiche e prodotti a duplice uso, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cybersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie; fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare; informazioni sensibili; libertà e pluralismo dei media (si pensi che ai tempi la normativa italiana manteneva ancora il focus solo su difesa, sicurezza nazionale e 5G; comunicazioni, trasporti, energia).

Durante l'entrata in vigore di tale Regolamento, indirizzato negli intenti solo verso gli investitori extra-Ue, scoppia la pandemia, a cui seguiranno poi le diverse altre crisi.

Il risultato in Italia è stato il recepimento automatico, da una parte, di tutti i settori elencati nel Regolamento e l'estensione, dall'altra, della tutela dei poteri speciali anche in operazioni intra-Ue, giustificata dall'emergenza pandemica.

In sostanza, l'UE ha suggerito, quasi stimolato, una estensione dei settori strategici, che però è stata accompagnata da un innalzamento dei muri anche all'interno del mercato unico, stante l'emergenza pandemica, in totale contrasto con la ratio che aveva ispirato il legislatore europeo (art. 15-17, d.l. n. 23/2020).

Da qui è emerso l'impianto attuale, che vede un controllo nelle operazioni intra-Ue non solo nel campo della difesa e sicurezza nazionale, ma anche nei trasporti, comunicazioni, energia, salute, agroalimentare, finanziario. Con l'inciso che in questi casi la normativa si applicherà anche rispetto a investitori residenti in Italia, escamotage per evitare disparità di trattamento.

Negli ultimi cinque anni ha regnato sostanzialmente il paradigma emergenziale, atteso anche il susseguirsi di crisi e le continue deroghe all'infrastruttura UE (patto di stabilità, limiti aiuti di Stato). In questo modo, l'Italia (ma non solo) ha rafforzato la propria normativa, innalzando muri pure a livello intra-Ue.

La debolezza della Commissione, l'effettivo susseguirsi di shock nonché l'uso comunque non eclatante dei poteri speciali hanno sostanzialmente lasciato in sospeso la que-

stione, non irrilevante, di questi muri interni.

In base alle segnalazioni raccolte dalla Commissione europea a norma dell'articolo 5 del regolamento europeo 2019/452, che stabilisce i loro obblighi in materia di relazioni, nel 2021 gli Stati membri hanno (ricevuto e) comunicato 1.563 richieste di autorizzazione e casi d'ufficio (il 30 per cento delle quali riguardano l'Italia).

3. Il ruolo dei giudici nazionali ed il controllo di proporzionalità su atti di alta amministrazione

Importante ed attuale appare la sentenza TAR Lazio Sez. I 12 luglio 2025 n. 13748 su un caso di tale rilevanza che consente di riassumere ogni problematica attualmente sottesa all'istituto.

Con essa si è ritenuto che in materia di esercizio dei poteri speciali di cui all'art. 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, il Governo può imporre vincoli a operazioni di acquisizione nel settore bancario anche tra soggetti italiani, purché ricorrano concrete esigenze di tutela della sicurezza nazionale o dell'ordine pubblico, da accertarsi sulla base di criteri oggettivi, non discriminatori e proporzionati, conformemente al Regolamento UE 2019/452 e tenendo conto della natura transnazionale dell'operatore acquirente e del rischio di coinvolgimento, diretto o indiretto, in contesti geopolitici critici.

L'imposizione di obblighi che eccedano tali presupposti integra un vizio di legittimità per difetto di motivazione e sproporzione, in contrasto con gli artt. 49, 54, 63 e 65 TFUE, nonché con il principio di leale cooperazione (art. 4, par. 3, TFUE) e con l'art. 21 del Regolamento (CE) n. 139/2004 sulle concentrazioni.

Il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri oggetto dell'impugnativa, imponeva a UniCredit le seguenti prescrizioni:

- non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali;

- non ridurre il livello del portafoglio attuale di project finance di Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia;

- per un periodo almeno 5 anni:

- (i) non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.a. in titoli di emittenti italiani;

- (ii) supportare lo sviluppo della Società;

- cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestati transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del provvedimento stesso.

Lo stesso DPCM invitava UniCredit "nel caso in cui non sia possibile rispettare una o più delle prescrizioni sopra elencate, [ad] inviare immediata informativa all'Amministrazione

ne competente del monitoraggio, comunicando i motivi che rendono impossibile l'adempiimento delle prescrizioni".

Nell'ampia motivazione della sentenza il Tar nota sul piano della ricostruzione del quadro normativo che "con Comunicazione del 6 aprile 2022 ("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"), la Commissione:

- ha premesso che "l'Unione europea è aperta agli investimenti esteri, essenziali per la crescita economica, la competitività, l'occupazione e l'innovazione dell'UE. Molte società europee sono ben integrate nelle catene di approvvigionamento a livello mondiale, che devono rimanere funzionanti. L'UE manterrà la sua capacità di richiamo come destinazione di investimenti esteri diretti (IED). Questa nostra apertura, però, non è incondizionata e deve essere controbilanciata da strumenti adeguati in grado di salvaguardare la nostra sicurezza e il nostro ordine pubblico";

- ha precisato, altresì, che "scopo delle sanzioni contro la Russia è minare la capacità del Cremlino di finanziare la guerra, infliggere costi economici e politici chiari agli esponenti dell'élite politica russa responsabili dell'invasione ed erodere la base economica del paese. Visto il supporto materiale fornito dalla Bielorussia all'invasione russa, l'UE ha adottato ulteriori sanzioni nei confronti di tale paese. Le sanzioni contro la Bielorussia sono concepite per produrre un impatto analogo";

- ha, quindi, osservato che "il regolamento (UE) 2019/452 («regolamento sul controllo degli IED») fornisce un quadro essenziale a livello dell'UE al cui interno la Commissione europea e gli Stati membri possono coordinare le loro azioni in materia di investimenti esteri per garantire la protezione della sicurezza e dell'ordine pubblico nel caso in cui questi obiettivi siano minacciati da investimenti esteri diretti. Gli Stati membri possono inoltre controllare gli investimenti che non rientrano nell'ambito di applicazione di detto regolamento, a condizione che il controllo sia effettuato nel rispetto delle disposizioni del trattato riguardanti la libera circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento";

- ha, perciò, valutato che "sebbene il controllo degli IED e le sanzioni siano strumenti giuridici distinti, ciascuno con finalità diverse e con modalità operative diverse, l'aggressione militare della Russia contro l'Ucraina rende necessaria una maggior vigilanza nei confronti degli investimenti diretti russi e bielorusi all'interno del mercato unico che va al di là degli investimenti effettuati dalle persone o dalle entità oggetto delle sanzioni. Nelle circostanze attuali, infatti, vi è un maggior rischio che qualsiasi investimento direttamente o indirettamente collegato a una persona o entità associata, controllata o soggetta all'influenza del governo russo o bielorusso in attivi critici nell'UE possa fornire fondati motivi per concludere che l'investimento può costituire una minaccia per la sicurezza o l'ordine pubblico negli Stati membri";

- ha, di conseguenza, ritenuto che "le sanzioni dell'UE, inoltre, si applicano a qualsiasi persona nel territorio dell'Unione, a qualsiasi persona giuridica, entità o organismo che

si trovi all'interno o all'esterno del territorio dell'Unione e sia registrata/o o costituita/o conformemente al diritto di uno Stato membro, e a qualsiasi persona giuridica, entità o organismo relativamente ad attività economiche esercitate interamente o parzialmente all'interno dell'Unione";

– ed ha ribadito agli Stati membri di "istituire e applicare meccanismi completi di controllo degli IED per affrontare i casi in cui l'acquisizione o il controllo di una particolare impresa, infrastruttura o tecnologia avrebbe creato un rischio per la sicurezza o l'ordine pubblico nell'UE. Un invito che, nel contesto attuale, è quanto mai importante", rimarcando che "nell'assetto istituzionale vigente, la responsabilità del controllo degli IED spetta agli Stati membri".

Nella predetta Comunicazione, la Commissione ha, pertanto, invitato "gli Stati membri che al momento non dispongono di un meccanismo di controllo, o i cui meccanismi di controllo non coprono tutte le operazioni IED pertinenti o non consentono il controllo preventivo dell'investimento, ad istituire con urgenza un meccanismo globale di controllo degli IED"; e, nel frattempo, "ad utilizzare altri strumenti giuridici adeguati per affrontare i casi in cui l'acquisizione o il controllo di una particolare impresa, infrastruttura o tecnologia creerebbe un rischio per la sicurezza o l'ordine pubblico nell'UE": strumenti tra i quali, certamente, può essere incluso – alla luce delle finalità da esso postulate – l'esercizio del golden power.

Ciò è tanto vero, in quanto la Commissione ha rinviato, in apposito Allegato, alla formulazione delle "condizioni alle quali gli Stati membri possono essere autorizzati ad imporre restrizioni alla libera circolazione dei capitali e alla libertà di stabilimento. Al di fuori del quadro dell'UE per il controllo degli IED, gli Stati membri che hanno messo in atto misure che li autorizzano a controllare gli investimenti intra-UE al fine di perseguire, in modo proporzionato, obiettivi legittimi di politica pubblica sono fortemente incoraggiati a fare il più ampio uso possibile di tali meccanismi in caso di investimenti controllati in ultima istanza da persone o entità russe o bielorusse, così da poter ovviare ai rischi evidenziati nella presente comunicazione".

Il paragrafo n. 6 di tale Allegato è intitolato "Cooperazione tra le autorità nazionali competenti degli Stati membri in materia di sanzioni, le autorità di controllo e le banche e gli istituti di promozione nonché le pertinenti istituzioni finanziarie internazionali"; in esso prevedendosi, in particolare, che "le autorità di controllo degli Stati membri e le banche e gli istituti di promozione nazionali, nonché le istituzioni finanziarie internazionali (IFI) di cui gli Stati membri detengono una partecipazione, dovrebbero scambiarsi informazioni e mantenere una stretta cooperazione (attraverso i ministeri o gli organismi da cui dipendono e/o i loro organi di governance) al fine di individuare gli IED, in particolare provenienti dalla Russia e dalla Bielorussia, che potrebbero incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico negli Stati membri. Si invitano le autorità di controllo degli Stati membri a fare opera di sensibilizzazione in merito ai fattori che potrebbero essere presi in considerazione per determinare se un IED possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico".

La sentenza – al di là del merito – valorizza, cogliendo un punto essenziale, la tendenza del diritto unionale alla deglobalizzazione legata alle dinamiche belliche.

L'atto con cui si esercitano i poteri speciali non è un atto politico ma di alta amministrazione secondo la giurisprudenza amministrativa.

Rilevano questi passaggi argomentativi:

"L'esercizio dei poteri speciali ex 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; per tale motivo, dovendosi escludere che l'esercizio dei poteri possa riguardare operazioni diverse da quelle previste dalla legge, ovvero asset non individuati tra quelli "strategici" (cfr. T.A.R. Lazio, Sez. I, 24 luglio 2020, n. 8742).

Ferma restando la necessità di una rigorosa istruttoria ai fini della verifica della presenza di interessi strategici e di operazioni riconducibili a quelle individuate dalla legge, la successiva decisione dello Stato di esercitare, o meno, i poteri speciali, attraverso l'imposizione di "prescrizioni" o "condizioni", ovvero opponendosi all'operazione, 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** (cfr. sul tema G. Montedoro L'atto politico in www.giustiziainsieme.it), come tali sindacabili dal giudice amministrativo nei ristretti limiti della sussistenza di una manifesta illogicità delle decisioni assunte, ovvero della inesistenza e/o incongruità della motivazione, o, ancora, dell'errato o travisato apprezzamento di risultanze fattuali.

Secondo quanto indicato nella sentenza della Sezione IV del Consiglio di Stato, n. 289 del 9 gennaio 2023, "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; come tale, e proprio 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: in tale specifica ottica, esula qualunque addebito di indeterminatezza e genericità".

Nel soggiungere come l'esercizio di tale potere si ponga "al di fuori della materia lato sensu penale (che impone, come noto, la necessità di una particolare tassatività nell'enucleazione della fattispecie normativa), esulando dalla normativa sul golden power qualsivoglia finalità afflittiva", è stato ulteriormente osservato come non ricorra "l'imposizione di una prestazione patrimoniale ex art. 23 Cost. ..., ma la mera previsione le-

gislativa di un presidio di verifica della compatibilità dell'iniziativa economica privata con l'utilità sociale (art. 41 Cost.), espressione ampia in cui certo rientra l'interesse nazionale in ordine a "beni e rapporti strategici" come individuati dalla legge".

Si tratterebbe quindi di poteri conformativi e non di prestazioni imposte.

Si vuole nella prospettiva del Tar evitare che il golden power assuma un aspetto dirigitico.

Rileva questo ulteriore passaggio argomentativo nel quale assume un valore centrale il richiamo alla proporzionalità che fonda per il giudice un sindacato intenso:

"in 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'adeguatezza e completezza dei prodromici accertamenti istruttori, il cui inevitabile corollario è la piena garanzia dell'apporto, in fase endoprocedimentale, di tutte le parti interessate;

- la coerenza dello strumento concretamente adottato – prescrizioni, piuttosto che inibizione tout court – rispetto alla dichiarata finalità che l'Autorità decidente intende perseguire;

- la declinazione dell'esercizio del potere – e, con esso, delle misure adottate, ove sostanziatesi nella somministrazione di prescrizioni a vario titolo limitative – in un'ottica di rigoroso e dimostrato rispetto del principio di proporzionalità, suscettibile di dare emersione alla congruità delle misure stesse rispetto all'obiettivo perseguito;

l'esercizio del golden power è, con ogni evidenza, suscettibile di tradursi nella surrettizia configurazione di un potere "dirigitico", 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."

In un commento a prima lettura (Righi L'esercizio del golden power come controlimite?) si è preconizzata una possibile procedura di infrazione .

Si riporta il pensiero dell'autore per la sua proiezione nel futuro:

"In proposito si è notato che la sentenza, pur senza esplicitarlo in modo diretto, nella vicenda sottoposta al suo esame presuppone l'operatività di un duplice "controlimite".

Quello attinente alla sicurezza economica come declinazione della sicurezza nazionale che non ricade soltanto nella protezione del risparmio nazionale ex art. 47, 1° comma, Cost., ma attiene anche e soprattutto al nucleo essenziale dei poteri costituzionali dello Stato inteso come "Stato-Comunità", in relazione al quale anche la libertà di stabilimento,

la libertà di prestazione dei servizi e la libera circolazione dei capitali possono recedere, a condizione che sia in gioco tale sicurezza e la relativa valutazione, aggiunge il TAR del Lazio, è riservata all'organo costituzionale cui compete, rappresentato dal Governo.

E' vero che il TAR del Lazio non evoca mai direttamente tali controlimiti costituzionali, poiché spetterebbe soltanto alla Corte Costituzionale dichiararne l'operatività nel conflitto tra fonti dell'Unione Europea e legislazione nazionale, ma ha inteso implicitamente porre questo "limes", che in realtà trova fondamento al più alto livello anche nell'ordinamento dell'Unione Europea, poiché non dobbiamo dimenticare che secondo l'art. 4, 2° comma, del TUE "L'Unione rispetta l'uguaglianza degli Stati membri davanti ai trattati e la loro identità nazionale insita nella loro struttura fondamentale, politica e costituzionale, compreso il sistema delle autonomie locali e regionali. Rispetta le funzioni essenziali dello Stato, in particolare le funzioni di salvaguardia dell'integrità territoriale, di mantenimento dell'ordine pubblico e di tutela della sicurezza nazionale. In particolare, la sicurezza nazionale resta di esclusiva competenza di ciascuno Stato membro". Cosicché lo stesso ordinamento unionale attribuisce agli stati membri l'attivazione di questo "controlimite" politico, che è "costituzionalmente" riservato ai governi nazionali. Ma quella che sembra averlo dimenticato, proprio nella vicenda in esame, è la Commissione Europea, nella "valutazione preliminare" ex art. 21 paragrafo 4 del Regolamento Concentrazioni resa il 14 luglio 2025 e inviata al Governo Italiano.

Significativo di tale comunicazione è che la Commissione trae dalle stesse fonti unionali richiamate dal TAR del Lazio esiti opposti, rivendicando la sua "competenza esclusiva" di essa a valutare l'OPS ex art. 21 di tale regolamento, cosicché, per richiamare una definizione del diritto nazionale, vi sarebbe una sorta di "difetto assoluto di attribuzioni" del Governo Italiano in materia.

Conseguentemente, e qui sta il punto di maggiore rilievo, la Commissione "rivendica" la propria competenza e la propria autonomia di valutazione circa la "proporzionalità" delle ragioni di "sicurezza pubblica" fatta valere dal Governo Italiano nell'adozione di quell'estremo "limes provvedimentale" (per usare la felice espressione di Cons. Stato, Sez. IV, sentenza n. 289/2023) che è rappresentato dal "golden power" di cui al D.L. 21/2012.

E la conseguenza, come emerge con estrema chiarezza nel par. 5.3 ove sono espressi anche analiticamente tutti i rilievi critici della Commissione, è che nessuna delle condizioni "introdotte per l'effettuazione dell'OPS regge alla ricostruzione degli effetti dell'ordinamento dell'Unione in materia compiuta dalla Commissione, perché "In via preliminare, la Commissione osserva che, secondo la giurisprudenza consolidata della Corte di giustizia, motivi puramente economici, quali la promozione dell'economia nazionale o il suo buon funzionamento, non possono giustificare un ostacolo a una delle libertà fondamentali sancite dai trattati" (par. 138); conseguentemente tutto l'insieme delle condizioni "governative" configura una restrizione alla libera circolazione dei capitali ex art. 63 del TFUE.

Di conseguenza, richiamando l'art. 65, commi 2 e 3, di tale Trattato, nell'ambito del suo sindacato di "proporzionalità", la Commissione vanifica gli effetti di tutta la legislazione

italiana sul golden power e soprattutto i suoi esiti nel caso concreto.

Potremmo dire che queste sono le conseguenze dell'"ordoliberalismo" in azione, per come esso è insito nei Trattati e nella normazione dell'Unione ad essi subordinata, se non fosse che in tutta la sua dettagliata ricostruzione, la Commissione dimentica l'art 4, secondo comma, del T.U.E. circa la competenza esclusiva degli Stati membri in materia di "sicurezza nazionale", che per la sua collocazione nella fonte di rango più elevato dell'ordinamento dell'Unione Europea, è destinato a prevalere su tutte le altre, anche perché si tratta della disposizione "decisiva" circa il riparto di competenze tra Unione Europea e Stati membri e dove si "annida" la residua sfera di sovranità nazionale di questi ultimi.

Il conflitto quindi non è destinato a concludersi, sia perché la sentenza del TAR del Lazio verrà prevedibilmente impugnata in Consiglio di Stato, sia e soprattutto perché il Governo Italiano ha risposto alla Commissione rivendicando la propria sfera di autonomia, in materia, verrebbe da dire, *rectius* di "sovranità".

Pertanto, è prevedibile che tale "conflitto" approdi innanzitutto al "parere motivato" della Commissione ex art. 258 del TFUE e al successivo giudizio in via principale contro la Repubblica Italiana davanti alla Corte di Giustizia, che sarà per così dire "arbitra" dell'esercizio del golden power da parte del Governo Italiano.

I punti rilevanti sul rapporto fra poteri antitrust della Commissione e poteri del Governo nazionale tutela della sicurezza nazionale – estesa all'ordine economico – sono così trattati in sentenza distinguendo gli ambiti applicativi dell'una e dell'altro:

"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.

Se i profili di rilevanza sopra indicati formano oggetto, nel nostro ordinamento, di una disciplina regolatoria, in ordine alla quale è già prevista l'attribuzione di particolari poteri ad Autorità indipendenti responsabili, l'ipotesi che – ulteriormente rispetto alle previsioni che incontrano nella disciplina nazionale e/o eurounitaria specifica contemplazione – possa comunque intervenire, alla stregua di una vera e propria "clausola di salvaguardia", l'esercizio del golden power, integra un'opzione ermeneutica inaccettabile:

– non soltanto, in relazione all'indefettibile immanenza del presupposto (tutela della sicurezza nazionale e/o dell'ordine pubblico) direttamente prodromico all'esercizio del potere in discussione;

– ma, anche, avuto riguardo alla alterità del golden power rispetto ai poteri ordinariamente preordinati, in tutela pro-competitiva, alla sorveglianza sui fenomeni di concentrazione fra imprese: i quali non postulano, fuori da finalità di riconduzione delle dinamiche di mercato a logiche che non ne alterino l'ordinato svolgimento, finalità di salvaguardia di

primari interessi nazionali con riferimento ad individuati settori strategici.

12.2 In altri termini, il carattere di incontrovertita "specialità" che connota l'esercizio del golden power ne preclude l'espansione ad ambiti o soglie che non incontrino necessaria giustificazione nella volontà di salvaguardia del supremo interesse nazionale rappresentato dalla tutela della sicurezza e/o dell'ordine pubblico: per l'effetto, dovendosi escluderne l'esportabilità all'interno di una volontà "regolatoria" del mercato e nel quadro di interventi incidenti sulla libertà negoziali, non presidiati:

- dalla dimostrata configurazione di un pregiudizio, quale sopra indicato;*
- dal carattere di proporzionalità ed adeguatezza, che le misure "eccezionali", espressione del potere de quo, devono sempre dimostrare, con riferimento all'interesse che si sia inteso preservare.*

Deve, quindi, formare oggetto di attenta – e prudente – interpretazione la saldatura, sul piano ricostruttivo, tra esercizio del controllo e tutela degli interessi nazionali, di cui, invero, già costituisce espressione, nel diritto unionale, il Regolamento Europeo sugli investimenti esteri diretti (Reg. 452/2019): nel quale, ad esempio, 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" (Considerando n. 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): sarebbe a dire, il potere riconosciuto agli Stati membri di adottare gli "opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi (...) compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario".

Il caveat intrinseco alle disposizioni ora riportate, persuade il Collegio della preclusa riconducibilità della disciplina in materia di golden power ai poteri previsti nella regolamentazione eurounitaria in ottica "derogatoria" rispetto al principio di libera circolazione

e stabilimento dei capitali, laddove l'esercizio dei poteri speciali – lungi dal porsi quale estremo ambito espansivo del potere di intervento pubblico – non si dimostri presidiato dalla presenza di dimostrate ragioni di salvaguardia della sicurezza e dell'ordine pubblico nazionali.

12.3 Deve, conseguentemente, escludersi 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/o diversi rispetto a quelli del potere antitrust: tale potenzialità determinativa, si ribadisce, potendo incontrare legittima espansione soltanto laddove, con congruo apparato motivazionale, venga dimostrata la presenza di tre presupposti (uno dei quali a connotazione negativa), rappresentati:

- dalla presenza di una minaccia per un interesse primario dello Stato, quale la tutela della sicurezza nazionale;*
- dall'assenza di altri strumenti (verrebbe da dire, parametrandone la configurazione ordinamentale rispetto al golden power, "ordinari") suscettibili di condurre al raggiungimento della medesima finalità;*
- dalla dimostrata adeguatezza e proporzionalità dell'intervento, rispetto non soltanto alla situazione fattuale sulla quale si sia inteso incidere, ma anche agli obiettivi il cui perseguimento integri il fondamento dell'esercizio del potere stesso.*

Se è vero che (come sostenuto da Cons. 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", di tal guisa che, "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", deve allora ribadirsi come, fuori dalla perimetrazione legittimante l'esercizio del potere (presupposti, finalità, modalità di esercizio) quest'ultimo non possa trovare attuazione nell'assetto ordinamentale nazionale ed eurounitario".

Il Tar ha accolto in parte il ricorso ai punti della sentenza 14.1.5 e 14. 2.

Il 14.1.5 recita: "il rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza, che innervano la disciplina delineata dall'art. 1, comma 3 del decreto legge n. 21/2012, induce a ritenere che la valutazione istruttoria che ha condotto alla prescrizione di "non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impegni/depositi praticato da Banco BPM S.p.a. e UniCredit S.p.a. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali" presenti, esclusivamente con riferimento al profilo temporale (e non, quindi, alla misura in sé applicata, nei limiti delle precisazioni di cui ai precedenti punti 14.1.2, 14.1.3 e 14.1.4) elementi che depongono per l'accoglimento delle censure al riguardo dedotte; il 14. 2 recita: l'imposizione (anche) nei confronti di UniCredit, peraltro sine die,

del mantenimento del livello del portafoglio di project finance, viene infatti a configurarsi l'esercizio di un diretto intervento statale sulla politica aziendale di UniCredit: il quale, lungi dal limitarsi (come sarebbe stato ineccepibilmente possibile) a prefigurare il mantenimento dei livelli di attuale presenza sul mercato di BBPM, ne ha diversamente (e senz'altro con più estesa latitudine espansiva) "condizionato" la politica creditizia per il settore (project finance) ora in esame.

Non v'è dubbio che sia stato esercitato un sindacato non debole a fronte di un potere governativo che ha deciso (non si entra qui nel merito delle singole prescrizioni).

Non v'è dubbio alcuno che il caso in esame incroci molte problematiche cruciali alle quali si è fatto cenno in via generale e che evidenzi molte incertezze nell'operato non tanto degli organi nazionali quanto di quelli unionali incerti nel cammino fra spinte opposte di deglobalizzazione e globalizzazione.

Forse il concetto di "sicurezza economica nazionale" ed il suo rapporto con la disciplina antitrust subirà un test da parte della Corte UE che dovrà saggiare la tenuta della sua giurisprudenza alla luce dell'evoluzione del quadro geopolitico e geoeconomico che assediano l'ordoliberalismo da più parti (postulando uno smantellamento delle regole europee in favore di una sorta di un capitalismo fortemente libertario e all'opposto insistendo per un recupero dello Stato in funzione della protezione di interessi nazionali).

In proposito la Seconda Sezione della Corte di Giustizia, con sentenza del 13 luglio 2023 (Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. contro Innovációs és Technológiai Miniszter) ha puntualizzato che:

– "secondo una costante giurisprudenza, 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 (sentenza del 27 febbraio 2019, Associação Peço a Palavra ea., C563/17, EU:C:2019:144, punto 70 e giurisprudenza citata)";

– "motivi di ordine economico che perseguano un obiettivo di interesse generale o la garanzia di un servizio di interesse generale possono rappresentare un motivo imperativo di interesse generale in grado di giustificare una limitazione a una libertà fondamentale garantita dai Trattati (v., in tal senso, sentenze del 22 ottobre 2013, Essent e a., da C105/12 a C107/12, EU:C:2013:677, punto 53, e del 27 febbraio 2019, Associação Peço a Palavra e a., C563/17, EU:C:2019:144, punto 72 e giurisprudenza citata)";

– "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 FUE, devono essere intesi in senso restrittivo, di modo che la loro portata non può essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il controllo delle istituzioni dell'Unione. L'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possono essere quindi invocati

solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività. Tali motivi non possono essere inoltre distolti dalla loro propria funzione per essere utilizzati, in realtà, a fini puramente economici (v., in tal senso, sentenza del 14 marzo 2000, *Église de scientologie*, C54/99, EU:C:2000:124, punto 17 e giurisprudenza citata)⁹.

Il punto di frizione fra ordinamento unionale ed ordinamento interno – comparando gli approdi sempre provvisori delle corti nazionali, invero non più troppo deferenti, e sovranazionali, invero in difficoltà come tutte le istituzioni unionali, nel loro dialogo che appare sempre più connotato da ambivalenze – sembra essere legato alla nozione di sicurezza economica nazionale da apprezzarsi dai Governi in deroga alle ordinarie valutazioni affidate alla disciplina antitrust ed alla regolazione.

Una nozione che traspare ormai qua e là in giurisprudenza e che è tutta da costruire.

L'incertezza regna sotto il cielo.

Golden Power e controllo degli investimenti esteri diretti: verso un sistema europeo di screening coordinato*

DIEGO ROSSANO

Professore Ordinario di Diritto dell'Economia
Università degli Studi di Napoli Parthenope

MATTEO PIGNATTI

Ricercatore di Diritto dell'Economia
Università degli Studi del Centro Alti Studi Difesa

Sommario: 1. Gli Investimenti Esteri Diretti ed i poteri speciali nazionali; - 2. Il controllo sugli IED tra l'ordinamento giuridico europeo e quello nazionale; 3. Le criticità nell'efficacia ed effettività dell'attività di controllo; 4. L'operazione UniCredit S.p.A. e Banco BPM S.p.A.; 5. La rilevanza delle informazioni; 6. Alcune considerazioni finali.

1. Gli Investimenti Esteri Diretti ed i poteri speciali nazionali

È un dato ormai acquisito nella letteratura economica che la globalizzazione abbia inciso sull'integrazione dei mercati⁰¹ costringendo gli Stati membri ad assumere un approccio organico per far fronte alle asimmetrie esistenti tra i diversi ordinamenti nazionali.

Nella ricerca dell'equilibrio nei rapporti tra le istituzioni europee e i singoli Stati membri, particolare rilievo assume la disciplina europea in materia di investimenti esteri diretti

* Il lavoro è frutto della riflessione comune degli Autori. Tuttavia, i par. 4 e 5 sono realizzati dal Prof. D. Rossano, i par. 1, 2, 3 dal Dott. M. Pignatti. Le conclusioni contenute nel par. 6 sono condivise tra gli autori.

⁰¹ *Ex multis*: H. JAMES, *RAMBOUILLET*, 15 NOVEMBRE 1975. *LA GLOBALIZZAZIONE DELL'ECONOMIA*, IL MULINO, BOLOGNA, 1999; J.E. STIGLITZ, *LA GLOBALIZZAZIONE E I SUOI OPPOSITORI*, EINAUDI, TORINO, 2002; ID., *LA GLOBALIZZAZIONE CHE FUNZIONA*, EINAUDI, TORINO, 2006; G. TREMONTI, *LA PAURA E LA SPERANZA: LA CRISI GLOBALE CHE SI AVVICINA E LA VIA PER SUPERARLA*, MONDADORI, MILANO, 2008.

(IED)⁰² che, come è noto, è di competenza esclusiva dell'UE⁰³. Tale attribuzione, peraltro, non esclude che gli Stati membri possano adottare misure di tutela in presenza di operazioni di investimento idonee a compromettere la sicurezza o l'ordine pubblico⁰⁴ ed in particolare ove realizzate *"da parte di un investitore estero [per] 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"*⁰⁵.

Va fin da subito rilevato come l'ordinamento europeo non abbia armonizzato i sistemi nazionali di controllo in materia di IED, limitandosi a definire un meccanismo di cooperazione tra Autorità⁰⁶. Tale assetto ha legittimato, di conseguenza, i legislatori nazionali a rivendicare un certo margine di autonomia nell'individuazione dei propri modelli di controllo, i quali, al presente, risultano eterogenei all'interno della zona UE. Ne emerge, in controluce, la persistente volontà degli Stati membri di preservare spazi di sovranità economica all'interno del quadro di integrazione europea.

Nel delineato contesto, l'evoluzione del sistema di controllo in Italia testimonia il passag-

02 G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Riv. regolazione dei mercati*, 2019, 2 e s.

03 TFUE, art. 3, par. I, lett. e) e art. 207, par. II. M. Cremona, *Regulating FDI in the EU Legal Framework*, in J.H.J. Bourgeois (a cura di), *EU Framework for Foreign Direct Investment Control*, Wolters Kluwer, Alphen-sur-le-Rhin, 2019, 3.

04 TUE, art. 4.

05 Regolamento UE 2019/452, art. 2, p.to 1. Inoltre, la nozione di IED include solo quelle forme di investimento che comportano l'esercizio di poteri di gestione o controllo sull'operatore economico (per tale motivo si ritengono da escludere gli investimenti di portafoglio dall'esercizio dei poteri speciali connessi agli IED).

06 Quando uno Stato membro controlla un IED, il meccanismo di cooperazione prevede che: lo Stato membro che esegue il controllo ne dia comunicazione alla Commissione e agli altri Stati membri il prima possibile; gli altri Stati membri possano formulare osservazioni se ritengono che un IED possa incidere sulla propria sicurezza o sul proprio ordine pubblico; la Commissione possa emettere un parere se ritiene che un IED possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in più di uno Stato membro; la Commissione sia tenuta a informare gli altri Stati membri quando vengono formulate osservazioni o viene formulato un parere. Commissione UE, *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*, 6 aprile 2022.

gio da uno Stato "azionista", ad uno Stato "regolatore"⁰⁷ e, più recentemente, ad uno Stato "stratega"⁰⁸. Detta transizione costituisce il risultato di correzioni normative finalizzate a risolvere specifiche criticità emerse, nel tempo, nell'attività del meccanismo di controllo nazionale⁰⁹ volte ad affinare un istituto il cui corretto utilizzo non è libero nei fini ma trova dei limiti nell'ordinamento giuridico europeo, sia dal punto di vista sostanziale che sul piano procedimentale.

L'"inarrestabile ascesa"¹⁰ dei poteri speciali nazionali ha accompagnato il mutamento nei rapporti economici a livello internazionale comportando un'estensione nell'ambito di ap-

⁰⁷ *Ex multis*: C. Franchini, *Le autorità amministrative indipendenti*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1988, 549 e s.; V. Roppo, *Privatizzazioni e ruolo del "pubblico": lo Stato regolatore*, in *Pol. dir.*, 1997, 627 e s.; M. Clarich, *I procedimenti di regolazione*, in *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti - Quaderni del Consiglio di Stato*, Giappichelli, Torino, 1999; M. D'Alberti, *Riforma della regolazione e sviluppo dei mercati in Italia*, in G. Tesaro-M. D'Alberti (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Il Mulino, Bologna, 2000, 171 e s.; E. Chiti, *La disciplina procedurale della regolazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2004, 679 e s.; N. Rangone, voce *Regolazione*, in S. Cassese (diretto da), *Dizionario di diritto pubblico*, V, Giuffrè, Milano, 2006, 5057 e s.; M. Manetti, *Le autorità indipendenti*, Laterza Editore, Roma, 2007; A. Police, *Tutela della concorrenza e pubblici poteri*, Giappichelli, Torino, 2007; M. Ramajoli, *La regolazione amministrativa dell'economia e la pianificazione economica nell'interpretazione dell'art. 41 Cost.*, in *Dir. amm.*, 2008, 121 e s.; F. Merusi, *Lo schema della regolazione dei servizi di interesse economico generale*, in *Dir. amm.*, 2010, 313 e s.; G. Napolitano, *I modelli di regolazione dei servizi di pubblica utilità e il consorzio regolamentare europeo*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2010, 218 e s.

⁰⁸ L'esercizio dei poteri speciali in materia di "golden power", comporta la possibilità di imporre specifiche condizioni o impegni in caso di acquisto di partecipazioni o di opporsi all'acquisto (a qualsiasi titolo) di partecipazioni da soggetti diversi dallo Stato Italiano (a cui sono equiparati gli enti pubblici o i soggetti da questi controllati), in imprese che svolgono attività rilevanti per il sistema della difesa e della sicurezza nazionale o in quelle riferite agli attivi considerati strategici. *Ex multis*: R. Garofoli, *Investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, cit., 1 e s.; A. Sacco Ginevri, *I "golden powers" dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in *Federalismi.it*, 2016, 1 e s.; M.P. Maduro, *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*, in R. Nickel (a cura di), *Conflict of Laws and Laws of Conflict in Europe and Beyond - Patterns of Supranational and Transnational Juridification*, Antwerp, Oxford, and Portland, Larcier-Intersentia, 2010, ch 14, in cui si evidenzia come pur in presenza di cambiamenti formali, a livello sostanziale sia continuato a sussistere l'intervento pubblico nell'economia.

⁰⁹ Si v. *ex multis*: A. Sacco Ginevri - F. Sbarbaro, *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 109-148; M. Lamandini - F. Pellegrini, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello Stato: dalla golden share al golden power*, in *Dir. soc. eur. e int.*, 2016, 129; L. Masotto, *Il golden power alla prova del procedimento e del processo amministrativo*, in *Giorn. dir. amm.*, 2022, 663, ove l'Autore afferma che "la disciplina in materia di golden power - appare - in una continua rincorsa espansiva, in una stratificazione progressiva fondata su una tecnica normativa che, procedendo per accumulo, non appare sempre di chiara interpretazione". In relazione alle modifiche apportate alla disciplina dal c.d. "decreto liquidità", cfr.: R. Lener, *Brevi note sul golden power nel settore finanziario alla luce del Decreto Liquidità*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2020, 545-555.

¹⁰ G. Napolitano, *L'irresistibile ascesa dei golden powers e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giorn. dir. amm.*, 2019, 549 e s. Cfr. anche: A. Sandulli, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, 760.

plicazione soggettivo ed oggettivo.

L'assenza di un coordinamento¹¹ ha evidenziato carenze derivanti da rapporti giuridici che producono i propri effetti a livello sovranazionale.

In questo modo, se l'esercizio dei poteri speciali nazionali per la tutela di imprese che operano in settori economici strategici¹² ha comportato la necessità di difendere questi ultimi dal mercato globale e dai blocchi economici presenti al suo interno, la loro applicazione anche in relazione ad imprese di altri Stati membri dell'UE¹³ risulta sintomo della mancanza di un approccio comune ed una integrazione europea effettiva, lasciando aperta la possibilità di forme di protezionismo che paiono evidenziare una debolezza nel ruolo delle Istituzioni UE.

L'Unione Europea, attraverso le proprie Istituzioni, si è quindi proposta di sfruttare le politiche di investimento e sviluppo economico in settori strategici per incidere in maniera efficiente¹⁴ sull'economia globale e acquisire un ruolo nella definizione e nel perseguir-

11 M. Draghi, *The future of European Competitiveness*, 2024, part A, 17, in cui, in relazione alla cooperazione in materia di Investimenti Esteri Diretti si chiarisce come *"coordination is important for the emergence of joint ventures in strategic sectors and ensuring that EU companies retain relevant know-how and can drive the next wave of innovation"*. Si v. anche: Commissione UE, *Il patto per l'industria pulita: una tabella di marcia comune verso la competitività e la decarbonizzazione*, 26 febbraio 2025.

12 *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 *Consob – quaderni giuridici*, 2019, n. 2; A. Sacco Ginevri, *L'espansione dei golden powers tra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl. econ.*, 2019, 151 e s.

13 D.l. 8 aprile 2020, n. 23, *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*, artt. 15-17, conv. con l. 5 giugno 2020, n. 40. Circa la proroga fino al 31 dicembre 2022, si v. d.l. 30 dicembre 2021, n. 228 recante *Disposizioni urgenti in materia di termini legislativi*, art. 17, conv. in l. 25 febbraio 2022, n. 15. Nell'attuale disciplina nazionale sul c.d. *"golden power"* cfr. d.l. n. 21 del 2012, art. 1, c. l, lett. c) e art. 2, c. Il bis, come modificato dal d.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 25, c. l, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51. In dottrina: R. LENER, *Brevi note sul golden power nel settore finanziario alla luce del Decreto Liquidità*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2020, 545-555.

14 In relazione alle inefficienze derivanti dal concetto di *"non-Europa"* si v. Si v. Parlamento UE, *Accrescere il valore aggiunto in un'epoca di sfide globali – Mappatura del costo della non Europa (2022-2032)*, gennaio 2023, 13 e 14.

mento di obiettivi di "autonomia strategica"¹⁵ e "sicurezza economica europea"¹⁶.

Scopo della ricerca è di esaminare le forme di controllo sugli IED, evidenziandone le principali criticità. Le carenze – che in seguito verranno rappresentate – derivanti dall'assenza di un meccanismo efficace di supervisione in ambito sovranazionale¹⁷ potrebbero essere affrontate mediante l'adozione di un efficace modello di coordinamento tra le istituzioni dell'UE ispirato al principio di sussidiarietà. In tale direzione sembra, peraltro, orientarsi la proposta di modifica del Regolamento UE in materia di IED¹⁸ che in seguito verrà, a tal fine, valutata.

2. Il controllo sugli IED tra l'ordinamento giuridico europeo e quello nazionale

Nel 2024 il numero di operazione IED è aumentato del 7,5 %. Più specificamente, le fusioni e acquisizioni estere e gli investimenti *greenfield* esteri hanno registrato rispettivamente aumenti del 10% (da 20.329 a 22.302 operazioni) e del 6,0% (da 28.405

¹⁵ A livello UE, *policies* di sviluppo economico indirizzate alla sostenibilità ed alla indipendenza (economica e tecnologica) da soggetti terzi evidenziano la necessità di sostenere l'autonomia europea in determinati settori e favorire, anche mediante forme di intervento pubblico nell'economia. Il *Green Deal Industrial Plan* intende apportare una modifica al quadro temporaneo per gli aiuti di Stato in caso di crisi e transizione e rivedere il regolamento generale di esenzione per categoria alla luce del *Green Deal* (aumentando le soglie di notifica per il sostegno agli investimenti verdi) e la creazione di un fondo sovrano europeo costituirà uno strumento finanziario per sostenere gli investimenti delle imprese europee nella produzione di tecnologie a zero emissioni. Cfr. Commissione UE, *State aid: Commission consults Member States on proposal for a Temporary Crisis and Transition Framework*, 1° febbraio 2023, in cui si chiarisce come la Commissione UE intenda intervenire sul Regolamento UE 17 giugno 2014, n. 651, *che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato*, che consente agli Stati membri di attuare direttamente le misure di aiuto, senza doverle notificare preventivamente alla Commissione per approvazione. Cfr. Commissione UE, *Il sistema economico e finanziario europeo: promuovere l'apertura, la forza e la resilienza*, 19 gennaio 2021. Ex multis: O. FONTANA-S. VANNUCCINI, *HOW TO INSTITUTIONALISE EUROPEAN INDUSTRIAL POLICY (FOR STRATEGIC AUTONOMY AND THE GREEN TRANSITION)*, IN *CENTRO STUDI SUL FEDERALISMO – RESEARCH PAPER*, FEBBRAIO 2024.

¹⁶ Commissione UE – Alto Rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, *Comunicazione congiunta sulla "strategia europea per la sicurezza economica"*, 20 giugno 2023. Cfr. anche: Commissione UE, *Impulso alla sicurezza economica dell'Europa: introduzione a cinque nuove iniziative*, 24 gennaio 2024.

¹⁷ M. Draghi, *The future of European Competitiveness*, 2024, part A, 16-17, in cui oltre a richiamare l'importanza del rafforzamento del meccanismo di cooperazione, si precisa che il mero scambio di informazioni comporta una frammentazione e che *"this fragmentation prevents the EU from leveraging its collective power in FDI negotiations and complicates the formulation of a common FDI policy"*.

¹⁸ Il Regolamento UE 2019/452, *che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, attualmente in vigore, è oggetto di una procedura di revisione avviata con la *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, presentata dalla Commissione UE il 26 gennaio 2024. Il testo è stato oggetto di emendamenti approvati dal Parlamento UE in occasione della prima lettura svolta in data 8 maggio 2025 (P10_TA(2025)0102). S. CASSESE, *Il controllo degli investimenti esteri*, in *Giorn. dir. amm.*, 2025, 11 e s.

a 30.108 operazioni)¹⁹. I dati evidenziano (tra il 2015 ed il 2024) un andamento altalenante del valore degli IED che si rapporta tuttavia ad un generale aumento del numero delle operazioni²⁰. Nel medesimo periodo di riferimento è stata registrata una media di 2.230 operazioni estere di fusione e acquisizione e 3.011 investimenti *greenfield*

¹⁹ Commissione UE, *Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 14 ottobre 2025; cfr. anche; Commissione UE, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 17 ottobre 2024, 2, in cui si riscontra come “il valore degli IED in entrata nell'Unione Europea è stato pari a 1.065 miliardi di euro” e si chiarisce inoltre che il “risultato dell'UE-27 per il 2023 è stato determinato principalmente dalla diminuzione degli IED in entrata verificatasi nei Paesi Bassi e nuovamente in Lussemburgo. I valori negativi dei flussi di IED in entrata sono in gran parte spiegati dai notevoli disinvestimenti – dovuti a componenti di debito e di deficit patrimoniale che hanno interessato società holding – prodottisi in questi due paesi nel 2023. I Paesi Bassi (con un flusso di IED in entrata pari a -135 miliardi di EUR nel 2023) hanno contribuito in particolar modo al risultato negativo dei flussi netti in entrata nell'UE-27, dato che nel quarto trimestre del 2023 alcune multinazionali hanno trasferito in altri paesi le loro operazioni condotte”. Tale valore è risultato in riduzione rispetto al 2022 in cui il valore era superiore ai 1.200 miliardi di euro. Si v. OECD, *FDI by counterpart area and by economic activity*, aggiornato al 21 febbraio 2024, in è inoltre ripreso l'andamento evolutivo, rilevando come nel 2015, il valore degli IED in entrata era pari a 1.957 miliardi di Euro, a cui ha fatto seguito un andamento altalenante. Commissione UE, *Terza relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 19 ottobre 2023, 2, secondo cui tale valore rappresenta una “crescita del 34 % rispetto ai livelli del 2020” (dovuta ad una forte crescita post-Covid nel 2021), che deve essere essa in rapporto al “calo su base annua del 14,3 % rispetto al 2021”. Cfr. anche OECD, *Foreign Direct Investment Statistics: Data, Analysis and Forecasts*, accessibili in <https://www.oecd.org/corporate/mne/statistics.htm>.

²⁰ Commissione UE, *Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., in cui si riporta come nell'UE-27 “Il totale dei flussi di IED in entrata ha registrato una tendenza al ribasso negli ultimi due anni, con un calo rispettivamente del 23 % tra il 2022 e il 2023 e dell'8,4 % tra il 2023 e il 2024. L'analisi del numero di IED rivela però che le operazioni di fusione e acquisizione hanno avuto un andamento diverso rispetto agli investimenti *greenfield*. In particolare, il flusso di operazioni estere di fusione e acquisizione, che aveva registrato una forte ripresa nel 2021, è calato del 3,6 % nel 2022 e del 15 % nel 2023, per poi tornare a crescere del 2,7 % nel 2024. I flussi di investimenti *greenfield* hanno invece registrato un aumento del 23 % nel 2021 e del 13 % nel 2022. A questa tendenza positiva hanno però fatto seguito due anni consecutivi di calo (29 % nel 2023 e 19 % nel 2024). La tendenza al ribasso dei flussi di IED su base annua osservata nel 2023 e in parte nel 2024 (per gli investimenti *greenfield*) potrebbe essere attribuita alle persistenti incertezze che continuano a incidere sull'economia dell'UE e sulla percezione del rischio da parte degli investitori”. In dottrina: A. Sacco Ginevri, *I “golden powers” dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in *Federalismi.it*, 2016; Id., *Le società strategiche*, in V. Donativi (a cura di), *Trattato delle società*, cit., IV, 843 e s.

esteri all'anno²¹.

L'incremento di tali operazioni ha reso necessario, nell'ambito dell'ordinamento dell'UE, l'adozione di *"un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione"*²² fondato su un meccanismo di cooperazione. In tale contesto, il rapporto²³ tra la Commissione UE e gli altri Stati membri è inteso a garantire uno scambio di informazioni per consentire agli Stati membri ed alla Commissione UE di presentare osservazioni sui possibili impatti sulla sicurezza e l'ordine pubblico circa IED sottoposti a controlli di altri Stati membri²⁴ o che coinvolgono più Stati membri²⁵ o ancora incida negativamente su progetti e programmi di interesse per l'UE²⁶.

L'esperienza applicativa del meccanismo di cooperazione ha tuttavia messo in luce alcune criticità con riguardo, tra l'altro, alla gestione delle notifiche in relazione soprattutto a forme di investimento estero indiretto e ad operazioni multinazionali riferite ad acquisizioni che riguardano il medesimo operatore economico attivo in diversi Stati membri²⁷. Tali difficoltà rendono evidenti i limiti strutturali della disciplina europea vigente, che incide direttamente sul ruolo della Commissione europea alla quale sono attribuite funzioni di valutazione dei rischi e di formulazione di pareri²⁸ non

21 Commissione UE, *Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 2. Più specificatamente, se nel periodo post-Covid il numero di progetti non ha fatto registrare una ripresa equivalente rispetto ai valori del 2019 ed il flusso di progetti nell'UE nell'ultimo anno è risultato in riduzione del 33%, si rileva come *"nel 2023 l'UE-27 è stata destinataria di 1.885 operazioni estere (in calo rispetto alle 2.156 operazioni del 2022) e di 1.902 progetti greenfield esteri"*. Il numero di questi ultimi, benché in calo rispetto al 2022 (in cui erano stati computati 2.858 progetti), risulta superiore agli IED realizzati mediante forme di acquisizione e fusione: Cfr. Commissione UE, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 4, in cui la tendenza al ribasso su base annua osservata nel 2023 è ricondotta alle *"incertezze cumulatesi in relazione all'economia dell'UE e dell'inasprimento della politica monetaria a partire dalla seconda metà del 2022"*. Si rileva poi come la riduzione di circa 140 miliardi di euro degli IED in entrata tra il 2021 ed il 2022 è parzialmente collegato alla riduzione degli investimenti in entrata in Lussemburgo, Stato membro in cui il fondo sovrano cinese *China Investment Corporation - CIC* opera attraverso catene societarie di diritto lussemburghese, e alla costante estensione dell'ambito di applicazione oggettivo dei meccanismi di controllo (soprattutto nel periodo dell'emergenza sanitaria).

22 Regolamento UE 2019/452.

23 Il meccanismo di cooperazione opera sia con riferimento a IDE oggetto di un controllo in corso, sia a IDE non oggetto di un controllo in corso, cfr. Regolamento UE 2019/452, artt. 6 e 7.

24 Regolamento UE 2019/452, artt. 6, par. II e 7, par. I.

25 Regolamento UE 2019/452, artt. 6, par. II e 7, par. II.

26 Regolamento UE 2019/452, art. 8.

27 A. Sacco Ginevri, *Appunti sui profili regolamentari delle operazioni societarie transfrontaliere*, in *Riv. dir. bancario*, ottobre 2023, 1 e s.; Si consenta un rimando a: M. Pignatti, *Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti "greenfield": il ruolo della vigilanza*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2024, 295-323.

28 Regolamento UE 2019/452, artt. 6, par. III, 7, par. II e 8, in relazione ad investimenti esteri diretti che comportano un rischio elevato per più di uno Stato membro o per progetti e programmi dell'UE.

vincolanti per gli Stati membri²⁹. La stessa impostazione trova conferma nell'ipotesi in cui l'operazione di investimento riguardi progetti o programmi di interesse per l'UE; in tale situazione, ai sensi dell'art. 8 del Regolamento UE 2019/452, lo Stato membro destinatario dell'investimento è tenuto semplicemente a motivare la propria decisione qualora decida di non conformarsi al parere espresso dalla Commissione³⁰. Anche in tale circostanza, la Commissione mantiene un ruolo di coordinamento e *moral suasion* piuttosto che di effettivo controllo³¹.

Dette considerazioni consentono di comprendere come la portata effettiva del meccanismo di cooperazione resti condizionata dal bilanciamento tra le competenze dell'Unione e le prerogative nazionali in materia di sicurezza. In questo contesto, i motivi di 'ordine pubblico' e di 'pubblica sicurezza'³² costituiscono cause che possono giustificare misure proporzionate degli Stati membri per derogare all'applicazione

29 Tutti gli Stati membri sono tenuti a collaborare lealmente. Nell'ambito del meccanismo di cooperazione, uno Stato membro deve tenere *"in debita considerazione"* le osservazioni degli altri Stati membri e il parere della Commissione e prendere in considerazione, se del caso, le misure disponibili nell'ambito della propria legislazione nazionale o della propria politica generale. Ciò implica che lo Stato membro ospitante deve valutare le osservazioni ricevute o il parere della Commissione prima di prendere una decisione su un investimento diretto estero.

30 Corte dei Conti UE, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 30 e s.; Regolamento UE 2019/452, art. 8, par. II, lett. c), *"lo Stato membro in cui l'investimento estero diretto è in programma o è stato realizzato prende nella massima considerazione il parere della Commissione e fornisce a quest'ultima una spiegazione qualora non lo segua"*.

31 Regolamento UE 2019/452, art. 8, par. I, lett. b) e c). Nel contesto di progetti o programmi di interesse dell'Unione interessati da investimenti diretti esteri, i pareri della Commissione devono essere tenuti nella *"massima considerazione"* dallo Stato membro in cui l'IED è pianificato o completato. Ciò significa che, per impostazione predefinita, gli Stati membri sono tenuti a seguire il parere o a fornire le ragioni per cui non lo fanno.

32 La nozione di 'pubblica sicurezza' in particolare ha una portata ampia che comprende tutti gli aspetti della sicurezza, interna ed esterna (ricomprendendo i profili di sicurezza nazionale) e tutte le norme adottate a tutela dell'integrità di uno Stato membro. Ulteriori deroghe connesse al concetto si "pubblica sicurezza" sono altresì presenti nella disciplina sulla libera circolazione dei lavoratori (TFUE, art. 45, par. III), dei capitali e dei pagamenti (TFUE, art. 65, par. I, lett. b), e le relative disposizioni sullo spazio di libertà, sicurezza e giustizia (TFUE, art. 72). Corte giust., *Schiebel Aircraft GmbH c. Bundesminister für Wirtschaft, Familie und Jugend*, in C-474/12, 2014, nel caso di specie, l'Austria richiedeva ai membri degli organi di rappresentanza di una società o agli azionisti che hanno il diritto di gestire e rappresentare società commerciali destinate al commercio di armi e munizioni militari il requisito della cittadinanza austriaca. La Corte ha ritenuto che il requisito della cittadinanza era contrario alle disposizioni degli artt. 45 e 49 del TFUE e non sufficiente che uno Stato membro faccia riferimento solo all'art. 346 TFUE per derogare al diritto dell'Unione. Lo Stato membro che si richiama all'art. 346, par. 1, lett. b), del TFUE deve dimostrare che l'eccezione prevista da questa disposizione deve essere applicata per tutelare gli interessi essenziali di sicurezza dello Stato. Inoltre, in conformità con il principio di proporzionalità, non devono andare oltre quanto è opportuno e necessario per raggiungere l'obiettivo perseguito. Secondo la Corte di Giustizia UE, questi obiettivi avrebbero potuto essere raggiunti con misure meno restrittive, come controlli regolari sulla produzione e sul commercio di armi, obblighi di riservatezza sanzionati amministrativamente o sanzioni penali volte a proibire la diffusione di informazioni strategiche.

delle libertà europee incidendo sui mercati³³.

Occorre però distinguere le ipotesi testé menzionate da quelle fondate su esigenze di 'sicurezza nazionale'³⁴ o di 'difesa'³⁵ che richiamano un concetto più ristretto di sicurezza riconducibile a quella "militare esterna"³⁶ essenzialmente preordinata a salvaguardare l'integrità territoriale di uno Stato³⁷. Esse rappresentano deroghe alle più generali previsioni in materia di "pubblica sicurezza" e devono essere ovviamente esercitate con cautela; di qui l'obbligo imposto agli Stati membri di dichiarare in modo espresso le ragioni che giustificano il ricorso a simili poteri³⁸, al fine di evitare che possano essere impiegati per finalità in contrasto con i principi dell'Unione³⁹.

Il quadro nazionale italiano si inserisce pienamente in tale logica di equilibrio tra tutela dell'interesse strategico e rispetto delle regole europee. In Italia, nel 2024, sono

33 Nel rapporto tra libertà di stabilimento e libera circolazione dei capitali, si v.: Corte giust., 13 luglio 2023, *Magyarország c. Innovációs*, in C-106/22, 41-42, che riconduce "nella sfera di applicazione delle norme in materia di libertà di stabilimento e non in quelle relative alla libera circolazione dei capitali una normativa nazionale destinata ad applicarsi alle partecipazioni che consentano di esercitare una sicura influenza sulle decisioni di una società e di determinarne le attività". Tale previsione consegue ad una partecipazione al capitale sociale che sia tale da garantire una sicura influenza sulla società.

34 TFUE, art. 346, par. I, a).

35 TFUE, art. 346, par. I, b).

36 Si v. le conclusioni dell'Avvocato Generale Sir Gordon Slynn, in *Campus Oil Limited c. Minister for Industry and Energy*, C-72/83, 1984.

37 Corte giust., *Commissione CE c. Finlandia*, in C-284/05, 2009. Nel caso di specie la Finlandia aveva omesso di gravare le attrezzature militari importate con dazi all'importazione sostenendo che il materiale rientrava nella deroga di cui all'art. 346 (1) b) TFUE. Secondo la Corte, non è possibile concludere che il Trattato contenga una riserva generale tale da implicare che tutte le misure adottate in materia di pubblica sicurezza non rientrino nell'ambito di applicazione del diritto dell'Unione. L'accettazione di una simile riserva comprometterebbe la natura vincolante del diritto dell'Unione e la sua applicazione uniforme. La Corte di Giustizia UE (rimettendo l'onere della prova allo Stato che invocava la deroga) ha ritenuto che la Finlandia non avesse dimostrato che le condizioni necessarie per l'applicazione dell'art. 346 TFUE.

38 Si v. la procedura di infrazione nr. 2017/2185 ex art. 258 TFUE nei confronti della Repubblica Italiana per la presunta violazione della direttiva 2009/81/CE in materia di appalti pubblici nel settore della difesa e relativa alla procedura italiana per acquisizione delle unità PPA, LSS e LHD. Tale procedura si è conclusa a seguito dell'adozione della Circolare SGD-G-042, *Modalità di affidamento dei programmi alla Organizzazione congiunta per la cooperazione in materia di armamenti (Occar)*, 2019, in cui il Segretariato generale della difesa – Direzione nazionale degli armamenti, in linea con l'interpretazione fornita dalla Commissione UE, chiarisce che le "stazioni appaltanti del Ministero della Difesa e le articolazioni del Segretariato Generale – prima di invocare i motivi di esclusione di cui all'articolo 12, lett. c), della direttiva 2009/81 per l'affidamento di programmi ad Occar – devono condurre una attenta analisi di situazione tenendo presente che tale articolo può essere invocato solo in caso di affidamento ad Occar della realizzazione di un programma di cooperazione tra due o più Stati Membri". Si v. Corte dei Conti, *Il programma navale per la tutela della capacità marittima della difesa*, Deliberazione 23 dicembre 2019, n. 19/2019/G.

39 Corte giust., 13 luglio 2023, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*, in C-106/22, p.ti 64-65 e 66; Corte giust., 27 febbraio 2019, *Associação Peço a Palavra e a.*, in C-563/17, p.to 70; Corte giust., 21 dicembre 2016, *AGET Iraklis*, in C-201/15, p.to 72.

state registrate 835 operazioni oggetto di controllo, di cui 660 notifiche e 175 prenotifiche⁴⁰, evidenziando un incremento nel numero delle notifiche e delle prenotifiche presentate dalle imprese, rispetto a 2023 (in cui erano quantificate rispettivamente in 577 e 150). I poteri speciali sono stati esercitati in 32 casi (di cui un solo veto all'operazione e una sola opposizione all'acquisito di partecipazioni)⁴¹.

L'esercizio del *golden power*⁴² è attribuito alla Presidenza del Consiglio dei Ministri che interviene a seguito di una notifica preventiva rispetto all'operazione di investimento (c.d. prenotifica)⁴³, oppure, in alternativa, di una notifica contestuale alla delibera (ovvero all'atto o all'operazione che si intende realizzare)⁴⁴. Tale notifica è obbligatoria e la sua

40 Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione concernente l'attività svolta sulla base dei 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*, 30 giugno 2025, 9. Si consideri anche come nel 2024 "l'Italia ha ricevuto 411 notifiche provenienti dagli altri Stati membri, riguardanti investimenti esteri diretti. La rilevazione, sostanzialmente in linea con il numero di notifiche pervenute nell'anno 2023, pari a 409, continua a far registrare un incremento di circa il 20 per cento rispetto al numero di operazioni notificate dagli altri Stati membri nel 2022, anno in cui erano pervenute 342 notifiche".

41 Nei restanti casi, 18 notifiche sono state oggetto di esercizio dei poteri speciali con condizioni o prescrizioni, ai sensi degli articoli 1 e 2 del decreto-legge n. 21 del 2012, e 12 piani annuali 5G, o relativi aggiornamenti, sono stati approvati con l'apposizione di specifiche prescrizioni.

42 D.l. n. 21 del 2012, art. 1, in cui si prevede la possibilità di: adottare determinate condizioni ed impegni diretti per tutelare gli interessi essenziali dello Stato (potere prescrittivo); apporre veti riguardo l'adozione di alcune delibere societarie (potere interdittivo); opporsi all'acquisto di partecipazione da parte di un soggetto diverso dallo Stato, ente pubblico, o soggetto controllato da questi, che comportino la possibilità per l'acquirente di esercitare in qualsiasi modo diritto di voto che potrebbe compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale (potere oppositivo). In alcuni casi poi, benché non siano esercitati i poteri speciali, gli atti adottati possono contenere delle raccomandazioni non vincolanti per l'impresa (9 casi nel 2022; 5 casi nel 2021; 11 casi nel 2020), senza tuttavia definirne in maniera chiara il relativo valore giuridico. Su tale ultimo aspetto si v.: D.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 6, c. IV, in cui si prevede che "il Gruppo di coordinamento delibera sulla proposta di non esercizio dei poteri speciali e il Dipartimento per il coordinamento amministrativo trasmette alle parti del procedimento la deliberazione del Gruppo, sottoscritta dal Presidente o suo delegato. In tali casi, la deliberazione di non esercizio può prevedere raccomandazioni all'impresa". Assonime, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali*, in note e studi, 2023, n. 7, 15-16, ove alle raccomandazioni governative è ricondotto un effetto di *moral suasion* nei confronti dell'impresa destinataria. In dottrina, tra i contributi più recenti, si v.: E. DE CHIARA, *POTERI AMMINISTRATIVI ED AUTONOMIA PRIVATA NELLA CONFORMAZIONE GIURIDICA DEL MERCATO*, CACUCCI EDITORE, BARI, 2025, 1-258.

43 D.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 26, c. I, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51, con cui è stato introdotto l'art. 2 quater al d.l. n. 21 del 2012; d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 7.

44 D.l. n. 21 del 2012, art. 1, c. IV, V e V bis.

omissione (o il suo tardivo adempimento) comporta l'applicazione di sanzioni pecuniarie fino all'importo massimo pari *"al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'uno per cento del fatturato cumulato realizzato dalle imprese coinvolte nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio"*⁴⁵. È solo il caso di precisare che, in presenza di tali violazioni, il Presidente del Consiglio potrà comunque disporre l'avvio d'ufficio del procedimento di controllo⁴⁶.

L'introduzione dell'istituto della prenotifica⁴⁷ e la contestuale definizione, sul piano organizzativo, di peculiari forme di coordinamento amministrativo⁴⁸ rispondono all'esigenza di ridurre il numero delle notifiche di carattere prudenziale e di accrescere l'efficienza del meccanismo di controllo. Detta impostazione, come è stato rilevato anche in dottrina, consente di evitare il sovraccarico procedimentale derivante dalle c.d. "doppie notifiche"⁴⁹; nondimeno, le menzionate previsioni evidenziano la complessità di un sistema nel

45 D.l. n. 21 del 2012, art. 1, c. VIII bis.

46 Cfr. d.l. n. 21 del 2012, art. 1, c. VIII bis, come riscritto dal d.l. 8 aprile 2020, n. 23, art. 16, conv. con l. 5 giugno 2020, n. 40; l'art. 1 bis, c. V, come modificato dall'art. 28 del d.l. 21 marzo 2012, n. 21; art. 2, c. VII bis, introdotto dal d.l. 8 aprile 2020, n. 23, art. 16, conv. con l. 5 giugno 2020, n. 40. Tali disposizioni definiscono un procedimento amministrativo in cui è possibile l'iniziativa della Presidenza del Consiglio dei Ministri anche laddove sia stato violato l'obbligo di notifica, ovverosia nei casi di assenza o di ritardo della stessa. Le disposizioni sono volte a superare la prassi per cui ove il Governo, a fronte della violazione dell'obbligo di notifica, invitava l'investitore o l'impresa a notificare (e, contestualmente, avviava il procedimento sanzionatorio), con il rischio, però, che queste rimanessero inerti e paralizzassero il procedimento amministrativo. In dottrina: 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, 10; A. SACCO GINEVRI, *GOLDEN POWERS E INFRASTRUTTURE FINANZIARIE DOPO IL DECRETO LIQUIDITÀ*, in *DIR. BANCARIO – EDITORIALI*, APRILE 2020, 1-3; A. SANDULLI, *LE RELAZIONI FRA STATO E UNIONE EUROPEA NELLA PANDEMIA, CON PARTICOLARE RIFERIMENTO AL GOLDEN POWER*, in *DIR. PUB.*, 2020, 416; L. VASQUES, *GOLDEN POWER. ALCUNE NOTE A MARGINE DELLA DISCIPLINA EMERGENZIALE DEL CONTROLLO GOVERNATIVO SULLE ACQUISIZIONI IN ITALIA*, in *MERCATO CONCORRENZA REGOLE*, 2020, 125 E S.

47 D.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 26, c. I, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51, ha introdotto l'art. 2 quater al d.l. n. 21 del 2012.

48 Si v. il ruolo del gruppo di coordinamento amministrativo di cui al d.l. n. 21 del 2012, art. 2 quater, introdotto con d.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 26 e al d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 7, e la collaborazione con autorità amministrative di settore, prevista al d.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, inserito con d.l. 21 settembre 2019, n. 105, art. 4 bis, c. I, lett. d), conv. con l. 18 novembre 2019, n. 133.

49 D.l. 21 marzo 2022, n. 21, artt. 24 e 25, che hanno modificato, rispettivamente, gli artt. 1, c. V e 2, c. V del d.l. n. 21 del 2012. In dottrina, sul punto: S. De Nitto, *I golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale: alla ricerca di un delicato equilibrio*, in *Dir. amm.*, 2022, 553-587.

quale si intrecciano valutazioni giuridiche, economiche e di natura politica⁵⁰. Ciò ha reso necessario l'adozione di misure di sostegno rivolte ai settori ritenuti di interesse strategico nazionale⁵¹, soggetti all'applicazione dei poteri speciali.

L'ampia discrezionalità nelle valutazioni svolte comporta margini di incertezza non solo circa il regime giuridico applicabile, ma anche al suo ambito di applicazione⁵². Questi elementi di complessità hanno così portato ad iniziative volte a promuovere modifiche alla disciplina nazionale mediante la previsione: di documenti orientativi, la limitazione dei controlli sulle operazioni infragruppo e la semplificazione dei procedimenti di controllo⁵³.

La complessità dei rapporti descritti risulta ancora più articolata nei settori regolamentati in cui i relativi operatori sono già sottoposti ad una stringente disciplina di settore e attività di vigilanza.

In tale caso le valutazioni compiute dagli Stati membri (in relazione all'esercizio dei poteri speciali), benché volte a perseguire obiettivi differenti dalla vigilanza prudenziale di

50 A. Sandulli, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Dir. pubbl.*, 2020, 413, in cui la disciplina italiana dei golden powers è considerata "frutto della crisi tra tecnica, discrezionalità e politica". Si v. anche 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*, Il Mulino, Bologna, 2019, 118; 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*, cit., 2013, 147.

51 D.l. 5 dicembre 2022, n. 187, *Misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici*, conv. in l. 1° febbraio 2023, n. 28. Il provvedimento prevede misure per sostenere, ove valutato opportuno, anche mediante ricapitalizzazione, le imprese destinatarie di misure in applicazione della disciplina sui poteri speciali (c.d. "golden power") di cui al d.l. n. 21 del 2021 (art. 2). In particolare, si prevede che, previa valutazione del Ministero delle imprese e del made in Italy e su istanza delle imprese soggette al d.l. n. 21 del 2012, possa essere riconosciuto l'accesso prioritario: a. al Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività di impresa di cui all'art. 43 del d.l. n. 34 del 2020; b. agli interventi erogati dal Patrimonio Rilancio gestito da Cassa Depositi e Prestiti, ai sensi dell'art. 27 del d.l. n. 34 del 2020; c. ai contratti di sviluppo (su istanza da presentare nei due anni successivi all'esercizio dei poteri speciali); d. agli accordi per l'innovazione (su istanza da presentare nei due anni successivi all'esercizio dei poteri speciali). Cfr. anche: Ministro delle Imprese e del Made in Italy di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, d.i. 16 ottobre 2023, *Misure economiche connesse all'esercizio del golden power*.

52 Si v., a titolo esemplificativo, la possibilità di ricomprendere l'obbligo di notificazione degli atti posti "a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea, ivi compresi quelli stabiliti o residenti in Italia" (art. 2, c. II e V). In dottrina: 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 *Consob – quaderni giuridici*, febbraio 2019, 12-15; F. Riganti, *I Golden Powers Italiani tra vecchie privatizzazioni e nuova disciplina emergenziale*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2020, 873 e s.

53 Si v.: Assonime, *Proposte per una semplificazione del quadro regolamentare e applicativo in materia di golden power*, 6/2024; Osservatorio del Golden Power, *Documento programmatico – Proposte di revisione della normativa in materia di poteri speciali*, 2025.

settore⁵⁴, possono comportare sovrapposizioni con l'attività delle Autorità nazionali ed europee.

In questo è utile rilevare come forme di collaborazione con le Autorità di settore siano previste solo a livello nazionale. Nell'ordinamento giuridico italiano queste sono state introdotte solo dal 2019⁵⁵. Tuttavia, il carattere riservato delle informazioni scambiate nell'ambito del meccanismo di cooperazione europeo implica che i rapporti di collaborazione risultino finalizzati all'acquisizione di elementi utili da parte del Gruppo di coordinamento istituito presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri (nella cui attività le Autorità di settore non sono coinvolte)⁵⁶, in quanto destinate a "raccolgere elementi utili all'applicazione" dei poteri speciali di *golden power*⁵⁷.

3. Le criticità nell'efficacia ed effettività dell'attività di controllo

Rischi generali, connessi alla complessità della disciplina attualmente in vigore⁵⁸ e agli strumenti utilizzati per eludere l'attività di controllo (o distorcere la corretta applicazione dei poteri speciali nazionali), si rapportano a criticità specifiche connesse alle peculiarità del settore finanziario.

La circostanza per cui l'attuale disciplina non preveda un obbligo di costituire meccanismi di controllo a livello nazionale ha di fatto limitato lo sviluppo di un'attività di supervisione a carattere transnazionale. L'individuazione, da parte del legislatore europeo, di alcuni "fattori" che possono essere presi in considerazione per valutare le differenti

54 Regolamento UE, 2019/452, cons. n. 37, l'attuale disciplina europea indica come questa "non incide sulle regole dell'Unione per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, che costituisce una procedura distinta con un obiettivo specifico".

55 Si v. il d.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56. L'articolo è stato introdotto dal 2019, ad opera del d.l. 21 settembre 2019, n. 105, art. 4 bis, c. I, lett. d), conv. con modificazioni dalla l. 18 novembre 2019, n. 133.

56 Si v. il d.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, c. I, in cui all'ultimo periodo si precisa come "le autorità (...) non possono opporre al gruppo di coordinamento il segreto d'ufficio". conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56. Cfr. anche il d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 3, che nel disciplinare le attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri, disciplina il funzionamento del "Gruppo di coordinamento" a cui le autorità di settore non partecipano direttamente, ma in virtù di un rapporto di collaborazione volto allo scambio di informazioni.

57 D.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, c. II.

58 Corte dei Conti UE, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, cit.; Commissione UE, *EU Foreign Direct Investment Screening 2024 Revision*, 24 gennaio 2024, 2, in cui si prevede una uniformazione della durata dei procedimenti, un obbligo degli Stati membri in cui si svolge una procedura di controllo di discuterne con la Commissione UE e gli altri Stati interessati, oltre che di comunicare gli esiti circa la decisione finale assunta.

forme di investimento⁵⁹ mira, in linea di principio, a favorire l'identificazione dei settori ritenuti essenziali per gli Stati membri e dei progetti di rilevanza strategica per la Commissione europea. Tuttavia, la natura meramente orientativa⁶⁰ di tali criteri ha di fatto consentito un ricorso flessibile alle deroghe previste in materia di IED, trasformandole in strumenti potenzialmente idonei ad eludere le libertà economiche garantite dal diritto dell'Unione. Alla carente armonizzazione delle procedure adottate a livello nazionale si aggiunge, inoltre, l'assenza di un coordinamento sinergico tra i diversi sistemi di controllo. L'attuale disciplina non impone, infatti, agli Stati membri l'obbligo di esercitare i poteri speciali di cui dispongono in relazione a rischi che possano incidere negativamente su altri ordinamenti nazionali, né di comunicare gli esiti dei controlli effettuati. Ne risulta un quadro frammentato, nel quale la cooperazione tra le autorità nazionali rimane affidata a prassi volontarie, con evidenti ripercussioni sull'efficacia complessiva del meccanismo di tutela degli interessi strategici europei.

Al riguardo, rileva altresì la circostanza per cui la Commissione europea è formalmente autorizzata a valutare le operazioni di IED che non siano oggetto di un controllo nazionale in corso e, tuttavia, l'effettivo valore aggiunto di tale prerogativa appare limitato, in considerazione della scarsa disponibilità di informazioni sulle operazioni stesse (fatta eccezione per i casi di dominio pubblico). A ciò si aggiunga un ulteriore fattore di problematicità connesso allo scarso livello di integrazione del mercato interno e alla natura transnazionale delle operazioni di investimento di cui trattasi che comportano implicazioni anche di profilo transfrontaliero⁶¹. In particolare, per gli operatori vigilati è richie-

⁵⁹ Regolamento UE 2019/452, art. 4. Si v. anche Corte dei Conti UE, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 22, in cui la stessa valutazione sull'"incidenza" è interpretata in maniera differente dalle autorità nazionali che si occupano del controllo sugli IED. Nell'effettuare tale valutazione possono essere presi in considerazione anche gli effetti degli IED relativi all'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o alla capacità di controllare tali informazioni, o alla libertà e al pluralismo dei media. Gli Stati membri e la Commissione tengono conto anche del contesto e delle circostanze dell'investimento diretto estero, in particolare se l'investitore estero è controllato direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso finanziamenti significativi, comprese le sovvenzioni) dal governo di un Paese terzo o se sta perseguendo progetti o programmi esterni guidati dallo Stato. La valutazione viene effettuata caso per caso.

⁶⁰ Corte dei Conti UE, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 29.

⁶¹ Commissione UE, *Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 16, in cui nel richiamare le 477 notifiche trasmesse da 21 Stati membri nel 2024, si evidenzia come "quattro Stati membri (Spagna, Austria, Italia, Francia) hanno effettuato il 76 % di tali notifiche".

sto "un esame approfondito da parte delle Autorità di diversi Stati membri"⁶². In detto ambito vanno evidenziate le difficoltà di individuare per poi valutarli i rischi associati alla circostanza che soggetti giuridici formalmente costituiti in altri Stati membri, operino in sedi diverse con effetti potenziali a livello unionale. Si ha riguardo all'eventualità che una singola operazione di investimento o di acquisizione possa generare effetti rilevanti in più Stati membri, richiedendo l'applicazione simultanea di differenti ordinamenti giuridici nazionali⁶³; ne consegue che, in assenza di un effettivo coordinamento tra le autorità nazionali e la Commissione europea, il meccanismo di cooperazione rischia di perdere efficacia, con la possibilità che gli effetti negativi di singole operazioni si propaghino ben oltre i confini nazionali⁶⁴.

Sotto altro profilo, il crescente ricorso a fondi di investimento, non agevola l'identificazione del titolare effettivo dell'investimento. L'utilizzo di società stabilite all'interno dell'Unione Europea accentua tale difficoltà in ragione della possibilità di celare il reale

62 Nell'ordinamento giuridico italiano si v. d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19, *Attuazione della direttiva (UE) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere*, art. 4, c. VI, ove, in relazione alle operazioni transfrontaliere, è fatta salva l'applicazione della disciplina e dei poteri previsti dal: d.lgs. n. 385 del 1993 (TUB), d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), d.lgs. n. 209 del 2005 (in materia di imprese assicurative), l. n. 287 del 1990 (in materia di tutela della concorrenza e del mercato), d.l. n. 332 del 1994, convertito con l. n. 474 del 1994 (in materia di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni) e d.l. n. 21 del 2012, convertito con modificazioni con l. n. 56 del 2012 (in materia di *golden powers*). In dottrina: F. Capriglione, *Concentrazioni bancarie e logica di mercato*, in *Banca e borsa*, 2008, 326 e s.

63 A titolo esemplificativo si v. il caso delle operazioni soggette contemporaneamente a controllo in più Stati membri. Il Regolamento UE 452/2019 non prevede, in relazione alle c.d. "operazioni multinazionali", procedure volte ad allineare e uniformare l'attività di controllo (es. i termini procedurali). In questi casi il richiedente dovrebbe presentare contemporaneamente le diverse richieste di autorizzazione negli Stati membri interessati. Tali Stati membri dovrebbero inoltre notificare le richieste contemporaneamente al meccanismo di cooperazione, senza prevedere strumenti di coordinamento.

64 European Banking Authority, *Potential regulatory obstacles to crossborder mergers and acquisitions in the EU banking sector*, febbraio 2020, 11 e s. in cui si evidenzia come nel 2017, la struttura del sistema bancario era prevalentemente sotto il controllo nazionale nelle maggiori economie dell'area dell'euro, mentre era prevalentemente sotto il controllo estero in alcune economie più piccole dell'area dell'euro. In particolare, in alcuni piccoli Stati membri dell'UE che fungono da giurisdizioni ospitanti di gruppi bancari stranieri, la presenza di istituzioni estere (ossia le attività di filiali e succursali estere) è diminuita a seguito della crisi finanziaria, il che evidenzia il ridimensionamento dell'attività transfrontaliera dopo la crisi finanziaria, nonché l'attenzione delle politiche nazionali che ha accompagnato la crisi, nonché l'attenzione degli organi politici nazionali per il consolidamento a livello nazionale come strategia di gestione della crisi, in assenza di un quadro comune di gestione delle crisi a livello europeo. In dottrina: A. Sacco Ginevri, *Appunti sui profili regolamentari delle operazioni societarie transfrontaliere*, in *Riv. dir. bancario - dialoghi di diritto dell'economia*, ottobre 2023, 1-9.

investitore attraverso la costituzione di catene societarie⁶⁵ e per l'elevata presenza di imprenditori di nazionalità estere nel tessuto economico nazionale⁶⁶. Tale fenomeno è reso ancora più problematico dalla crescente presenza di imprenditori di nazionalità estera nel tessuto economico nazionale e dalla possibilità che l'investitore sia una persona fisica formalmente dotata di cittadinanza europea, comprendendo anche le seconde generazioni di cittadini stranieri.

Se nei settori non vigilati i rischi possono assumere carattere esponenziale, i settori vigilati non sono esenti da rischi. In tali ambiti, ad esempio, la costituzione di una società di gestione di un mercato regolamentato in uno Stato membro privo di un meccanismo di controllo (o nel quale il rischio non venga adeguatamente rilevato) può produrre effetti negativi sull'intero sistema europeo. Analogamente, criticità possono emergere attraverso l'emissione di strumenti finanziari non partecipativi ai quali siano associati diritti amministrativi, con possibili implicazioni sulla *governance* societaria e sull'esercizio del controllo⁶⁷. Nello stesso modo rischi possono sussistere attraverso l'emissione di strumenti finanziari non partecipativi a cui siano associati diritti amministrativi.

La contestuale attività di controllo nell'ambito del possibile esercizio dei poteri speciali e nell'attività di vigilanza di settore può comportare sovrapposizioni procedurali e valutative. Tali criticità applicative, già rilevate in via dottrinale e giurisprudenziale⁶⁸, sono emerse in modo evidente nella valutazione preliminare della Commissione UE avente ad oggetto l'operazione pubblica di scambio UniCredit S.p.A. e Banco BPM S.p.A.: (del 14 luglio 2025) nella quale la Commissione UE ha espresso dubbi in merito alla corretta delimitazione delle competenze tra l'esercizio dei poteri speciali nazionali e le proprie

65 Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 38, in cui si riporta che «il fondo sovrano cinese *China Investment Corporation* - CIC realizza i propri investimenti in Europa prevalentemente attraverso alcune catene societarie di diritto lussemburghese».

66 Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 38, in cui si riporta la presenza in Italia di 50.797 imprenditori nati nella Repubblica Popolare Cinese.

67 Si consenta un rimando a: M. Pignatti, *Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti "greenfield": il ruolo della vigilanza*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2024, 295-323.

68 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748.

attribuzioni in materia di concentrazioni⁶⁹, nonché rispetto al ruolo di vigilanza svolto dalla BCE⁷⁰.

A tali sovrapposizioni si aggiungono i profili di natura antiriciclaggio, in particolare alla luce della proposta di riforma del regolamento UE, che introduce in materia di IED il concetto di "titolare effettivo" (mutato dalla disciplina *Anti Money Laundering*⁷¹) al fine di individuare chi, "in ultima istanza, possiede o controlla un soggetto giuridico"⁷². Tale estensione potrebbe rafforzare la trasparenza delle strutture proprietarie, ma porrebbe ulteriori problemi di coordinamento con le competenze delle autorità nazionali e con le finalità proprie del controllo sugli investimenti esteri.

Ulteriori elementi di criticità emergono dalla natura trasversale di alcuni settori econo-

69 Si v. il caso relativo al veto all'acquisizione di Aegon Magyarország Általános Biztosító Zrt (Aegon) da parte di Vienna Insurance Group AG (VIG) – entrambe società operanti nel settore assicurativo e quotate nei mercati regolamentati – (operazione considerata di rilevanza europea) posto dall'Ungheria in: Commissione UE, *Decision relating to Article 21, paragraph 4, of Council Regulation 139/2004 (Case M. 10494 – VIG/AEGON CEE)*, 21 febbraio 2022, accessibile in https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases1/202306/M_10494_8924181_186_3.pdf. Nel caso di specie, l'Ungheria aveva giustificato la propria decisione di veto ricorrendo alla disciplina in materia di IED e giustificando il proprio provvedimento sulla base di motivi di pubblica sicurezza (emersi da documenti riservati, la cui diffusione e condivisione risulterebbe limitata dalla legge). Tuttavia, la Commissione UE ha rilevato che, trattandosi di un'eccezione rispetto alla disciplina europea sulle concentrazioni, alla libertà di stabilimento e alla libera circolazione dei capitali, lo Stato membro avrebbe dovuto fornire elementi idonei a dimostrare l'effettiva pertinenza alla pubblica sicurezza ungherese sulla base del dovere di leale collaborazione (TUE, art. 4, par. III). In dottrina: L. Locci, *Controllo degli investimenti esteri diretti e libertà europee nel caso Vig/Aegon (FDI screening and European freedoms in the Vig/Aegon case)* nota alla *Decisione della Commissione del 21 febbraio 2022, Caso M. 10494 – Vig/Aegon CEE*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, II, 6 e s.

70 Commissione UE, *Valutazione preliminare a norma dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21 dell'accordo SEE – Caso M.12052 – UNICREDIT / BANCO BPM*, 14 luglio 2025, in cui si rileva come "nella misura in cui le varie Prescrizioni stabilite dal Decreto sono giustificate sulla base di considerazioni relative ai rischi relativi alla condotta dell'ente creditizio, compresa qualsiasi considerazione in merito ai rischi relativi alla futura continuità delle attività di prestito, il Decreto incide sulla competenza esclusiva della BCE in quanto autorità di vigilanza prudenziale ed è pertanto in violazione dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, come attuato nell'SSMR". Nello stesso modo "la BCE ha la responsabilità esclusiva di valutare l'acquisizione di partecipazioni qualificate da parte di UniCredit ai sensi dell'articolo 4, lettera c), e dell'articolo 15 dell'SSMR e, se necessario, può imporre condizioni da un punto di vista prudenziale. Pertanto, la BCE ha competenza esclusiva per valutare i rischi connessi alla futura capacità dell'ente risultante dall'Operazione di svolgere attività di prestito".

71 D.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, art. 20, in cui si individuano le partecipazioni superiori al 25% del capitale sociale come quelle da cui discende l'individuazione del titolare effettivo. V. Donativi, *Il "titolare effettivo" di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, in *Giur. comm.*, 2023, 5 e s.

72 Si v. il testo approvato in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, *cit.*, in cui si propone l'introduzione dei p.ti 7 bis e 7 ter all'art. 2 (emendamenti n.ro 60 e 61). Gli emendamenti proposti dal Parlamento UE sono volti ad individuare il "titolare effettivo" e le forme di "assetto proprietario opaco". Tale seconda situazione sè ricondotta ad "un accordo in cui la proprietà o il controllo di un'entità risulta poco chiaro, celato o difficile da accertare, anche in ragione dell'uso di strutture giuridiche complesse, di molteplici livelli di proprietà, di azionisti fiduciari, di trust o di altri meccanismi che occultano l'identità del titolare effettivo".

mici, in particolare quello dell'ICT, la cui incidenza non si riflette solo sugli operatori del comparto bancario, finanziario ed assicurativo, ma concerne anche i fornitori di servizi digitali⁷³.

A ben considerare, le difficoltà sopra delineate dimostrano come l'attuale meccanismo di cooperazione non garantisce una tutela solida della sicurezza economica dell'UE; tale constatazione rende urgente la realizzazione di uno coordinamento da realizzare a livello sovranazionale tra le autorità competenti cui consegue la revisione del quadro normativo di riferimento in materia.

4. L'operazione UniCredit S.p.A. e Banco BPM S.p.A.

Le criticità sinora evidenziate trovano una significativa conferma nella prassi più recente e, in particolare, nell'OPS promossa da UniCredit S.p.A. sulle azioni del Banco BPM S.p.A., la quale conferma le tensioni esistenti tra l'ordinamento giuridico nazionale e quello dell'UE che sono temporaneamente sfociate nella lettera di messa in mora indirizzata all'Italia il 21 novembre 2025⁷⁴.

L'operazione, approvata dalla Consob (per quanto concerne il documento di offerta)⁷⁵ e dalla Commissione Europea (ai sensi del Regolamento UE in materia di concentrazioni)⁷⁶, ha comportato l'attivazione dei poteri speciali da parte della Presidenza del Consiglio⁷⁷ e l'imposizione di prescrizioni⁷⁸ idonee ad incidere sull'operatività dell'ente

⁷³ Su cui si v. T.A.R. Lazio, Roma, sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275.

⁷⁴ Commissione UE, INFR(2025)2152, 21 novembre 2025, secondo cui, senza fare espressamente riferimento al caso UniCredit S.p.A. e Banco BPM S.p.A., "the Commission has raised concerns over the so-called 'Golden Powers' legislation (Law Decree 21/2012, as amended and extended in 2021 and 2022), which grants the Italian government broad prerogatives to review, block or impose conditions on corporate transactions in the banking sector. While intended to safeguard national security and public order, this legislation, as applied by the Italian authorities, risks allowing for unjustified interventions on economic grounds which compromises the principles of freedom of establishment and the free movement of capital within the Single Market. Moreover, the Italian legislation overlaps with the exclusive competences of the European Central Bank under the Single Supervisory Mechanism. The Commission is therefore sending a letter of formal notice to Italy, which now has two months to respond and address the shortcomings raised by the Commission. In the absence of a satisfactory response, the Commission may decide to issue a reasoned opinion".

⁷⁵ Consob, delibera 1° aprile 2025, n. 23492. Sulle successive sospensioni si v. le delibere 21 maggio 2025, n. 23562 e 22 luglio 2025, n. 23640.

⁷⁶ Commissione UE, *Merger UNICREDIT / BANCO BPM* - M.11830, 19 giugno 2025.

⁷⁷ Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri (DPCM) del 18 aprile 2025.

⁷⁸ Le prescrizioni sono richiamate nella ricostruzione in fatto dal collegio di prime cure e comportano di: - non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali; - non ridurre il livello del portafoglio attuale di project finance di Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia; - per un periodo almeno 5 anni: (i) non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.A. in titoli di emittenti italiani; (ii) supportare lo sviluppo della Società; - cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestiti transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del provvedimento stesso".

creditizio. Tale esercizio, ritenuto legittimo da parte del TAR con sentenza del 12 luglio 2025, n. 13748, ha rivelato tuttavia un'espansione eccessiva dell'intervento pubblico nell'economia⁷⁹.

A ben considerare, la vicenda UNICREDIT/BPM costituisce un chiaro esempio della difficoltà di conciliare la tutela della sicurezza economica nazionale con il rispetto delle competenze e dei principi dell'ordinamento dell'Unione. Ciò emerge con particolare chiarezza dal momento che l'operazione riguardava due enti creditizi entrambi stabiliti in Italia, sebbene soggetti a una partecipazione azionaria diffusa; un contesto, dunque, che esulava dalle originarie finalità del *golden power*.

In tale prospettiva, l'analisi condotta dal TAR, pur riconoscendo che il passaggio dalla *golden share* al *golden power* ha consentito di adeguare l'ordinamento nazionale ai principi europei, non approfondisce l'impatto delle numerose modifiche che, nel tempo, hanno ampliato in modo significativo l'ambito di applicazione dell'istituto. Le estensioni introdotte in via emergenziale, come quelle successive al conflitto in Ucraina, hanno infatti assunto carattere permanente, determinando un'estensione significativa dei poteri pubblici nell'economia in detto ambito⁸⁰. Ne costituisce un esempio l'estensione dell'obbligo di notifica a *"qualsiasi delibera, atto od operazione (...) abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità"* degli attivi di cui all'art. 2, *"anche a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea, ivi compresi quelli stabiliti o residenti in Italia"*⁸¹, nonché agli *"acquisti, a qualsiasi titolo, di partecipazioni da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea (...)"*⁸². Tale previsione, giustificata dal TAR in funzione dell'esigenza di *"innalzare il livello di protezione delle realtà societarie strategiche sul territorio nazionale a seguito delle negative ripercussioni politiche ed economiche causate dalla guerra in Ucraina"*⁸³, risulta però in contrasto con la *ratio* del quadro europeo, che mira a prevenire i rischi derivanti da investimenti esteri e non da operazioni interne o intra-UE.

L'«ampia discrezionalità» riconosciuta alla Presidenza del Consiglio, ha di fatto alterato l'equilibrio tra livelli di governo, traducendo lo strumento dei poteri speciali in un mezzo di politica economica. Ciò si riflette nella confusione — rilevata nella stessa pronuncia del TAR — tra motivi di «difesa» e di «sicurezza nazionale», da un lato, e ragioni di «ordine pubblico» e «sicurezza economica», dall'altro, senza una chiara distinzione del loro fondamento nel diritto dell'Unione. Il Collegio, infatti, riconduce *"la species integrata dal-*

79 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, par. 13, in cui il Collegio *"esclude che [...] in nuce difettino i presupposti a fondamento dell'esercizio del golden power"*.

80 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, par. 11.3 e 11.4.

81 D.l. n. 21 del 2012, art. 2, c. II bis, modificato dal d.l. 21 marzo 2022, n. 21, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51, art. 25, c. I, lett. b).

82 D.l. n. 21 del 2012, art. 2, c. V, modificato dal d.l. 21 marzo 2022, n. 21, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51, art. 25, c. I, lett. c), n. 2).

83 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, par. 14.4.3.

la 'sicurezza economica' all'interno del più ampio genus della 'sicurezza pubblica' e della 'sicurezza nazionale', estendendo la tutela anche al risparmio e, di fatto, ampliando la portata dell'intervento pubblico oltre i limiti previsti dal diritto europeo⁸⁴.

Un'ulteriore criticità deriva dalla scarsa considerazione del ruolo ricoperto dalle Istituzioni UE in materia di concorrenza e di vigilanza nel settore creditizio. Va osservato che i limiti del sindacato del giudice amministrativo sugli atti della Presidenza del Consiglio⁸⁵ non si estendono alla Corte UE, che potrebbe sindacare la corretta interpretazione del diritto europeo o intervenire per dirimere questioni di competenza tra le autorità nazionali e le istituzioni dell'Unione. In questa prospettiva, appare significativa la valutazione preliminare della Commissione europea, che ha sottolineato l'insufficienza informativa del Governo italiano e la possibile interferenza tra le prerogative nazionali e quelle della BCE in materia di vigilanza prudenziale⁸⁶.

Un ultimo profilo che ci appare utile richiamare concerne poi l'istruttoria svolta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, contenente la motivazione dell'esercizio dei poteri speciali⁸⁷ che nel caso di specie ha operato come autorità istruttoria, soggetto partecipante alla decisione e, al contempo, parte economicamente interessata in quanto azionista di MPS. Va da sé che tale commistione di funzioni e interessi può compromettere l'imparzialità del procedimento e alimentare potenziali conflitti di competenza (soprattutto in un contesto in cui Banco BPM aveva già acquisito il 5% di MPS nell'ambito del processo di privatizzazione del 2024).

La pronuncia del TAR Lazio conferma, dunque, la tendenza di ricorrere ai poteri speciali come strumento di indirizzo economico più che di tutela strategica, con ovvie con-

84 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, in cui si precisa come "deve, quindi, ritenersi consentita all'Autorità di Governo la conduzione di valutazioni aventi ad oggetto asset con contenuto dimostratamente strategico, nel novero delle quali non possono evidentemente non ricomprendersi operazioni direttamente coinvolgenti la tutela del risparmio nazionale (e, con esso, la erogazione del credito verso settori e/o bacini di utenza ritenuti, con apprezzamento invero indenne da mende, affatto rilevanti, come le Piccole e Medie Imprese e le Famiglie)".

85 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, in cui si afferma come l'"apprezzamento di carattere latamente "politico", fuoriesce dal perimetro cognitivo rimesso all'adito organo di giustizia amministrativa nella presente sede di legittimità, l'ambito espansivo del sindacato giurisdizionale deve arrestarsi alla disamina:- della corretta apprensione cognitiva delle presupposte circostanze fattuali;- dell'assenza di manifeste incongruità logico-argomentative, segnatamente riguardate sub specie della consequenzialità delle misure adottate, rispetto ai presupposti giustificanti l'esercizio del golden power;- della conseguente (derivata) adeguatezza motivazionale dell'atto (intesa nel senso della esplicitazione della inevitabilità del ricorso allo strumento di intervento in discussione, rispetto ad una situazione suscettibile di compromettere interessi di primaria rilevanza nazionale". Conforme a Cons. St., IV, 9 gennaio 2023, n. 289, in cui il Collegio qualifica i provvedimenti della Presidenza del Consiglio dei Ministri, come atti di alta amministrazione.

86 Commissione UE, *Valutazione preliminare a norma dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21 dell'accordo SEE - Caso M.12052 - UNICREDIT / BANCO BPM* -, cit.

87di Siena con il 4,863% delle azioni.

sequenze negative in termini di cooperazione sovranazionale e conseguimento degli obiettivi di stabilità e crescita del Mercato Interno.

Tale constatazione rende non più procrastinabile la creazione di un coordinamento a livello sovranazionale in materia atteso che l'attuale assetto del meccanismo di cooperazione non sembra in grado di assicurare una protezione adeguata della sicurezza economica comune.

5. La rilevanza delle informazioni

In tale quadro, un profilo di particolare rilievo è rappresentato dall'informazione e dalla trasparenza, che costituisce presupposto imprescindibile per l'efficace funzionamento dei meccanismi di controllo sugli IED. Proprio tale esigenza informativa, divenuta sempre più rilevante in ragione del grado di integrazione raggiunto dal Mercato interno, ha reso necessario, a livello europeo, definire un articolato sistema di obblighi informativi⁸⁸, calibrato a seconda che un IED sia o meno⁸⁹ oggetto di un controllo in corso⁹⁰ (e, più in generale, nei casi in cui la relativa operazione possa incidere su progetti o programmi di interesse per l'Unione europea⁹¹).

In tale prospettiva, rientrano tra gli obblighi informativi di carattere generale posti in capo agli Stati membri le comunicazioni relative alle caratteristiche dell'investitore estero, al soggetto destinatario dell'investimento, alla natura e all'ammontare dell'operazione, nonché alla sua eventuale rilevanza transfrontaliera⁹². Ad essi, si possono aggiungere "richieste informative supplementari", che risultano specificatamente previste in relazione a IED oggetto di un controllo in corso⁹³, e riprese in relazione alla disciplina degli obblighi informativi degli Stati⁹⁴.

Nell'ambito del meccanismo di cooperazione europeo, la trasmissione delle informazioni può avvenire su iniziativa dello Stato membro che ha già posto lo IED alla procedura di controllo⁹⁵ o su iniziativa di alto Stato membro o della Commissione UE (in assenza

⁸⁸ Regolamento UE 2019/452, art. 9.

⁸⁹ Regolamento UE 2019/452, art. 7.

⁹⁰ Regolamento UE 2019/452, art. 6.

⁹¹ Regolamento UE 2019/452, art. 8.

⁹² Regolamento UE 2019/452, art. 9, par. II, in cui sono previste le informazioni per cui è previsto un obbligo di informazione e tra cui rientrano quelle relative: all'assetto proprietario dell'investitore estero e dell'operatore economico destinatario dell'operazione di investimento (comprese informazioni sull'investitore finale e sulla partecipazione al capitale); al valore dello IED; all'attività economica svolta dall'investitore estero e dall'operatore economico destinatario dell'operazione di investimento; agli Stati membri in cui opera l'investitore estero e l'operatore economico destinatario dello IED; al finanziamento dell'investimento e la sua fonte; f) alla data in cui l'investimento estero diretto è in programma o è stato realizzato.

⁹³ Regolamento UE 2019/452, art. 6, par. VI.

⁹⁴ Regolamento UE 2019/452, art. 9, par. III.

⁹⁵ Regolamento UE 2019/452, art. 6, par. I.

di forme di controllo)⁹⁶.

Le informazioni di cui è richiesta la trasmissione alla Commissione UE e agli altri Stati membri devono essere preliminarmente raccolte o attraverso il meccanismo nazionale di controllo⁹⁷, anche attraverso specifiche richieste all'investitore estero o all'operatore economico destinatario di IED⁹⁸.

Sulla base delle informazioni scambiate è possibile la formulazione di osservazioni o pareri volti a segnalare i rischi rispettivamente per gli altri Stati membri o per l'Unione Europea.

Nell'ordinamento giuridico italiano, l'acquisizione delle informazioni da parte del meccanismo di controllo nazionali comporta quindi richieste di informazioni sia ai soggetti giuridici coinvolti nell'operazioni di investimento⁹⁹, sia ad altri soggetti pubblici che ne possono disporre (mediante richieste specifiche del Gruppo di coordinamento)¹⁰⁰.

L'eccessiva onerosità delle richieste di dati¹⁰¹, in relazione agli adempimenti informativi di carattere generale, unita alla possibile indisponibilità delle informazioni necessarie¹⁰², rappresenta uno dei principali limiti all'effettività dell'obbligo informativo posto in capo agli Stati membri. Tali criticità si riflettono sulla tempestività e sulla completezza delle comunicazioni trasmesse alla Commissione europea e agli altri Stati membri, compromettendo la capacità del sistema di prevenire, in modo coordinato, i rischi derivanti da investimenti potenzialmente sensibili sotto il profilo strategico. A ciò si aggiunge il regime giuridico di riservatezza che disciplina le informazioni relative alle operazioni notificate e scambiate all'interno del meccanismo di cooperazione, il quale, pur rispondendo a finalità di tutela dei dati sensibili, costituisce di fatto un ulteriore ostacolo alla collaborazione tra le diverse autorità competenti, sia a livello nazionale che europeo.

Si è in presenza di un quadro nel quale le difficoltà di corretta identificazione dei ri-

⁹⁶ Regolamento UE 2019/452, art. 7, par. I e II.

⁹⁷ Su cui si rammenta come l'obbligo di istituzione di un meccanismo di controllo nazionale sia oggetto della revisione dell'attuale disciplina europea.

⁹⁸ Regolamento UE 2019/452, art. 9, par. IV.

⁹⁹ Nell'ordinamento giuridico italiano l'acquisizione di informazioni, dall'investitore o dall'operatore economico oggetto di IED, avviene mediante la documentazione e la modulistica richiesta per la prenotifica e la notifica di un'operazione di investimento avente ad oggetto un operatore economico rientrante nell'ambito di applicazione della disciplina relativa al possibile esercizio dei poteri c.d. di "golden power". Sulla modulistica si v. d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, art. 12.

¹⁰⁰ D.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, c. II.

¹⁰¹ Regolamento UE 2019/452, art. 7, par. V.

¹⁰² Regolamento UE 2019/452, artt. 6, par. VI e 9, par. III. Nel caso di impossibilità di conseguire le informazioni, gli Stati sono comunque chiamati a dare notizia di tale condizione riportando "il motivo per cui non ha fornito tali informazioni" e "illustrando in che modo si è adoperato per ottenere le informazioni richieste".

schì si intreccia con le limitazioni derivanti da una vigilanza frammentata e da una cooperazione tra istituzioni competenti ancora disomogenea. Ne consegue una ridotta capacità di monitoraggio sistemico, che si traduce nella scarsa disponibilità di informazioni specifiche sulle singole operazioni di investimento e, in ultima analisi, in un indebolimento dell'efficacia complessiva del meccanismo di tutela della sicurezza economica europea.

6. Alcune considerazioni finali

Al fine di rafforzare e rendere più uniforme il controllo sugli IED nell'UE, la Commissione ha presentato, come si è detto in precedenza, una proposta di modifica del Regolamento UE del 2019. Tale iniziativa si inserisce nel più ampio disegno volto a superare le inefficienze emerse nell'attuazione dei meccanismi di cooperazione nazionali, ponendosi come risposta alle criticità precedentemente evidenziate.

Il testo in approvazione trova il proprio fondamento giuridico non solo più nella politica commerciale comune, ma viene esteso al ravvicinamento delle legislazioni (TFUE, art. 114) al fine di ridurre le criticità esistenti nell'attuale quadro giuridico¹⁰³. Tale estensione mira a conferire alla disciplina sugli IED una dimensione più organica rispetto al passato, capace di ridurre le asimmetrie applicative e di assicurare un livello uniforme di tutela all'interno del mercato interno.

La revisione della disciplina sugli IED costituisce, sotto questo profilo, un banco di prova fondamentale per la legittimazione delle Istituzioni UE nella efficace tutela delle economie nazionali ed efficiente vigilanza su eventuali utilizzi opportunistici dei poteri posti a tutela degli interessi strategici nazionali. In tale logica, la Commissione europea assume un ruolo non più limitato alla mera cooperazione informativa, ma esteso al coordinamento effettivo dei meccanismi di controllo nazionali e alla supervisione del bilanciamento tra le esigenze di "ordine pubblico" e di "pubblica sicurezza".

Sicché, a seguito della presentazione di osservazioni e pareri, la Commissione UE dovrebbe divenire parte integrante del processo decisionale partecipando al confronto tra gli Stati membri coinvolti¹⁰⁴ fino alla fase che precede la decisione finale di competenza

103 L'introduzione dell'obbligo per tutti gli Stati membri di dotarsi di un meccanismo di screening conforme a prescrizioni comuni europee; l'estensione della definizione di IED per includere espressamente operazioni di investimento indirette realizzate attraverso società o veicoli controllati da soggetti esteri ma stabiliti nell'UE; vincoli di comunicazione maggiormente stringenti (es. in relazione al provvedimento finale adottato a livello nazionale) ed obblighi di comunicazione in relazione ai pareri e osservazioni (rispettivamente di altri Stati Membri o della commissione UE); la previsione di criteri minimi uniformi di trasparenza, efficienza e tempistiche procedurali comuni.

104 Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 7, par. VI e VII. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 109-110.

dello Stato membro¹⁰⁵.

La circostanza per cui tale decisione debba essere notificata alla Commissione UE, corredata da una “spiegazione scritta” da trasmettere entro sette giorni di calendario dalla notifica¹⁰⁶, rappresenta un elemento di rilievo. Essa consente, infatti, l’adozione di eventuali misure idonee a salvaguardare separatamente i rispettivi interessi nazionali degli Stati membri potenzialmente incisi dall’investimento estero, nel rispetto del principio di proporzionalità e del coordinamento con le competenze dell’UE.

La spiegazione/motivazione richiesta allo Stato membro in cui si svolge lo IED deve inoltre dare conto sia della “misura” in cui è stata tenuta *“nella massima considerazione le osservazioni degli Stati membri o il parere della Commissione”*¹⁰⁷, o *“il motivo del suo disaccordo con le osservazioni degli Stati membri o il parere della Commissione”*¹⁰⁸. Tale previsione rafforza la trasparenza e la responsabilità delle istituzioni, trasformando dunque l’obbligo motivazionale in un momento di reale confronto tra il livello nazionale e quello europeo.

In tale prospettiva, l’atto di motivazione non si limita all’individuazione delle ragioni di fatto e di diritto poste a fondamento della decisione, ma può comportare l’attivazione di un ulteriore momento di dialogo istituzionale. Come si legge nel testo della proposta di modifica, infatti, *“qualora gli Stati membri o la Commissione indichino che la decisione di controllo (...) non tiene nella massima considerazione le loro osservazioni formulate (...) o il parere fornito (...) lo Stato membro in cui l’investimento è in programma o è stato realizzato convoca una riunione per spiegare gli ostacoli incontrati o i motivi di disaccordo e si adopera per individuare soluzioni nel caso in cui in futuro si ripresenti una situazione analoga. Se la decisione di controllo riguarda una notifica multinazionale, sono invitati anche gli altri Stati membri*

105 Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell’Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 7, par. VIII. v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 111, in cui si richiede di rendere una motivazione in merito alla decisione adottata ed a come sono state prese in considerazione le osservazioni ed i pareri ricevuti.

106 Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell’Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 7, par. VIII, lett. a) e b). Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 111-115.

107 Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell’Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 7, par. VIII, lett. b), prima alinea. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 111-115.

108 Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell’Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 7, par. VIII, lett. b), seconda alinea. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 111-115.

*che hanno notificato l'investimento estero al meccanismo di cooperazione*¹⁰⁹.

Tale previsione andrebbe inquadrata in un contesto più ampio nel quale l'ordinamento giuridico europeo, come delineato nella proposta di riforma, tende a vincolare le valutazioni discrezionali degli Stati membri, introducendo parametri uniformi per verificare se un investimento estero presenti una *"probabile incidenza negativa"* sulla sicurezza e sull'ordine pubblico. A tal fine, vengono indicati criteri di valutazione che tengono conto

¹⁰⁹ Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 7, par. IX. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 116-123.

delle caratteristiche dell'investimento¹¹⁰ e del profilo soggettivo dell'investitore estero¹¹¹.

Ebbene, la Commissione UE, da un lato parteciperebbe al dialogo tra gli Stati membri contribuendo alla definizione di 'interessi comuni', dall'altro, gli emendamenti approvati dal Parlamento UE, introdurrebbero poteri di "obiezione" (con conseguente sospensione

110 Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 13, par. III, in cui sono riportati i casi in cui "l'investimento interessato possa incidere negativamente: (a) sulla sicurezza, sull'integrità e sul funzionamento delle infrastrutture critiche, fisiche o virtuali; in tale contesto, sulla base delle informazioni disponibili, valutano anche se l'investimento estero possa incidere negativamente sulla resilienza dei soggetti critici da essi individuati in virtù della direttiva (UE) 2022/2557 del Parlamento europeo e del Consiglio nonché dei soggetti rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva (UE) 2022/2555 del Parlamento europeo e del Consiglio. Sono tenuti in considerazione anche i risultati delle valutazioni coordinate a livello di Unione dei rischi per la sicurezza delle catene di approvvigionamento critiche in conformità dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva (UE) 2022/2555; (b) sulla disponibilità delle tecnologie critiche; (c) sulla continuità dell'approvvigionamento dei fattori produttivi critici; (d) sulla protezione di informazioni sensibili, tra cui i dati personali, in particolare per quanto riguarda la capacità dell'investitore estero di accedere, controllare e comunque trattare tali dati personali, o (e) sulla libertà e sul pluralismo dei media, comprese le piattaforme online che possono essere utilizzate per attività di disinformazione su larga scala o attività criminali". Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 171-184.

111 Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 13, par. IV, in cui si richiede di tenere conto delle "informazioni relative all'investitore estero, tra cui: (a) il fatto che l'investitore estero, una persona fisica o un soggetto che controlla l'investitore estero, il titolare effettivo dell'investitore estero, un'impresa figlia dell'investitore estero o qualsiasi altra parte di proprietà dell'investitore estero, da questi controllata o che agisca per suo conto o sotto la sua direzione abbia partecipato a un investimento estero precedentemente sottoposto a controllo da uno Stato membro, che non è stato autorizzato o ha ricevuto unicamente un'autorizzazione subordinata a condizioni; a tal fine gli Stati membri e la Commissione si basano sulle informazioni a loro disposizione, tra cui quelle contenute nella banca dati sicura istituita a norma dell'articolo 7, paragrafo 10; (b) se del caso, i motivi per assoggettare a misure restrittive a norma dell'articolo 215 TFUE l'investitore estero, una persona fisica o un soggetto che controlla l'investitore estero, il titolare effettivo dell'investitore estero, un'impresa figlia dell'investitore estero o qualsiasi altra parte di proprietà dell'investitore estero, da questo controllata o che agisca per suo conto o sotto la sua direzione; (c) il fatto che l'investitore estero o una sua impresa figlia siano già stati coinvolti in attività che incidono negativamente sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in uno Stato membro; (d) il fatto che l'investitore estero o una sua impresa figlia abbiano intrapreso attività illecite o criminali, tra cui l'elusione di misure restrittive dell'Unione previste dall'articolo 215 TFUE; (e) il fatto che l'investitore estero, una persona fisica o un soggetto che controlla l'investitore estero, il titolare effettivo dell'investitore estero, un'impresa figlia dell'investitore estero o qualsiasi altra parte di proprietà dell'investitore estero, da questo controllata o che agisca per suo conto o sotto la sua direzione possa perseguire gli obiettivi politici di un paese terzo o agevolare lo sviluppo delle capacità militari di un paese terzo". Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 171-184.

della procedura di controllo)¹¹² e poteri di "accertamento" (con la possibilità di imporre "amende" o "penalità di mora").¹¹³ La Commissione UE risulterebbe titolare così di un potere decisionale¹¹⁴, potendo altresì "proporre misure volte ad attenuare i probabili effetti negativi dell'investimento sulla sicurezza e sull'ordine pubblico"¹¹⁵, subordinando l'investimento a "misure di mitigazione" o vietarlo, "qualora constati che i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico dell'Unione non possono essere adeguatamente affrontati mediante misure di mitigazione"¹¹⁶. Detta Istituzione europea in altri termini si avvierebbe ad assumere sul piano delle concretezze un ruolo significativo nella definizione degli equilibri tra l'apertura del mercato interno e la tutela dell'interesse strategico europeo; circostanza che segnerebbe il passaggio da un modello di cooperazione tra Stati ad uno di governance accentrata.

Ulteriore indice dell'ampliamento delle prerogative della Commissione è rappresentato dalla possibilità, ove ritenga che la decisione presa dallo Stato in cui si svolge lo IED non rispetti i principi fondamentali dell'Unione, di intervenire in sede contenziosa dinanzi alla Corte di Giustizia UE al fine di sindacare la compatibilità della decisione nazionale con l'ordinamento giuridico europeo. Tale ultimo potere trova giustificazione in forza del principio di proporzionalità¹¹⁷ applicato in relazione alla motivazione fornita dallo Stato membro e alle informazioni raccolte attraverso il meccanismo di collaborazione e la banca dati

112 Si v. le modifiche approvate dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 116, in cui si prevede che "se uno Stato membro o la Commissione ritiene che un progetto di decisione di controllo di cui al paragrafo 8 del presente articolo, che autorizza un investimento estero a norma dell'articolo 14, paragrafo 1, lettera a), o dell'articolo 14, paragrafo 2, non affronti o non attenni adeguatamente i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico, può sollevare un'obiezione debitamente giustificata. L'obiezione è notificata allo Stato membro ospitante e, se del caso, agli altri Stati membri che hanno formulato osservazioni e alla Commissione. Lo Stato membro ospitante sospende la procedura di controllo finché la Commissione adotta una decisione a norma dei paragrafi 9 ter e 9 quater del presente articolo. Lo Stato membro ospitante informa l'investitore estero della sospensione".

113 Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 151, con cui si introdurrebbe un art. 9 bis.

114 Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 100, che introduce il termine "decisioni" nella rubrica dell'art. 7 del testo originariamente proposto dalla Commissione UE.

115 Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 103.

116 Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 119.

117 Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 14. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n.ro 195, in cui si aggiunge il riferimento secondo cui la decisione deve anche basarsi su "rischi documentati".

istituita dalla Commissione UE¹¹⁸.

In questa attività il ruolo della Commissione UE in materia di IED si inserisce nel contesto delle valutazioni compiute dagli Stati membri in relazione a quelli che sono individuati quali interessi essenziali nazionali. Il rafforzamento del ruolo delle Istituzioni UE, realizzato mediante un intervento fondato sul principio di sussidiarietà rispetto ai singoli Stati membri, permetterebbe di limitare le possibili elusioni delle regole e di promuovere un'effettiva armonizzazione della disciplina europea, in un quadro volto a sostenere la sicurezza economica dell'UE.

Tale evoluzione delle Istituzioni UE pare trovare riscontro non solo nella giurisprudenza della Corte di Giustizia UE che, nell'interpretare le fonti del diritto dell'ordinamento giuridico europeo definisce limiti e criteri entro cui gli Stati membri possono esercitare poteri speciali connessi alla tutela di interessi a carattere nazionale, ma anche nelle competenze già conferite alle istituzioni europee in ambiti contigui.

In questa direzione, la valutazione preliminare condotta dalla Commissione UE nell'ambito del caso *UniCredit/BPM* rappresenta un passaggio significativo. Detta decisione, nel riconoscere le rispettive competenze della Commissione e della BCE, sembra infatti segnare un superamento delle valutazioni discrezionali – e talvolta politicamente orientate – operate a livello nazionale, delineando per tale via un nuovo modello di confronto sovranazionale, coordinato dalle istituzioni dell'Unione. Va da sé che la riforma della normativa in materia di IED potrà essere valutata solo a seguito della concreta attuazione, ma alcune considerazioni possono essere già adesso svolte.

Le modifiche al Regolamento UE 2019/452 devono essere analizzate sul piano di sistema, avuto riguardo al ruolo che le Istituzioni europee sono chiamate a svolgere nei settori strategici del diritto dell'economia. In tale contesto, il loro intervento assume un rilievo sovranazionale, potenzialmente idoneo a colmare le carenze derivanti dall'assenza di un'autentica *unità di intenti* tra gli Stati membri. Da quest'angolo visuale, tale rafforzamento del ruolo delle istituzioni europee potrebbe divenire leva di un più ampio processo di razionalizzazione dell'assetto economico-istituzionale, favorendo la definizione di un modello di *governance* che sappia coniugare efficacia ed efficienza, preservando la sicurezza e l'interesse economico comune europeo, pur senza ostacolare la competitività e l'attrattività degli investimenti esteri.

Un coordinamento più efficace dovrebbe prevedere un sistema di scambio informativo tempestivo e sicuro che preveda il coinvolgimento sinergico delle Istituzioni UE, incluse quelle di settore come la BCE, l'ESMA o l'EBA. L'integrazione delle

¹¹⁸ Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 7, par. X. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 124 e 168.

competenze di Autorità che già dispongono di conoscenze specifiche dei mercati di riferimento, potrebbe consentire di affrontare con tempestività i rischi emergenti anche mediante l'adozione di misure preventive.

In definitiva, la riforma della disciplina europea in materia di IED rappresenta un passaggio tecnico necessario per delineare un nuovo paradigma di *governance economica* dell'UE. L'obiettivo dovrebbe essere quello di costruire un modello di coordinamento realmente integrato, fondato su una cooperazione leale e informata tra gli Stati membri e le Istituzioni europee, in grado di garantire una solida sicurezza economica e, in prospettiva, un autentico spazio economico europeo fondato sulla visione condivisa del bene pubblico europeo.

L'ampliamento dell'ambito soggettivo: operazioni domestiche, controllo di fatto e nozione funzionale di "investitore estero"

FRANCESCO PETROSINO

Ricercatore in diritto dell'economia
Università di Trento

SOMMARIO: 1. Contenuti e struttura della ricerca. Una premessa – 2. Il caso: la sentenza del 12 luglio 2025 n. 13748 del Tar del Lazio... – 2.1. ... e la valutazione preliminare della Commissione europea del 14 luglio 2025 – 3. La nozione di controllo, tra art. 2359 c.c. e art 93 T.u.f. – 4. Estensione applicativa del *golden power*, controllo di fatto e nozione funzionale (o sostanziale) di investitore estero. Considerazioni conclusive.

1. Contenuti e struttura della ricerca. Una premessa.

La sentenza del Tar del Lazio del 12 luglio 2025 costituisce una tappa significativa nella dimensione interpretativa e dunque applicativa della disciplina del *golden power*.

In effetti il giudice amministrativo ha posto al centro del dibattito alcuni elementi senza dubbio problematici emergenti dalla lettura del regime positivo.

Le strettoie interpretative derivanti dalla lettura del d.l. del 15 marzo 2012 n. 21 (da qui in avanti, il Decreto) sono da tempo oggetto di discussione tra gli autori che si occupano della regolazione economica, in particolare laddove quest'ultima preveda l'intervento

dei poteri speciali⁰¹.

Infatti, da un lato, l'intervento dell'esecutivo incontra alcune difficoltà in punto di integrazione con la normativa eurounitaria, specificamente con il quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione previsto dal Regolamento (Ue) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio (da ora in poi, il Regolamento). Dall'altro, invece, non poche tensioni si riscontrano con le politiche europee a sostegno dell'Unione bancaria e, più precisamente, con l'Unione dei mercati dei capitali⁰², nonché con l'architettura della vigilanza settoriale⁰³.

Le precondizioni oggettive di applicabilità della normativa interna hanno rappresentato un profilo centrale nel ragionamento del tribunale amministrativo. In questo senso, l'interpretazione dei presupposti funzionali è parsa quanto meno problematica, con riferimento alla minaccia di un grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza (e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti) o all'ordine pubblico, in aderenza a quanto stabilito dai commi 3 e 6 dell'art. 2 del Decreto⁰⁴.

01 Sul tema dell'intervento dell'esecutivo nella regolazione dell'economia, in particolare attraverso il *golden power*, si tengano in mente le considerazioni di F. GASPARI, *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi socioeconomica e politica dell'Unione europea*, in *Federalismi.it*, 2020, 16, spec. 120-121. Sulla distinzione tra regolazione e regolamentazione e sulla collocazione del *golden power* come intervento diretto dei poteri pubblici, segnati da una precisa connotazione politica, nella prima categoria, si consideri lo scritto di A. GEMMI, *La golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento*, in *PA. Persona e amministrazione. Ricerche giuridiche sull'amministrazione e l'economia*, 2020, I, 393-400. Nella prospettiva che incorpora anche il governo dell'economia attraverso la presente dei poteri pubblici nel governo societario, si considerino anche i ragionamenti di 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, IX, 58.

02 Sul potenziale contrasto tra l'esercizio dei poteri speciali e il mercato unico dei capitali, si notino le considerazioni espresse da A. SACCO GINEVRI, *Golden power mercati finanziari e Unione dei mercati dei capitali (CMU)*, in questo quaderno.

03 Sul rapporto tra *golden power* e vigilanza settoriale, *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*, gennaio 2019, n. 20, in part. 64; L. BOGGIO, *Golden Powers, poteri di vigilanza e libertà fondamentali nel contesto dell'Unione Bancaria Europea*, in *Riv. dir. soc.*, 2025, 3, 664-666; L. SCIPIONE, *Mutamenti degli assetti proprietari in ambito bancario. Il difficile connubio tra disciplina di settore, normativa sull'OPA e Golden Powers*, in *Banca, impr., soc.*, 2023, 1, 98.

04 Sugli aspetti critici relativi ai presupposti funzionali si rimanda al contributo presente in questo Quaderno a firma di A. MAGLIARI, *Il golden power tra ampliamento dell'ambito di applicazione e rarefazione del presupposto funzionale. La sicurezza economica come sicurezza nazionale?*, in questo quaderno, ma anche D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia oggi, con il diritto dell'Unione europea: il caso delle banche*, in *Riv. dir. reg.*, 2021, I, in part. 42 ss. Benché senza espresso riferimento ai settori finanziario, bancario e assicurativo, interessanti risultano gli spunti provenienti dall'analisi di F. MARTINI, *La sicurezza nazionale nel libero mercato globalizzato. Focus sul settore delle comunicazioni*, in *Rivista italiana di diritto pubblico delle comunicazioni*, 2024, 4, 697 ss.

Ai fini della presente indagine le prescrizioni più significative attengono alle precondizioni soggettive necessarie all'adozione del decreto del Presidente del Consiglio dei ministri. Più correttamente al fatto il dovere di notifica scatti non solo nel caso in cui l'acquisto di partecipazioni in società che detengono attivi strategici, ai sensi del co. 1, sia effettuato da «un soggetto esterno all'Unione europea», ma anche quando sia realizzato da «soggetti appartenenti all'Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia» e risulti così rilevante da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

Alla luce di questa breve premessa, appare opportuno rammentare che il contributo, dopo una rassegna della vicenda giudiziale, si concentrerà sullo studio del co. 5 dell'art. 2 del d.l. 21/2012. In termini più puntuali, nell'ottica di intendere il corretto funzionamento del *golden power*, *extrema ratio* da utilizzarsi in assenza di adeguata regolamentazione settoriale, l'analisi si soffermerà su un passaggio interpretativo in particolare, relativo all'applicazione dei poteri impeditivi di natura governativa applicati, in questo caso, in seguito a un'operazione conclusasi tra due operatori domestici.

Più specificamente, al fine di comprendere se e come sia possibile consentire una simile iniziativa governativa nell'ambito di un'acquisizione tra banche nazionali, lo studio si concentrerà primariamente sul significato da attribuire alla nozione di "controllo di fatto", così come prevista dal Decreto, e al conseguente logico dell'influenza dominante.

Di conseguenza, nella parte finale del presente lavoro la centralità di una corretta modulazione dei poteri speciali assume un ruolo fondamentale. A tal fine, infatti, è richiesto di calibrare adeguatamente il tipo di investimento estero nel capitale sociale e il suo peso specifico in assemblea e, più generalmente, in capo agli organi amministrativi e di controllo della società partecipata.

In base a simili considerazioni conclusive, infine, sarà opportuno (ri)considerare anche la nozione di investitore estero, inquadrata dal Regolamento e disciplinata anche da

Decreto⁰⁵, in virtù della natura della partecipazione azionaria detenuta.

2. Il caso: la sentenza del 12 luglio 2025 n. 13748 del Tar del Lazio...

La sentenza del giudice amministrativo prende le mosse dalla comunicazione al mercato con cui Unicredit ha deciso di promuovere un'offerta pubblica di scambio, coerentemente alle prescrizioni degli artt. 102 e 106 co. 4 Tuf, riguardante la totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM.

Se, per un verso, Consob ha approvato inizialmente il documento d'offerta dando avvio al periodo di adesione, per l'altro, in base alla relazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, in data 18 aprile 2025, la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha adottato un decreto con cui si imponevano a Unicredit una serie di prescrizioni: i) il mantenimento, per un periodo non inferiore ai cinque anni, del rapporto impieghi/depositi in Italia con l'intento di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali; ii) non diminuire il livello del portafoglio attuale di *project finance* di Banco BPM e Unicredit in Italia; iii) infine, per un periodo di almeno cinque anni, di non ridurre gli investimenti in Anima holding s.p.a – di cui Banco BPM deteneva l'89,49% del capitale – in titoli di emittenti italiani; di garantirne lo sviluppo; di cessare le attività in Russia entro nove mesi dall'adozione del provvedimento della Presidente del Consiglio dei ministri.

Unicredit ha proposto un ricorso sulla scorta di tre motivi di impugnazione.

In primo luogo, secondo la ricorrente non sussisteva alcuna minaccia per la sicurezza o per l'ordine pubblico che giustificasse l'attuazione del decreto presidenziale, utilizzabile, eventualmente, solo laddove si prospettasse una minaccia agli interessi fondamentali dello Stato.

⁰⁵ Per una valutazione più chiara del *golden power* e di come sia necessario risolvere questo problematico nodo interpretativo, si ponga mente alla prescrizione del co. 5 dell'art. 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, che stabilisce «L'acquisto a qualsiasi titolo da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di partecipazioni in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi del comma 1 nonché di quelli di cui al comma 1-ter, 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, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è notificato, ove possibile congiuntamente alla società le cui partecipazioni sono oggetto dell'acquisto, entro dieci giorni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, unitamente ad ogni informazione utile alla descrizione generale del progetto di acquisizione, dell'acquirente e del suo ambito di operatività. *Nei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e 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, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.* Nel computo della partecipazione rilevante si tiene conto della partecipazione detenuta da terzi con cui l'acquirente ha stipulato uno dei patti previsti dall'articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, o previsti dall'articolo 2341-bis del codice civile [...]».

Secondariamente, Unicredit ha sostenuto che il provvedimento dell'esecutivo avesse violato il Regolamento (Ce) n. 139/2004 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese. Più precisamente che, concordemente con l'art. 21 par. 4, il governo italiano non abbia denunciato alla Commissione l'operazione e, soprattutto, la potenziale minaccia a interessi legittimi.

Infine, rispetto alla cessazione delle attività in Russia, Unicredit ha ritenuto l'ordine governativo sproporzionato e concretamente irrealizzabile⁰⁶.

Il Tar dunque ha rinvenuto i presupposti a fondamento dell'esercizio del *golden power*. Pertanto, dopo aver accolto la "nozione di sicurezza economica" come *species* del *genus* di "sicurezza nazionale", conformemente a quanto previsto dalla normativa interna ed europea, ha ammesso la configurabilità dell'intervento governativo a fronte di operazioni aventi connotazione economico-finanziaria a presidio della sicurezza pubblica nazionale.

Assunto dunque il legittimo fondamento normativo del potere esercitato, nella seconda parte della pronuncia sono state esaminate le singole prescrizioni.

Il collegio ha censurato la prima prescrizione attinente al rapporto depositi/impieghi in quanto non conforme ai criteri di necessità e proporzionalità nell'esercizio dei poteri statali sanciti dalla giurisprudenza europea⁰⁷.

In secondo luogo, il tribunale ha considerato il mantenimento di un certo livello di portafoglio di *project finance* di Unicredit e BPM, in assenza di una durata temporale mini-

06 Nel testo della sentenza, più specificamente, viene ricordato come, secondo Unicredit «La prescrizione concernente la cessazione, entro nove mesi, di "tutte le attività in Russia" sarebbe abnorme perché la liquidazione e "cessazione" dell'attività richiede il consenso della competente Autorità Russa e finirebbe, all'esito di una procedura di liquidazione non controllabile da UniCredit, per "regalare" un asset a controparti russe».

07 La giurisprudenza europea ricordata dal Tar riguardava per vero l'esercizio della c.d. *golden share*. Si trattava specificamente della sentenza C-326/07, commentata da M. COLANGELO, *Golden share, diritto comunitario e i mercanti di Venezia*, in *Foro it.*, 2009, IV, 221; ma anche L. SCIPIONE, *L'arma della "golden share" tra giurisprudenza comunitaria ed evoluzione normativa interna*, in *Innovazione e diritto*, 2010, I-II, 81. Quanto al requisito di proporzionalità, in relazione al quale erano state mosse le censure da parte del giudice che ha promosso il rinvio pregiudiziale, la Corte di giustizia ricorda che lo stesso richiede che le misure adottate «siano idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento». La Corte di giustizia si è dimostrata ancora più puntuale laddove, con sentenza del 4 giugno 2002, causa C-503/99, reperibile in *Foro it.*, 2002, X, 479, ha sancito che «la libera circolazione dei capitali, in quanto principio fondamentale del Trattato, può essere limitata da una normativa nazionale solo se quest'ultima sia giustificata da motivi previsti all'art. 73 D, n. 1, del Trattato o da motivi imperativi di interesse pubblico e che si applichino ad ogni persona o impresa che eserciti un'attività sul territorio dello Stato membro ospitante. Inoltre, per essere così giustificata, la normativa nazionale deve essere idonea a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di quest'ultimo, al fine di soddisfare il criterio di proporzionalità» (corsivo aggiunto).

ma, una misura illegittima⁰⁸.

Insuscettibili di accoglimento si sono rivelate, invece, le censure riferite alla prescrizione che ha imposto a Unicredit di cessare le attività in Russia, consistenti nella raccolta di risparmio, nel collocamento di fondi e nei prestiti transfrontalieri. Il giudice ha infatti sancito come l'influenza del governo russo costituisca una minaccia per la sicurezza e l'ordine pubblico degli Stati Membri. Pertanto, l'attuale assetto normativo e regolatorio sono evidentemente ispirati a «innalzare il livello di protezione delle realtà societarie strategiche sul territorio nazionale a seguito delle negative ripercussioni politiche ed economiche causate dalla guerra in Ucraina».

Non è sussistito alcun dubbio quanto all'inerenza della prescrizione agli interessi strategici del paese. La misura predisposta è parsa adeguata, proporzionata e, dunque, legittima.

Nella prospettiva che più attiene ai fini del presente studio, il profilo di maggior interesse che emerge della lettura della sentenza riguarda principalmente al primo argomento di censura, legato alla violazione e alla falsa applicazione dell'art. 2 del Decreto.

A tal proposito Unicredit ha ritenuto infatti che, poiché l'operazione censurata dal decreto presidenziale ha coinvolto due banche interamente italiane, operanti da tempo in Italia e sottoposte alle normative e alle vigilanze europea e interna, non sussisterebbe alcuna ragione di sicurezza o di ordine pubblico.

La ricorrente ha riscontrato l'estensione soggettiva del regime del *golden power* anche a soggetti appartenenti all'Unione europea. Al contempo, però, ha precisato che l'acquisizione è apparsa «inidonea a determinare un rischio per la sicurezza nazionale e per l'interesse nazionale, anche perché l'operazione stessa risponde all'obiettivo di Unicredit di integrare la rete di BBPM nella propria, con tutela e salvaguardia della continuità aziendale della target e dei servizi da questa offerti, senza arrecare il benché minimo pregiudizio alla sua rete di sportelli e di personale, tanto meno ai finanziamenti dalla stessa erogati alla propria clientela di riferimento».

Il divieto imposto dal decreto presidenziale, inoltre, si porrebbe in contrasto con la cornice normativa europea, in particolare con le libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali sancite dal Trattato sul funzionamento.

Questo passaggio della sentenza insiste su un nodo interpretativo problematico e precondizione imprescindibile per comprendere l'an dell'intervento governativo nell'ipote-

⁰⁸ Il Tar rammenta che «Alla luce dell'imposizione (anche) nei confronti di UniCredit, peraltro sine die, del mantenimento del livello del portafoglio di *project finance*, viene infatti a configurarsi l'esercizio di un diretto intervento statale sulla politica aziendale di UniCredit: il quale, lungi dal limitarsi (come sarebbe stato ineccepibilmente possibile) a prefigurare il mantenimento dei livelli di attuale presenza sul mercato di BBPM, ne ha diversamente (e senz'altro con più estesa latitudine espansiva) "condizionato" la politica creditizia per il settore (*project finance*) ora in esame».

si di un'acquisizione tra due banche nazionali ad azionariato diffuso.

Considerato che il capitale degli operatori coinvolti nell'acquisizione è partecipato da società non italiane, sia europee che extraeuropee, è necessario considerare se esse assumano un'influenza dominante sulle partecipate ed eventualmente sul soggetto scaturente dall'operazione. In sintesi, il potere speciale si attiva laddove si realizzi un insediamento stabile dell'acquirente scaturente dal controllo di fatto che lo stesso esercita sulla partecipata.

Ed è appunto attraverso la leva del controllo degli azionisti di minoranza che potrebbe eventualmente comprendersi una simile ingerenza nell'autonomia d'impresa perfino in assenza di un'operazione transfrontaliera.

2.1. ... e la valutazione preliminare della Commissione europea del 14 luglio 2025

In verità le istituzioni europee hanno elaborato una posizione netta proprio con riferimento al rapporto tra assetti proprietari degli enti creditizi coinvolti ed esercizio del *golden power*.

Specificamente, in questo senso appare degna di nota la valutazione preliminare della Commissione europea del 14 luglio 2025, adottata in conformità all'art. 21 par. 4 del regolamento (Ce) n. 139/2004. In particolare, la Commissione ha valutato se le restrizioni predisposte dagli Stati Membri a fusioni e acquisizioni fossero compatibili con le norme sul mercato interno, soprattutto con la libera circolazione dei capitali regolata dall'art. 63 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

L'indirizzo eurounitario si è pertanto concentrato sull'analisi delle politiche degli Stati Membri in tema investimenti diretti e si è soffermato sull'impatto tra partecipazioni rilevanti, che consentono cioè all'acquirente effettivi gestione e controllo⁰⁹, e libera circolazione dei capitali¹⁰. La Commissione, più correttamente, ha ritenuto che il decreto presidenziale limitasse l'acquisto di azioni nelle imprese interessate o costituisse una misura quanto meno dissuasiva agli investimenti provenienti da altri Stati Membri.

L'incompatibilità del decreto con le ragioni di pubblica sicurezza e soprattutto con il divieto di restrizione ai movimenti di capitali ha ad oggetto l'assetto proprietario delle

⁰⁹ La Commissione riprende tale nozione di investimento diretto replicando le considerazioni espresse della più rilevante giurisprudenza eurounitaria, in particolare il riferimento corre a causa C-212/09, *Commissione/Portogallo*, punto 47 e cause riunite C-282/04 e C-283/04, *Commissione / Paesi Bassi*, punto 19; Causa C-112/05, *Commissione / Germania*, punto 18, Causa C-171/08, *Commissione / Portogallo*, punto 49; e causa C-543/08, *Commissione / Portogallo*, punto 46. In sintesi, gli investimenti diretti sono quelli che hanno lo scopo di creare o mantenere legami durevoli e diretti fra investitore e gestione dell'impresa. A tal proposito, e sulla giurisprudenza europea in materia, si leggano le considerazioni di C. CELLERINO, *Il Parere 2/15 della Corte di giustizia sull'accordo di libero scambio UE-Singapore: luci e ombre*, in *Eurojus.it*, 25 luglio 2017, spec. 8.

¹⁰ Relazione puntualmente approfondita da CGUE causa C-212/09, *Commissione/Portogallo*, p. 48 in part.

banche coinvolte.

La Commissione ha ritenuto che la sede in paesi terzi degli azionisti di Unicredit fosse del tutto irrilevante ai fini dell'intervento pubblico, giacché essi non esercitano un controllo né possono influenzare in modo significativo le attività dell'acquirente.

La valutazione infatti ha passato in rassegna la composizione azionaria dapprima di Unicredit, ricordando che molti dei suoi investitori sono stabiliti in Stati Membri diversi dall'Italia. In particolare, i principali investitori sono statunitensi, rispettivamente Blackrock, che detiene il 7,4% delle azioni, e Capital Research and Management Company, proprietaria del 5% delle partecipazioni. Il 21% degli azionisti istituzionali, che insieme detengono il 75% di Unicredit, ma che non devono comunicare le proprie partecipazioni, in quanto corrispondenti a una soglia inferiore al 5% del capitale, sono stabilite nel "resto d'Europa", senza contare cioè Italia e Regno Unito.

In seguito, l'atto della Commissione ha indagato la presenza di investimenti stranieri anche in seno al BBPM il cui principale azionista è Credit Agricole, che ha sede in Francia e detiene circa il 19,8 % delle azioni, seguito da Blackrock (5%), dal fondo britannico Davide Leone (5%) e dalla Bank of America (5,68%).

L'analisi effettuata in sede europea ha fornito una sintesi non solo quantitativa, ma anche qualitativa della titolarità azionaria. La Commissione ha notato infatti come non solo Unicredit e BPM abbiano una base di azionisti internazionali diversificata, ma che esse non siano soggette ad alcun controllo da parte di investitori terzi.

In virtù di simili considerazioni, pertanto, l'acquisizione di BPM non può costituire una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica, tanto più che il governo italiano non ha al momento ancora fornito una spiegazione adeguata in merito alle preoccupazioni che ne hanno giustificato l'intervento.

3. La nozione di controllo, tra art. 2359 c.c. e art 93 T.u.f.

La struttura proprietaria derivante dall'operazione, oggetto dapprima dell'intervento dell'esecutivo e in seguito della pronuncia del Tar, consente un approfondimento ulteriore che si concentra sul regime delle società controllate.

Più correttamente, la ricerca in questo senso non può che volgersi principalmente sul contenuto dell'art. 2 co. 5 del Decreto, emendato ai sensi dell'art. 25 del d.l. 21 del 2022. Esso sancisce l'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri dell'acquisto da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di partecipazioni in società che detengono attivi strategici ai sensi del co. 1 e co. 1-ter che determinino l'insediamento stabile dell'acquirente in virtù del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 c.c. e del regime positivo del Tuf.

La disposizione in esame prevede, inoltre, che nei settori finanziario, creditizio e assicurativo, il medesimo dovere sussista nell'ipotesi in cui gli acquisti di partecipazioni siano effettuati anche da soggetti appartenenti all'Unione europea, compresi quelli re-

sidenti in Italia.

Assunto il riferimento positivo, non può che constatarsi un'anomalia rispetto all'intervento governativo nel caso esaminato. L'operazione Unicredit-BPM rappresenta infatti un caso unico di iniziativa del Governo nel settore del credito e ciò perché, benché sussista la base giuridica attinente alla notifica e all'istruttoria, l'attivazione dei poteri impone che l'acquisto «un grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato cui al co. 3 ovvero un pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico»¹¹.

Appare discutibile che un'operazione tra due operatori domestici possa integrare i requisiti dell'art. 2 co. 6 del Decreto¹² e, in aderenza ai primi commenti sulla pronuncia del giudice¹³, sarebbe quanto meno dubbio considerare Unicredit una *public company* straniera esclusivamente in virtù della presenza di investitori internazionali.

Pertanto, per comprendere se l'offerta pubblica di scambio di Unicredit possa essere oggetto di un simile sindacato governativo, una previa riflessione sul significato di "controllo di fatto", per vero ripreso proprio al co. 5 dell'art. 2, deve essere svolta.

Va precisato innanzitutto che tale disposizione si riferisce a una nozione che fa capo sia, in termini più puntuali, al codice civile che, più genericamente, al Tuf e il richiamo al d.lgs. 58 del 1998 non può che riguardare l'art. 93, una prescrizione cioè che regola il fenomeno del controllo applicabile alla parte IV del Tuf, dedicata agli emittenti.

Al netto del dibattito dottrinale sviluppatosi attorno alla definizione tipologica o finalizzata¹⁴, l'accezione di "controllo", in questa sede, deve essere precisamente circoscritta.

Una perimetrazione più puntuale significa, innanzitutto, che il significato deve essere

¹¹ Art. 2 co. 6 del Decreto.

¹² M. PAGANO, *Golden power e operazioni bancarie: la sentenza del TAR Lazio sul caso Unicredit/Banco BPM*, in *Eurojus* it, 8 settembre 2025, spec. 8, ricorda come, nel suo ragionamento, il Tar sottolinei che la normativa interna sia destinata a garantire la sicurezza economica e del risparmio nazionale e che, contestualmente, anche e prima ancora quella europea spinga i medesimi obiettivi sistemici. L'A. rileva una discrasia tra l'oggetto della disciplina europea, cioè quello di introdurre un meccanismo di screening europeo che miri a al controllo degli investimenti esteri diretti, considerati come quelli effettuati da una persona fisica o da un'impresa di un paese terzo, e quello del regime interno. La normativa italiana infatti consente l'applicazione dei poteri speciali anche in caso di investimenti intraeuropei, realizzati perfino da soggetti residenti in Italia.

¹³ Ci si riferisce in particolare a L. PICOTTI, *Risiko bancario e Golden power: l'intervento del governo su Unicredit Banco BPM*, in www.osservatoriogoldenpower.it, p. 4.

¹⁴ Si fa riferimento in questo senso alla dibattito dottrinale tra chi ha sostenuto una visione funzionale di controllo, mutevole in corrispondenza dei settori nei quali tale nozione veniva accolta e dunque conforme agli scopi prefissati dai legislatori settoriali e chi, invece, ne ha elaborato una visuale tipologica. Secondo quest'ultima lettura il controllo rappresenterebbe un modello delimitato da due poli costituiti dall'art. 2359 c.c. e dall'art. 7 della legge *antitrust*. Per una panoramica sulla prima posizione, si consideri lo scritto di M. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, I, 457, mentre, quanto alla posizione contraria, si ponga mente allo scritto monografico di M. LAMANDINI, *Il "controllo". Nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995.

inteso nel contesto normativamente predisposto dal regime interno che consta nel più volte richiamato art. 2 co. 5 del Decreto. Inoltre, la nozione non può che essere accolta alla luce del quadro proprietario dei soggetti coinvolti nell'operazione, delineato dalla valutazione della Commissione (v. *supra* par. 2).

Tenuto conto infatti che nessuno degli investitori stranieri di Unicredit detiene percentuali di maggioranza, sembra opportuno approfondire la nozione di controllo di fatto. In sostanza, la struttura dell'azionariato dell'acquirente, come pure quella che potrebbe derivare dall'operazione, non prevede la presenza di azionisti di maggioranza e tanto meno sussistono accordi tra soci destinati a regolare gli assetti proprietari o a coordinare il voto in assemblea.

Considerato che, in aderenza ai commentatori che si sono occupati di questo specifico aspetto societario del *golden power*¹⁵, è preferibile accogliere una lettura unitaria o cumulativa del co. 5 dell'art. 2, appare pertanto necessario individuare alcuni tratti centrali del controllo di fatto. O, quanto meno, gli aspetti essenziali che possano rinvenirsi nel caso in esame e che, dunque, consentano di valutare Unicredit come attore extra-UE in quanto partecipato da società straniere che, pur detenendo una partecipazione di minoranza¹⁶, ne condizionino le decisioni e ne determinino le politiche imprenditoriali.

Poste le necessarie considerazioni di fatto, lo studio delle discipline del controllo non può che principiare da un elemento comune a entrambe e consistente nell'influenza dominante della controllante sulla controllata.

Più dettagliatamente, ai sensi dell'art. 2359, nella prospettiva del controllo di fatto previsto dal co. 1 lett. b), sono considerate controllate «le società in cui un'altra società

¹⁵ A tal proposito si leggano le considerazioni di V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019, 83; F. RIGANTI, *I golden powers italiani tra «vecchie» privatizzazioni e «nuova» disciplina emergenziale*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2020, IV, 896-897, laddove specifica il perché di una lettura "unitaria": «In merito, la diversità di vedute è concreta, così come concreto è uno spazio interpretativo che – come sopra detto al fine di tutela degli interessi protetti dalla norma – andrebbe tuttavia compresso a favore di una concezione che, al di là di sofismi, legga nel rinvio a diverse disposizioni non già l'intento di complicare la materia in più ipotesi operative (ad es. con l'applicazione del solo c.c. alle società chiuse, e del t.u.f. a quelle aperte) bensì, all'opposto, di ricomprendere nella propria sfera d'azione tutti i casi possibili, proprio al fine di sottoporre all'obbligo di notifica ogni operazione sostanzialmente intesa, attraverso al controllo, a «toccare» gli interessi nazionali protetti e quindi attivare la soglia d'attenzione dell'esecutivo». Infine, coerentemente a quanto sostenuto dai precedenti Aa., anche G. SERAFIN, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, II, 1037.

¹⁶ La dottrina ricorda infatti che per individuare il soggetto controllante non è di per sé sufficiente la titolarità o il possesso di partecipazioni. Al contrario, l'elemento costitutivo del controllo interno di diritto come di fatto è rappresentato dalla disponibilità dei voti in assemblea in misura idonea a consentire l'esercizio di un'influenza dominante sulla stessa. In questi termini, G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, in *Contr. impr.*, 1997, I, 329; M. MIOLA, *sub art. 93 t.u.f.*, in G. F. Campobasso (dir.) *Testo unico della finanza. Commentario*, Torino, 2002, 708 ss.; M. NOTARI, J. BERTONE, *sub. Art. 2359 c.c.*, in *Azioni M. Notari (a cura di)*, in *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 672.

dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria». L'art. 93 Tuf menziona alcune differenti fattispecie di controllo, scaturenti da un contratto o da una clausola statutaria (lett. a) o dall'accordo di un socio con altri soci (lett. b), benché rimanga fermo il riferimento, al co. 1, del regime codicistico¹⁷.

Da una breve panoramica dell'architettura normativa di riferimento emerge dunque come l'influenza dominante si consideri presunta laddove sussista la maggioranza dei voti in assemblea¹⁸. Diversamente, invece, se la partecipazione azionaria posseduta risulti inferiore alla metà del capitale sociale, appare doveroso valutare concretamente se il socio sia in grado di condizionare la formazione della volontà assembleare¹⁹.

Nonostante la ricorrenza del controllo di fatto sia tutt'altro che semplice da valutare²⁰, non mancano i fattori che consentono di individuare e "misurare" l'influenza dominante e le indicazioni provenienti dalla dottrina e dalla regolazione ne hanno facilitato la delimitazione.

In tal senso la mera verifica dei voti formalmente detenuti non appare un parametro sufficiente, al contrario, risulta fondamentale considerare una serie di fattori. Alcuni di stretto diritto, come la composizione dell'azionariato, i meccanismi di funzionamento dell'assemblea che garantiscono la prevalenza di un determinato soggetto sebbene non sia titolare della maggioranza dei diritti di voto²¹, la stipulazione di patti parasociali²². Altri, invece, di fatto, come il frazionamento del capitale sociale, l'andamento dei voti espressi in assemblea e il grado di assenteismo dei soci.

Inoltre, l'accertamento degli indici da cui può essere ricavato il controllo di fatto, richiede la coesistenza di due requisiti tra loro interconnessi.

17 Il co. 1 recita infatti «Nella presente parte sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate nell'articolo 2359, primo comma, numeri 1 e 2, del codice civile, anche: ... ».

18 La presunzione viene affermata peraltro anche da Cass., 23 maggio 2017, n. 10726, in *Riv. dir. soc.*, 2019, II, 380, con nota di N. CALVI,

19 A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – i gruppi*, in G. E. Colombo, G. B. Portale (dir. da) *Tratt. s.p.a.*, II, Torino, 1991, 582, n. 2.

20 G. MEO, *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in M. Bessone (dir. da) *Tratt. dir.priv.*, XVII, Torino, 2002, 8, lo spiega in termini puntuali quando ricorda che l'influenza dominante sia una situazione di fatto che per essere accertate concretamente necessitano di indici rilevatori non sempre univoci e che devono essere valutati caso per caso a seconda delle caratteristiche dell'assetto proprietario e delle dinamiche di esercizio dei poteri connessi alla partecipazione

21 Fattori che sono considerati nella Comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003 di Consob.

22 Si sofferma sia sugli elementi di fatto che di diritto necessari a determinare un'influenza determinante M. NOTARI, *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, 347 ss.

Il primo riguarda la stabilità²³, nel senso che il controllo di fatto non può essere occasionale, dipendente cioè da una situazione contingente, tantomeno derivante da un dominio temporaneo o casuale in assemblea. Il secondo, invece, attiene alla continuità dell'influenza dominante²⁴, pronosticabile in una prospettiva di lungo periodo e, pertanto, inevitabilmente desumibile sulla scorta di un'osservabilità storica²⁵.

Sulla scorta dunque delle condizioni e degli indici poc'anzi rammentati, non si cade in errore nell'intendere il controllo di fatto come il potere del socio, o di più soci congiuntamente, di determinare le scelte gestionali della controllata²⁶ e, infine e più generalmente, le sue politiche imprenditoriali.

4. Estensione applicativa del golden power, controllo di fatto e nozione funzionale (o sostanziale) di investitore estero. Considerazioni conclusive

Fissati i confini definitivi del controllo di fatto, risulta opportuno declinarne i contenuti nel contesto di riferimento, quello attinente al censurato esercizio dei poteri speciali nel caso Unicredit-Bpm.

La vicenda che ha condotto alla pronuncia del Tar del Lazio non solo ha dimostrato un certo grado di indeterminatezza dei presupposti oggettivi nell'applicazione dei poteri speciali, ma soprattutto ha reso evidente l'estensione dell'ambito applicativo dell'intervento governativo. In particolare, il *golden power* è stato adottato con riferimento a un'operazione domestica, che ha coinvolto cioè due operatori bancari aventi la propria sede legale in Italia. Non risulta perciò inappropriato interrogarsi sulla legittimità dell'ampliamento soggettivo del potere dell'esecutivo.

Il ragionamento condotto in merito all'influenza dominante degli azionisti di minoranza costituisce la chiave di volta per affrontare criticamente la decisione del giudice amministrativo.

Delimitare l'utilizzo del *golden power* ai soli casi in cui sussista un'effettiva minaccia agli

23 M. SPOLIDORO, *Questioni in tema di controllo di società*, in G. A. Rescio, M. Speranzin (a cura di) in *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, Torino, 2020, 181.

24 *Ex multis*, M. MIOLA, *ult. op. cit.*, 769.

25 Consob, Comunicazione n. 0106341 del 13 settembre 2017, p. 7. Consob peraltro sottolinea, riprendendo le parole della precedente comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003, come la stabilità del controllo di fatto «andrà necessariamente accertata attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo. Tale arco temporale, tuttavia, non deve essere necessariamente successivo al momento in cui il presunto controllante abbia acquisito la partecipazione, potendosi tenere in considerazione anche le assemblee precedenti al trasferimento della partecipazione in questione. In particolare, occorre effettuare un'indagine anche sulle passate vicende assembleari, per analizzare la percentuale di voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il quorum deliberativo».

26 V. CARIELLO, *Tra non controllo e controllo: sul mimetismo e sull'occultamento del controllo c.d. di fatto*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, 34.

interessi essenziali dello stato passa anche e soprattutto dalla riduzione di un potere governativo eccessivamente discrezionale. Ciò significa, specificamente, che l'intervento bloccante del governo sussiste, primariamente, a fronte di investimenti extra-europei nel capitale sociale, in aderenza a quanto previsto sia dalla normativa del Decreto che dal Regolamento. In secondo luogo, l'iniziativa governativa può giustificarsi anche nel caso di un acquisto di partecipazioni da parte di un operatore nazionale²⁷. In quest'ultimo caso, però, il vaglio dei poteri pubblici deve estendersi sulla "qualità" della nuova composizione proprietaria.

A tal riguardo, dunque, sebbene l'acquisto sia stato concluso da una banca italiana, il cui azionariato è composto da intermediari stranieri capaci di esercitare un'influenza dominante, il decreto potrebbe considerarsi potenzialmente legittimo. In una simile ipotesi, infatti, benché la controllante sia un istituto di credito con sede in Italia e sottoposta alla supervisione delle autorità interne, l'influenza sul funzionamento degli organi apicali e la formulazione delle *policies* interne e commerciali è dipeso dagli investitori stranieri.

L'estensione della misura governativa può essere compresa dunque anche nel complesso di un'operazione nazionale, ma solo quando la potenziale controllante "domestica" risulti partecipata da azionisti stranieri capaci di condizionarne l'organizzazione interna e le strategie d'impresa.

Dunque, in ragione della specifica offerta pubblica di scambio oggetto del presente studio, l'adozione del *golden power* deve essere esclusa. Il modello proprietario, infatti, non prevede la presenza di un azionista o di un gruppo di azionisti di maggioranza, né di soci di controllo, come peraltro puntualmente precisato dalla sintesi fornita dalla Commissione. Per giunta, in termini di rapporti endosocietari, non sussistono né patti di sindacato né qualsiasi forma di patto di consultazione²⁸.

²⁷ Si riscontra quanto detto dalla lettura della seconda parte del co. 5 art 2 del d.l. 15 marzo del 2012, n. 21 laddove precisa che «nei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e 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, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58».

²⁸ Sia per quanto riguarda la composizione dell'azionariato che i patti parasociali, possono essere reperite le informazioni necessarie sul sito online di Unicredit: <https://www.unicreditgroup.eu/it/investors/equity-investors/shareholders-structure.html>.