

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS – F. CAPRIGLIONE
M.PELLEGRINI – D. ROSSANO – M. SEPE

Supplemento al n. 1/2024

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Comitato di Direzione

M. Andenas - F. Capriglione – M. Pellegrini – D. Rossano – M. Sepe

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

F. Affinito – N. Casalino – C. Giustiniani – V. Lemma – C. Marasco – A. M. Pancallo

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno
essere riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus
su altre proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, M. Clarich, R. Cocozza, G. Colavitti, G. Conte, P. E. Corrias, G. C. Corvese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Donna, F. Guarracino, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, R. Miccù, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, M. Rabitti, P. Reichlin, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (double blind peer review). I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo. Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai referees in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione telematica da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarsi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione. In ogni caso, in presenza di pareri dissenzienti tra i valutatori, il Comitato di direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto *ratione materiae*. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli standard scientifici della Rivista. Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista.

TEMI E PROBLEMI

DI

DIRITTO DELL'ECONOMIA

Liber amicorum Laura Ammannati

A cura di Allegra Canepa e Gian Luca Greco*

* I curatori del *Liber Amicorum* ringraziano il Prof. Diego Rossano per la preziosa collaborazione prestata nella raccolta dei contributi e la Fondazione G. Capriglione onlus per aver ospitato la pubblicazione degli scritti nella prestigiosa 'Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia'.

INDICE

ALLEGRA CANEPA, GIAN LUCA GRECO – *Presentazione* (Introduction)1

PARTE I. GOVERNANCE DELL'ECONOMIA

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Concorrenza e stabilità nel paradigma digitale*
(Competition and stability in the digital paradigm)3

MAURO GIUSTI – *Il requisito (desueto) dell'annualità della "legge per il mercato e la concorrenza"* (The outdated annual frequency requirement for the 'market and competition law')37

GIOVANNI LUCHENA – *Il governo degli aiuti di Stato nell'economia in transizione* (The governance of state aid in the transition economy)53

ANDREA SACCO GINEVRI – *Rileggendo "Le privatizzazioni in Italia" di Laura Ammannati* (Reading again the book "Privatizations in Italy" directed by Laura Ammannati)71

BRUNELLA RUSSO – *La tutela dell'integrità dei mercati e ruolo proattivo dello Stato nell'evoluzione della disciplina golden power: le possibili criticità applicative dei nuovi profili operativi* (The protection of market integrity and proactive role of the state in the evolution of the golden power discipline: the possible critical applications of the new operational profiles).....83

DOMENICO SICLARI – *Codice della crisi di impresa ed efficienza dei mercati: la relative priority rule dopo la Direttiva (UE) 2019/1023* (Italian Code for business crisis and

insolvency and market efficiency: the relative priority rule after Directive (EU) 2019/1023).....109

SANDRO AMOROSINO – *La localizzazione delle opere pubbliche e di interesse pubblico nel Codice dei contratti (d.lgs. n.36/2023)* (The location of public works and public interest projects in the Contracts Code (Legislative Decree No. 36/2023)).....125

PARTE II. MERCATI DIGITALI, TUTELA DEI CONSUMATORI E SOSTENIBILITÀ

ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – *AI ACT e Giustizia Digitale* (AI Act and Digital Justice).....140

MADDALENA RABITTI, FABIO BASSAN – *L'“evoluzione” del consumatore: dal consumatore medio al consumatore attivo* (From average to engaged: some consideration on consumer evolution).....154

FEDERICO FERRETTI – *Mercato digitale ed empowerment del consumatore: verso la necessità di una nuova interpretazione del consumatore ‘medio’. Implicazioni per la regolamentazione del mercato interno dell’Unione europea* (Digital market and consumer empowerment: towards a new interpretation of the ‘average’ consumer. Implications for the regulation of the internal market of the European Union).....184

GIAN LUCA GRECO – *Il credito al consumatore in tempo di infodemia* (Consumer Credit in the infodemic age)211

MATTEO ORTINO – *Rigidità ed elasticità delle norme nell’era digitale: dal diritto dei consumatori al diritto bancario, al diritto della concorrenza* (Rules and standards in the digital era: from consumer law to banking law, to competition law).....239

GIULIANO LEMME – <i>La proposta di Regolamento europeo sulla intelligenza artificiale e la gestione dei rischi: una battaglia che può essere vinta?</i> (The proposal for a European regulation on artificial intelligence and risk management: a battle that can be won?).....	259
FILIPPO SARTORI – <i>Attività bancaria e processi di transizione</i> (Banking activities and transition processes).....	276
MARIA ELENA SALERNO – <i>Le nuove linee guida dell’ESMA in materia di requisiti di sostenibilità nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di patrimoni</i> (ESMA’s new guidelines on sustainability requirements in the provision of consultancy and asset management services).....	307
FRANCESCO ACCETTELLA – <i>Sostenibilità e disclosure nei mercati finanziari: uno sguardo oltre le apparenze</i> (Sustainability and disclosure in financial markets: a look beyond appearances).....	332
ELISABETTA BANI, PIERLUIGI DE BIASI – <i>I green bond e la loro prima disciplina ai sensi del Regolamento (UE) 2023/2631</i> (The Green Bonds and their first legal frame work under Regulation (UE) 2023/2631).....	351
CARMELA ROBUSTELLA, MARIO NATALE – <i>La regolamentazione del buy now, pay later alla luce della nuova direttiva sul credito ai consumatori</i> (The regulation of Buy Now, Pay Later in the new consumer credit directive).....	369

PARTE III. SERVIZI FINANZIARI TRA TRADIZIONE E INNOVAZIONE

- MIRELLA PELLEGRINI, ANTONIO DAVOLA – *Indipendenza economica ed empowerment femminile: riflessioni in prospettiva di genere sul diritto del mercato finanziario* (Economic independence and female empowerment: a feminist perspective on financial market law).....406
- RAFFAELE LENER, SALVATORE LUCIANO FURNARI – *La “decentralizzazione” dei mercati finanziari. Innovazione tecnologica e nuove istanze di regolamentazione* (Decentralization of financial markets. Technological innovation and new regulatory issues).....447
- FILIPPO ZATTI – *La regolamentazione della finanza decentralizzata tra sfide attuali e prospettive future: un “primer”* (Regulating decentralized finance: key challenges and future outlook: a primer)467
- MARIA TERESA PARACAMPO – *La transizione a MICA tra framework armonizzato, misure transitorie e clausole di salvaguardia. Il caso dei prestatori di servizi per le crypto-attività di diritto nazionale* (The transition to MICA between harmonized framework, transitional measures and grand-fathering clause. The case of crypto-asset service national law providers).....481
- FRANCESCO CIRAIOLO – *L’offerta di servizi bancari nel metaverso. Prodromi di un nuovo ecosistema finanziario nella dimensione virtuale, tra opportunità di sviluppo e ostacoli normativi* (The provision of banking services in the metaverse. Harbingers of a new financial ecosystem in the virtual dimension, between development opportunities and regulatory obstacles).....504

ALLEGRA CANEPA – <i>“Alla ricerca del tempo perduto” nei mercati finanziari: l’accelerazione digitale nei pagamenti, nell’accesso al credito e nella movimentazione dei depositi</i> (Financial services and digital acceleration: payment services, consumer credit and bank deposits).....	525
ROBERTO CARATOZZOLO – <i>Nuovi contratti di credito e tutele del consumatore: i modelli di buy now pay later</i> (New credit agreements and consumer protection: buy now pay later models).....	552
VALERIO LEMMA – <i>Sviluppi della corporate governance bancaria tra innovazione, efficienza e responsabilità</i> (Advancements in Banking Corporate Governance Balancing Innovation, Efficiency and Accountability)	573
ANTONELLA BROZZETTI – <i>Alcune riflessioni su indipendenza, accountability e assetto della vigilanza bancaria nell’UE</i> (Some reflections on independence, accountability, and the structure of banking supervision in the eu).....	591
PAOLO GAGGERO – <i>Correttezza nei, e trasparenza dei rapporti di intermediazione creditizia: una relazione dialogica</i> (Fairness and transparency of credit intermediation relationships: a dialogic relationship).....	629
PAOLA LUCANTONI – <i>La trasparenza bancaria nella prospettiva dell’atto e del contratto, dell’organizzazione e del mercato</i> (Banking transparency from the perspective of act and contract, organization and market).....	654
ROSA CALDERAZZI – <i>Appunti sullo studio della sostenibilità bancaria</i> (Notes on the study of banking sustainability).....	673

PAOLOEFISIO CORRIAS – <i>Value for money, product governance e obbligo di adeguatezza nel mercato assicurativo: uno sguardo d’insieme</i> (Value for money, product governance and adequacy obligation in the insurance market: an overall look).....	689
FILIPPO ANNUNZIATA – <i>Spunti per lo sviluppo di un mercato dei capitali europeo rivolto agli investitori retail</i> (Ideas for the development of a european capital market aimed at retail investors).....	709
SARA LANDINI – <i>Piattaforme e Crowdfunding nel credito alle PMI agricole</i> (Platforms and Crowdfunding in lending to agricultural SMEs).....	733
STEFANO LOMBARDO – <i>La sentenza del BVerfG sul Next Generation EU fra unione monetaria e futuribile unione fiscale</i> (The decision of the BVerfG on the Next Generation EU between monetary union and futuristic fiscal union).....	751
FRANCESCA MATTASOGLIO – <i>Euro digitale. Tra moneta programmabile e pagamenti condizionati</i> (Digital euro. Among programmable money and conditional payments).....	769

**LA TUTELA DELL'INTEGRITÀ DEI MERCATI E RUOLO
PROATTIVO DELLO STATO NELL'EVOLUZIONE DELLA
DISCIPLINA GOLDEN POWER: LE POSSIBILI CRITICITÀ
APPLICATIVE DEI NUOVI PROFILI OPERATIVI ***

*(The protection of market integrity and proactive role of the state in
the evolution of the golden power discipline: the possible critical
applications of the new operational profiles)*

ABSTRACT: *La nuova dimensione regolatrice, esplicitata a seguito della stagione delle c.d. privatizzazioni in Italia degli anni '90 si connota per una maggiore carica di politicità rimessa alle competenze del Governo poi tradottasi in una serie di "poteri speciali" di limitazione dell'autonomia privata e di intervento nella vita delle società, anche in assenza di una diretta partecipazione azionaria (golden share). A seguito degli interventi governativi del 2012 si conferma una nuova impostazione dei poteri speciali, come parte di un modello di controllo degli investimenti stranieri, con un'evidente modificazione di prospettiva non più limitata a mantenere un condizionamento nella gestione di aziende pubbliche cedute sul mercato, bensì orientata alla verifica degli effetti di ogni 'acquisizione rilevante' nei settori strategici e di interesse nazionale per il Paese. In considerazione del contesto appena delineato, il lavoro vuole soprattutto evidenziare i profili di criticità del nuovo quadro normativo e operativo alla luce dei più recenti decreti legge 21/2022 e 187/2022 (convertito, con modificazioni, nella legge 10/2023). In conclusione, il punto su cui riflettere è se e come sia possibile conciliare l'obiettivo di attrarre gli investimenti stranieri – promuovendo per tal via la crescita e lo sviluppo economico del Paese – con l'esigenza*

* Contributo approvato dai revisori.

di tutelare la sicurezza e gli interessi strategici nazionali così come affidata alla disciplina del golden power "rafforzato".

The new regulatory dimension, made explicit following the season of the so-called privatizations in Italy in the 1990s are characterized by a greater charge of politics placed on the competences of the Government which then translates into a series of "special powers" of limitation of private autonomy and intervention in the life of societies, even in the absence of direct shareholding (golden share). Following the government interventions of 2012, a new approach to special powers is confirmed, as part of a model of control of foreign investments, with a clear change in perspective no longer limited to maintaining conditioning in the management of public companies sold on the market, but rather oriented towards verifying the effects of every 'significant acquisition' in strategic sectors and of national interest for the country. In consideration of the context just outlined, the work aims above all to highlight the critical profiles of the new regulatory and operational framework in light of the most recent legislative decrees 21/2022 and 187/2022 (converted, with amendments, into law 10/2023). In conclusion, the point to reflect on is whether and how it is possible to reconcile the objective of attracting foreign investments - thus promoting the growth and economic development of the country - with the need to protect national security and strategic interests as well as entrusted to the discipline of "strengthened" golden power.

SOMMARIO: 1. Nota di apertura. – 2. Il contesto: tra discrezionalità dei poteri e compatibilità con le regole europee. – 3. Ambiguità e incertezze sul rafforzamento della disciplina dei poteri statali e controllo sugli investimenti esteri alla luce dei decreti legge 21/2022 e 187/2022 (conv. in legge n.10/2023). – 4. Una breve chiosa a margine dell'estensione del *golden power* al mercato dell'intermediazione finanziaria. – 5. Qualche considerazione finale.

1. L'onda lunga dei processi di privatizzazione, seguita dalla piena apertura dei mercati agli investimenti esteri e da una chiara politica di *deregulation*, ideologicamente annunciate da quella che sul finire degli anni '80 è stata definita come una nuova 'stagione neoliberista', ha dato luogo a fenomeni di riflusso proprio di recente ad esito di un percorso normativo a tappe iniziato con il ben noto decreto "golden power" (d.l. n.21/2012 convertito, con modificazioni, dalla l. n.56/2012)¹, il quale vede riemergere – nell'ottica di una vera e propria "renaissance" del capitalismo di Stato² – una crescente volontà politica di invocare, quando non ostacolare, interventi di governo o legislativi a tutela della nazionalità delle imprese ove si prospetti la possibilità, per una società estera, di poter arrivare a detenere il controllo di 'settori strategici' e di 'interesse nazionale' storicamente radicati nel territorio³.

Un percorso che segna un significativo punto di rottura rispetto al meccanismo endosocietario del "golden share"⁴ – essenzialmente volto a mantenere una forma di controllo indiretto sulle privatizzate – dando luogo a una ripresa delle politiche

¹ Tale decreto è stato oggetto di ripetuti interventi di modifica, da ultimo con il decreto legge n. 21/2022, che ne ha ulteriormente ampliato l'ambito di applicazione, e con il decreto legge n. 187/2022 nell'estendere alcune misure di politica industriale al sostegno delle imprese nei cui confronti tali poteri sono stati esercitati.

² L'incipit è di SCARCHILLO, *Golden Powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Dir. comm. intern.*, 2/2020, Giuffrè Lefebvre, 569-601.

³ Per un'ampia ricostruzione, anche a seguito dei ripetuti interventi di censura della Corte di Giustizia europea, si v., *amplius*, SQUARATTI, *I limiti imposti dal diritto dell'Unione europea all'intervento pubblico nell'economia: la neutralità delle modalità di perseguimento di obiettivi imperativi di interesse generale* in *Dir. comm. intern.*, 4/2014, 1073 ss.

Ancor prima, in termini esaustivi sulle misure adottate nel nostro Paese e sul rapporto tra privatizzazione delle imprese pubbliche e "poteri speciali", esercitati dallo Stato nelle società privatizzate (con particolare riferimento al meccanismo della "golden share"), non si può non fare riferimento allo scritto di AMMANNATI, *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia*, Milano, 1995.

⁴ L'istituto, introdotto dalla legge n.474/1994, è stato foriero di contenziosi e di dure critiche in sede europea dato l'aperto contrasto con gli artt. 46 e 69 del TFUE, in tema di violazione della libertà di circolazione di beni servizi e capitali.

Una compiuta analisi su questi delicati argomenti è stata condotta da SCIPIONE, *La «golden share» nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Società*, 2010, 855 ss.; SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici*, Torino, 2018.

protezionistiche europee finalizzate a realizzare un sistema di controllo pubblico degli investimenti (sia interni che esteri), apparentemente ispirato al modello adottato negli Stati Uniti⁵, ma con un evidente cambio di paradigma rispetto al passato⁶.

Motivo per cui il susseguirsi di provvedimenti legislativi sui poteri speciali dello Stato – dal d.l. 21/2022, che ne ha ulteriormente rafforzato l'ambito di applicazione, al d.l. 187/2022, di estensione di alcune misure di politica industriale a sostegno delle imprese nei cui confronti tali poteri sono esercitati – non poteva che dare voce alle esigenze poste dal mutato contesto economico e geopolitico di riferimento sull'economia e sugli investimenti in Italia a fronte delle sfide poste da una massiccia innovazione tecnologica, dalla sicurezza cibernetica, dagli effetti di una delicata crisi pandemia e, a seguire, di una guerra di aggressione in Europa.

Mette conto ricordare come l'intervento pubblico (nell'economia) sia questione legata alle richieste del mercato e alla sua strutturazione prima ancora che a scelte squisitamente politiche, mentre quella connessa ai grandi interventi riformatori coincide, quasi sempre, con momenti di crisi a loro volta generatori di

⁵ L'affermazione di procedimenti predeterminati di scrutinio, che entrano nel merito di investimenti esteri in settori dell'economia, qualificati come strategici, e che possono condurre alla loro limitazione ed interdizione, introduce sistemi di controllo affatto dissimili da quello americano, che ne è stato evidentemente il modello di ispirazione. Mette conto ricordare comunque come la genesi che ha condotto alla formazione della disciplina dei poteri speciali negli USA, è stata, fin dall'inizio, indirizzata alla difesa della sicurezza nazionale rimettendo la decisione, all'esito delle previste attività istruttorie, al potere insindacabile del Presidente.

Nello specifico, si v. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, 737. In termini più generali, anche LAMANDINI, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello stato: dalla golden share al golden power*, in M. Benedettelli e M. Lamandini (diretto da), *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2016, 107 ss.

⁶ Parlano di abbandono del tradizionale obiettivo del mantenimento di un'ingerenza statale a fronte della perdita del controllo societario sull'impresa strategica ormai dismessa, ANNUNZIATA, SACCO GINEVRI, SAN MAURO, *I golden powers fra Stato e mercato*, in *Sistema produttivo e finanziario post covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, "Voci dal diritto dell'economia", di U. Malvagna, A. Sciarrone Alibrandi (a cura), Pacini Giuridica, 2021, 433-439, facendo riferimento ad una nuova concezione che attribuisce allo Stato poteri di intervento volti ad intercettare tutte le situazioni in cui sia posto in pericolo il funzionamento di attività economiche ritenute strategiche per il Paese.

dinamiche *ricentralizzanti* dei poteri statali come da più parti rievocate dalla dottrina in argomento⁷.

Date le premesse, possono dunque ben comprendersi le ragioni per cui lo strumento del “*golden power*” – soprattutto nella parabola ascendente della crisi epidemiologica quando la risposta nazionale all'emergenza è andata ben oltre il semplice adeguamento contingente, per introdurre modalità di selezione contro possibili ingerenze di soggetti esteri – ha continuato ad essere al centro della riflessione giuridica ed economica tanto per i ricorrenti interventi normativi quanto – e di riflesso – per la peculiare natura del ruolo ritagliato allo Stato nel corso del tempo: nel presente contesto, l'ingresso nel mercato interno di investitori stranieri ha spostato i confini dell'intervento pubblico nella misura in cui oggi riserva a sé una sorta di ‘clausola di gradimento’ scrutinando la provenienza, l'affidabilità e le intenzioni di soggetti stranieri che manifestano l'interesse a investire in settori ritenuti cruciali per il Paese⁸.

⁷ Cfr., SPAGNUOLO VIGORITA, *Golden power: per un nuovo paradigma di intervento dello Stato nell'economia*, in *Riv. Interd. Dir. amm. pub.*, fasc. 4/2021, 121.

In termini alquanto critici si esprime GASPARI, *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi dell'UE*, in *Federalismi.it*, 16/2020, il quale sottolinea come nelle situazioni di crisi socio-economiche e politiche la riemersione della centralità dello Stato abbia messo in discussione il processo di integrazione dell'Unione Europea.

Parla di ritorno a logiche di vigilanza strutturale, improntate a un monitoraggio ordinario del pubblico sul privato, anche SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia* in *Riv. Regolaz. Merc.*, fasc.1/2021, 68 ss., secondo cui «*si potrebbero aprire problematiche nuove in un mercato ormai globalizzato, finendo per trasformare le imprese strategiche in novelle società a sovranità limitata, in evidente contraddizione con principi consolidati del diritto dell'economia e dell'impresa*».

⁸ Al fine di determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza e/o sull'ordine pubblico, la disciplina del *golden power* ha previsto una serie di circostanze per cui: (i) l'investitore straniero sia controllato dal governo di un paese terzo non appartenente all'UE (anche attraverso finanziamenti significativi), oppure (ii) si sospetti la sussistenza di *legami* tra acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello ‘Stato di diritto’, (iii) non siano rispettate le norme del diritto internazionale o (iv) l'investitore abbia assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale o abbia rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti comunque collegati.

Una recente sentenza europea limita il controllo degli investimenti esteri diretti agli investimenti nell'Unione effettuati da imprese costituite o comunque organizzate conformemente alla legislazione di un paese terzo.

Un'evidente modificazione di prospettiva, non più limitata a mantenere un condizionamento nella gestione di aziende pubbliche cedute sul mercato, bensì orientata alla verifica degli effetti di ogni 'acquisizione rilevante' nei predetti settori.

Sicché il rafforzamento dei poteri speciali del Governo a tutela delle possibili vulnerabilità degli *asset* strategici costituisce, a ragione, una lente attraverso cui ripercorrere le complesse trasformazioni dello Stato nell'economia non senza suscitare tuttavia nuovi interrogativi su un possibile accentramento e riallocazione degli stessi.

Emergerà nel corso di questa trattazione una riflessione generale e di sistema sull'attuale assetto regolatorio che pur riconoscendo la compiutezza dell'intervento del legislatore in materia, delinea un quadro normativo del *golden power* ancora abbastanza complesso i cui profili operativi appaiono stretti in un intricato reticolo di norme primarie, via via stratificatesi, e norme secondarie di attuazione, più volte modificate nel tempo, che finiscono con il pesare sulla vita delle imprese sollevando inevitabilmente alcune criticità applicative per le quali, man mano che si procederà, si indicheranno possibili rimedi e opportuni spunti di analisi.

Inoltre, nel ripercorrere i propri orientamenti sulla restrizione alla libertà di stabilimento, si ricorda come una restrizione a una libertà fondamentale garantita dal Trattato UE può essere ammessa unicamente a condizione che la misura nazionale di cui trattasi sia giustificata da un motivo imperativo di interesse generale, sia idonea a garantire il raggiungimento dell'obiettivo da essa perseguito e non vada al di là di quanto necessario per ottenerlo. Tuttavia, 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.

Diverso il caso in cui rilevino motivi di ordine economico che perseguano un obiettivo di interesse generale o la garanzia di un servizio di interesse generale, i quali risultano essere idonei a giustificare una limitazione a una libertà fondamentale garantita dai Trattati.

Pertanto, 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 di contro il fatto che tali motivi, nel contesto dell'Unione, e in particolare in quanto autorizzano una deroga a una libertà fondamentale garantita dal Trattato UE, devono essere intesi in senso restrittivo, di modo che la loro portata non possa essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il controllo delle istituzioni dell'Unione. Tali motivi non possono essere inoltre distolti dalla loro propria funzione per essere utilizzati, in realtà, a fini puramente economici.

Cfr., Corte di giustizia UE, Sez. II, 13 luglio 2023, C-106/22 – Pres. Rel. Prechal.

E procedendo in questa direzione bisognerà tener conto, in primo luogo, come la crisi abbia fortemente condizionato le scelte politiche mostrando le debolezze strutturali di un sistema Paese sì da affidare all'evoluzione delle strategie regolatorie e alla stagione delle norme d'emergenza – fino a poco tempo fa poco sperimentate – il compito (non sempre facile) di rappresentare una risposta alle difficoltà di prendere decisioni in condizioni di crescente incertezza economiche e di mercato. Che, in riferimento alle carenze dell'architettura della *governance* nei vecchi contesti istituzionali, si sono tradotte, con riguardo ad alcuni ambiti operativi di rilevanza strategica (si pensi al mercato finanziario e a quello dell'energia), in uno slittamento dei poteri verso il centro.

Un interrogativo da porsi, il quale legherà infine tutte le questioni poste all'interno del percorso argomentativo costituendone non solo il *fil rouge* ma anche fornendo una preziosa indicazione per la lettura del tema trattato, è come, e in quale misura, risulta possibile conciliare l'obiettivo di attrarre gli investimenti stranieri – promuovendo per tal via la crescita e lo sviluppo economico del Paese – con l'esigenza di tutelare la sicurezza e gli interessi strategici nazionali così come esplicitati dalla disciplina del *golden power*.

L'adozione di programmi di *golden power compliance* che favoriscano la diffusione di una maggiore sensibilità e attenzione da parte delle imprese operanti in settori chiave potrebbe, nell'ottica considerata, essere una strada da percorrere per una maggiore responsabilizzazione dei soggetti economici anche al fine di stimolare comportamenti aziendali ispirati a principi di 'sana, prudente e corretta gestione'.

2. Che la riforma del *golden power* sia figlia di contingenze di carattere economico lo conferma la concomitanza degli eventi che la colloca a cavallo della crisi del 2011 in Italia, da cui genera la risposta politica del Governo.

E che l'antecedente normativo, denominato *golden share*, abbia contribuito a delineare un sistema di poteri speciali è dato altrettanto certo che dà contezza del fatto che lo Stato interviene ora attraverso una formula nuova, in via diretta, sulla circolazione azionaria e sulle operazioni straordinarie poste in essere dalle imprese (quotate e non) operanti nei settori economici strategici a prescindere dalla presenza di una partecipazione pubblica attuale o pregressa.

Dopo la parentesi normativa rappresentata dal DPR n.85/2014 di prima individuazione degli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni – successivamente aggiornati e superati nel 2020 – è solo con il successivo DPCM n.108/2014 e, in special modo, con l'adozione del Regolamento Ue 452/2019 (recante norme in materia di investimenti esteri diretti)⁹ che la disciplina dei poteri speciali trova un quadro preciso: si devono infatti a quest'ultimo tanto la definizione di "intervento estero diretto" quanto quella di "meccanismo di controllo", individuando, in tal modo, qualsiasi tipo di investimento – compresi quelli che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo – teso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore e

⁹ Con l'emanazione di detto Regolamento in discorso l'UE si è dotata, per la prima volta su scala comune, di un quadro di riferimento per il controllo degli investimenti esteri diretti, sul presupposto che si tratti di materia rientrante nell'ambito della politica commerciale comune, perciò di competenza esclusiva dell'Unione, a tenore dell'art. 207, par. 1, TFUE, che include espressamente gli investimenti esteri diretti tra le materie da regolamentare secondo principi uniformi.

Sugli investimenti esteri diretti, Regolamento attuato in anticipo, in Italia, dal d.l. n. 148/2017, si rinvia, senza pretesa di esaustività, a MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e controllo degli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Dir. comm. int.*, settembre 2018, 699 ss.; ALVARO et al., *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2019, 59-65; RESCIGNO, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giur. comm.*, I, 2020, 847 ss.

Secondo la nozione di cui al citato Regolamento l'investimento diretto estero include determinati investimenti concernenti partecipazioni durevoli e dirette di un «investitore estero». Tale nozione comprende quella di impresa di un paese terzo, da intendersi come «un'impresa costituita o comunque organizzata conformemente alla legislazione di un paese terzo».

V. *amplius*, NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, ne *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2019, 124 ss.; ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, *ibidem*, 102, ss.; AGOSTINI, *Il golden power sugli investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *FCHub*, 2020.

l'imprenditore (o l'impresa) nei cui confronti è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in ambito UE¹⁰.

Sicché il riferimento al "meccanismo di controllo", quale parte integrante di un concetto più ampio di intervento estero diretto, nell'intento di definire termini, condizioni e procedure per valutare, esaminare, autorizzare, sottoporre a condizioni, vietare o liquidare gli investimenti tende a preservare, attraverso prescrizioni amministrative o norme di attuazione, settori esposti a potenziali effetti sulla sicurezza (*i.e.*, la gestione dei dati a seguito dell'innovazione tecnologia) o sull'ordine pubblico tanto da attribuire al Governo poteri d'ingerenza, dovuti all'eccessivo allargamento della sfera d'intervento, tra cui la possibilità di porre un veto all'adozione di talune delibere assembleari (o consiliari) oppure l'opposizione (o l'assoggettamento a specifiche condizioni o prescrizioni) nei confronti di acquisti di partecipazioni rilevanti.

Tuttavia se il bisogno di tutela spiega, da un lato, l'ampiezza del raggio di azione operato dal legislatore, individuando ambiti d'intervento sempre più ampi nella preoccupazione di possibili comportamenti opportunistici da parte di investitori stranieri su società italiane – riprova ne è l'emanazione del c.d. "Decreto Liquidità"¹¹ di rafforzamento, seppur temporaneo, della normativa *golden power*, il cui scopo, in parte raggiunto, è stato certamente quello di 'gestire' un'emergenza (*rectius*, i possibili rischi di scalate irregolari ed improvvise in settori chiave per il Paese) senza però rappresentarne una garanzia costituzionale – dall'altro, i poteri speciali del *golden power* rischiano di prestarsi, soprattutto in un contesto applicativo

¹⁰ Una lucida analisi è stata condotta da CLARICH, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in G. Napolitano (a cura di), *Direct Foreign Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, il Mulino, 2020, 115 ss.

¹¹ Cfr., d. l. n. 23/2020 rubricante «*Modifiche all'articolo 4-bis, comma 3, del decreto-legge 21 settembre 2019, n. 105, convertito con modificazioni dalla legge 18 novembre 2019, n. 1331*».

Per la letteratura in argomento, v. VASQUES, *Golden power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 1/20, 124 ss.; GARDA, *Il Decreto Liquidità rafforza il Golden Power*, consultabile su <https://www.altalex.com/documents/news/2020/04/27/decreto-liquidita-rafforza-golden-power>.

caratterizzato da forte discrezionalità amministrativa come quello attuale (si pensi all'uso sempre più ampio dei DPCM), ad un utilizzo "one size fits all"¹², inevitabilmente deputato a mostrare elementi di fragilità strutturale anche in termini di compatibilità con le regole imposte a livello europeo¹³.

E ciò sembra trovare conferma nel fatto che dall'iniziale controllo sugli investimenti diretti esteri si è passati a perseguire finalità sempre più articolate riguardanti la tutela di tecnologie critiche e know-how industriale; la prevenzione di minacce cibernetiche; il contrasto al "trasferimento" extraterritoriale di dati sensibili, le istanze di difesa dei livelli occupazionali fino a ricomprendere il settore finanziario¹⁴. Tutte attività queste soggette ora ad un obbligo di notifica che travalica i limitati ambiti settoriali individuati dal citato Regolamento per estendere, per la prima volta, il raggio d'azione anche alle infrastrutture dei mercati finanziari, incluse quelle creditizie e assicurative, andando ad incidere sia sulle relative dinamiche aziendali e proprietarie che sugli equilibri di sistema¹⁵.

Sul punto sarà opportuno ritornare nel prosieguo, sia pur brevemente, in ragione delle possibili implicazioni di un esercizio congiunto degli organi di vigilanza con l'organismo statale avente riguardo agli assetti di controllo delle imprese d'intermediazione.

Non v'è dubbio allora che l'ampliamento progressivo della sfera operativa abbia creato incertezza nello stabilire quando sorgono gli obblighi di notifica (da parte

¹² La preoccupazione che lo strumento normativo, piegato a finalità anche molto diverse tra loro, possa allontanarsi dai suoi principi ispiratori originari e divenire un'arma a doppio taglio, è stata espressa da SPAGNUOLO VIGORITA, *Golden power: per un nuovo paradigma di intervento dello Stato nell'economia*, op. ult. cit., 114 ss.

¹³ Così, SANDULLI, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al "golden power"*, in *Dir. pubbl.* n.1/20, 405 ss., nel mostrare perplessità in ordine all'eccessivo allargamento del perimetro di intervento.

¹⁴ Dell'ampliamento della sfera operativa si ha riscontro nel novero del succitato decreto presidenziale, in specie all'art.8.

¹⁵ Si rinvia, ancora una volta, al "Decreto Liquidità" già richiamato.

Un tale ampliamento dei poteri speciali, in ambito finanziario, trova spazio in un percorso normativo iniziato con il d.l. n.148/2017, proseguito con d.l. n.23/2020 e, a seguire, con il DPCM n.179/2020.

degli investitori), anche ai fini dell'applicazione di sanzioni rilevanti in caso di violazione, e quando l'eventuale inadempimento venga compensato dalla previsione dell'attivazione di un potere d'ufficio da parte del Governo.

E' appena il caso di ricordare come l'art. 16 del Reg. 2019/452/UE abbia apportato modifiche al decreto *golden power*, inserendo, opportunamente, la possibilità di attivare d'ufficio il procedimento di selezione degli investimenti «*nei casi di violazione degli obblighi di notifica [...], anche in assenza della notifica*» allo scopo di incidere stabilmente sui processi di selezione, dettate dalla necessità di integrare aspetti regolatori che avevano mostrato difficoltà applicative con l'entrata in vigore del decreto.

La questione, posta in questi termini, non è di poco conto in quanto si apre a tutta una serie di considerazioni centrali e a possibili ricadute sotto diversi profili.

Ora, al di là del fatto che l'esercizio pratico del potere di cui si parla si sia dimostrato spesso inconsistente – vuoi perché non esercitato sia pure nelle forme più blande di assenso con prescrizioni, vuoi anche per gli effetti dilatori sulla realizzazione delle operazioni che discendono dall'apertura dell'istruttoria (per l'esercizio dei poteri speciali) – quel che concretamente sembra limitare gli effetti del *golden power* italiano, e che in qualche modo rappresenta il tratto più problematico rispetto alle norme europee (artt. 49 e 56 TFUE), è la genericità delle formule adottate o, per meglio dire, il ricorso a concetti elastici sia per definirne l'ambito di applicazione, sia per stabilirne i presupposti e i contenuti concreti, in presenza dei quali trova possibile giustificazione il ricorso all'intervento pubblico¹⁶. Si creano così i presupposti per un ampio esercizio di poteri autonomi, da parte del Governo, quale risposta al carattere “non tipizzato” delle condizioni sottese al compimento di un'operazione ritenuta di “rilevanza strategica”, dando luogo a dinamiche organizzative della procedura di

¹⁶ Si è di fronte ad un ampio ventaglio di situazioni (: minaccia effettiva di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e sicurezza nazionale; situazione eccezionale di grave pregiudizio pubblico della sicurezza delle reti e degli approvvigionamenti, pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico) che varia, tuttavia, a seconda dei settori individuati dalla norma.

controllo caratterizzate da un forte apprezzamento discrezionale in ragione della natura degli interessi tutelati.

Circostanza che rende pressoché impossibile, proprio in presenza di situazioni assai variegata, definire casistiche precise ed esaustive a detrimento di quel *principio di legalità*, spesso richiamato dalla giurisprudenza¹⁷, con conseguente sacrificio delle aspettative di certezza del diritto per gli operatori di mercato.

E' appena il caso di dire che quanto affermato potrebbe trovare, sul piano delle definizioni, agevole soluzione, come del resto da più parti sostenuto, sia mediante elaborazione di una 'tassonomia' dei presupposti degli obblighi di notifica – sulla base della prassi applicativa già consolidatasi – sia definendo linee guida per orientare le imprese nell'interpretazione della normativa, senza bisogno di porre mano ad ulteriori interventi del legislatore¹⁸.

Resta tuttavia più delicato l'elemento di criticità legato alla scarsa prevedibilità della tipologia di condizioni e di prescrizioni “non tipizzate”, a livello normativo, imposte alle imprese a seguito della notifica di acquisizioni o operazioni societarie. Il che porterebbe a ritenere che l'aumento della prevedibilità delle decisioni, in merito all'esercizio dei poteri speciali e dei contenuti delle possibili prescrizioni e condizioni, costituisce un valido aiuto per le imprese nella costruzione delle operazioni e nell'adozione di sistemi di *governance* adeguati, in modo da consentire loro – in un

¹⁷ Si v., di recente, l'ormai nota pronuncia del *TAR Lazio-Roma, Sez. I, 13 aprile 2022, n. 4486*, confermata di recente da *Consiglio di Stato, sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289*, attraverso la quale si è optato per un (sorprendente) allentamento delle maglie del *principio di legalità*, sacrificando un suo rigido ancoraggio a predeterminazioni puntuali e tassative dei settori strategici in cui può trovare applicazione la disciplina *golden power*, a favore di un'espansione della discrezionalità amministrativa.

Per la letteratura in argomento si rinvia, *ex multis*, a PACCIONE, *Il Golden Power e il principio di legalità*, in *Gior. Dir. amm.* 5/2022, 659 ss.

¹⁸ In questo contesto si inserisce la suddetta sentenza del TAR Lazio n. 4488/2022 la quale fa chiarezza sulla natura dei poteri speciali in questione, sul procedimento applicativo e sul conseguente sindacato giurisdizionale. Trattasi della controversia riguardo all'esercizio del *golden power* nella forma più intrusiva del veto assoluto. Il Governo infatti blocca l'acquisizione delle società italiane del gruppo Verisem da parte di Syngenta Crop Protection AG, azienda svizzera leader di settore a livello mondiale, controllata da ChemChina, multinazionale pubblica cinese che opera in diversi settori economici (immobiliare, petrolchimico, agrochimico, sementi, etc.).

rinnovato contesto di maggior certezza nella negoziazione e strutturazione di delicate operazioni societarie – di adottare scelte più compatibili con il quadro regolamentare europeo.

3. Ecco che allora la progressiva estensione delle attività e dei beni di interesse strategico, oggetto di scrutinio da parte del Governo, dovrebbe soggiacere a una costante valutazione applicativa tanto in riferimento agli effetti complessivi sull'economia e sugli investimenti esteri dell'attuale disciplina quanto alla pertinenza di tale controllo sull'attività economica delle imprese rispetto alle finalità proprie e ormai multiformi della disciplina *golden power*.

Posto in questi termini, l'argomento sembra richiamare riflessioni in precedenza espresse circa le implicazioni del meccanismo di controllo statale sugli investimenti e su determinate operazioni straordinarie relative a società considerate strategiche nella misura in cui politiche eccessivamente protezionistiche risulterebbero inconciliabili con i principi fondamentali di libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento, previste dal Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), che già al tempo del *golden share* erano state foriere di contestazioni e di dure critiche in sede comunitaria¹⁹.

Inevitabilmente una tale estensione pone, sul piano delle concretezze, almeno due questioni. La prima, appena sottolineata, riguardante la compatibilità delle misure emergenziali²⁰ con le regole europee, benché mosse prevalentemente sulla

¹⁹ La questione è stata a suo tempo trattata da FRENI, *L'incompatibilità con le norme comunitarie della disciplina sulla golden share*, in *Giorn. dir. amm.*, 2001, 1145 ss.; COLANGELO, *Regole comunitarie e golden share italiana*, in *Merc. conc. reg.*, 2009, 3, 595 ss.; SCIPIONE, *La «golden share» nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Le Società*, 2010, 7, 855 ss. , SAN MAURO, *La disciplina della golden share dopo la sentenza della Corte di Giustizia C-326/07*, in *Conc. e mercato*, 2010, 409 e ss.

²⁰ Il panorama normativo è piuttosto ampio a partire dal d.l. n. 23/2020 (c.d. decreto “Liquidità”), recante «*Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*», convertito in l. n. 40/2020; d.l. n. 21/2022 (decreto c.d. “Ucraina”) «*Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina*»,

scia delle linee guida elaborate dalla Commissione²¹. C'è da chiedersi allora se l'attuale impianto italiano – mediante il quale il legislatore ha esteso, al ricorrere di determinate circostanze, il campo di applicazione ad ulteriori settori strategici (ex art. 4 Reg. IDE) – nell'intento di porre un argine quanto mai necessario contro eventuali acquisizioni di posizioni di controllo nelle società italiane a impatto strategico, non voglia piuttosto condizionare, o addirittura vietare, l'investimento estero ancorché attraverso azioni volte ad impedire scalate ostili nei confronti dei diversi "campioni nazionali" operanti nei settori strategici dell'economia.

Sul punto, è d'uopo ancora ricordare come la disciplina emergenziale, nel produrre un ampliamento delle prerogative riconosciute allo Stato rispetto al passato, abbia reso oltremodo difficile per l'operatore economico straniero, conoscere *a priori* – ovvero al momento dell'acquisto – se, e in quale misura, le acquisizioni di partecipazioni in imprese italiane debbano sottostare ai vincoli della normativa del *golden power* ed essere sottoposte alla valutazione della Presidenza del Consiglio dei Ministri²².

Un'ingerenza che, a tutti gli effetti, riconferma quel meccanismo, nei fatti permanente, d'intervento statale nell'economia a tutela dei settori strategici che la disciplina emergenziale ha finito con il rendere più stringente acuendo la percezione di uno Stato erogatore di servizi a carattere sociale, con una marcata attrazione adesso verso i settori tecnologici e innovativi²³.

convertito in l. n. 51/2022; d.l. n. 50/2022 (decreto c.d. "Aiuti") «*Misure urgenti in materia di politiche energetiche nazionali, produttività delle imprese e attrazione degli investimenti, nonché in materia di politiche sociali e di crisi ucraina*», convertito in l. n. 91/2022.

²¹ Cfr., Comunicazione UE 2020/C99I/01.

²² Per un'ampia disamina v. ROSSANO, *Spunti di riflessione sulle misure a sostegno delle imprese nella normativa emergenziale*, in D. Rossano (a cura di), "Covid-19 Emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive", Bari, 2020, 67 ss.; CLARICH, MARRA, *Golden Power: il Giudice conferma il potere dello Stato*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, aprile 2022.

²³ Come precisato da SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in RTDE 1/2019, 171 ss., il ritorno dello Stato si esprime su un terreno pubblicistico e non più sul campo dei rapporti societari. Per l'autore «[...] *Ciò segna il compimento di una ventennale transizione dal periodo dello Stato imprenditore – in cui alcuni istituti peculiari del fenomeno*

Per dirla con Sandulli «una sorta di longa manus dell'art. 41, terzo comma, Cost., nel senso che funge, in un certo senso, assieme ad altri strumenti di intervento pubblico nell'economia, da riattivatore della funzione di programmazione e controllo dell'attività economica privata indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali»²⁴.

La seconda questione – alla prima intimamente connessa – in termini di incentivazione/ disincentivazione degli investimenti stranieri.

Non va dimenticato che la regolazione d'emergenza è stata in grado di pregiudicare iniezioni di capitali stranieri i quali avrebbero potuto, di contro, rivelarsi di grande utilità proprio per uscire dalla crisi economica da cui il Paese è stato attraversato ben prima del diffondersi della pandemia del 2020-2021.

Un rischio che successivamente è sembrato riflettersi, a livello di legislazione nazionale, nel d.l. n.21/2022 (recante misure urgenti per affrontare gli effetti economici e umanitari della crisi Ucraina) – il quale, a sua volta, ha anticipato l'orientamento della Commissione esplicitato nell'ultima Comunicazione²⁵ – sul presupposto che l'attuale disciplina sui poteri speciali è interpretata come uno strumento pubblico dirigistico dei mercati: uno strumento per decidere chi debba essere il proprietario di determinati *asset* oltrepassando il limite della mera verifica

societario subivano distorsioni fisionomiche e funzionali a servizio di obiettivi e interessi extrasociali – a un nuovo periodo in cui l'impresa che opera in settori strategici rimane pur sempre affare fra soci, che tuttavia cede sovranità decisionale ad uno Stato “supervisore” ogni qual volta l'evoluzione dell'attività e degli assetti possa pregiudicare interessi di rango superiore».

²⁴ Cfr., SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, 2022, 752 ss.

²⁵ La crisi segnata dal conflitto russo-ucraino ha portato ad una nuova attenzione da parte della Commissione europea sui meccanismi di controllo degli investimenti. Con Comunicazione del 6 aprile 2022, la Commissione ha infatti invitato gli Stati a fare il più ampio uso possibile di tali meccanismi in caso d'investimenti controllati in ultima istanza da persone o entità russe o bielorusse, con un particolare riferimento agli investimenti di portafoglio che potrebbero nondimeno avere un rilievo in termini di ordine pubblico e sicurezza (“Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni” (2022/C 151 I/01).

In quest'ottica, l'estensione a regime dell'ambito di applicazione della disciplina *golden power* a operazioni intra UE può evitare elusioni e consentire una maggiore e utile conoscenza di ciò che accade nei mercati.

circa la compatibilità di una data operazione con gli interessi nazionali con l'inevitabile risultato di allontanare gli investimenti stranieri, in un Paese, come il nostro, sempre più a corto di capitali nazionali e complessivamente poco *internazionalizzato* a confronto delle altre maggiori economie europee.

Siffatta lettura appare coerente con la preoccupazione che la politicità delle scelte cui il Governo è chiamato ad effettuare nel ricorso allo strumento d'intervento (nel valutare la strategicità di un settore o di un'attività) non sia frutto di considerazioni obiettive, rigorose e di lungo periodo, ma tradisca un momentaneo interesse a presidiare determinati comparti economici.

In questo modo, però, un meccanismo 'straordinario', quale quello del *golden power*, verrebbe a perdere sempre più il carattere di eccezionalità, per diventare uno strumento in dotazione allo Stato interessato a indirizzare – quando non proprio a controllare – l'attività delle più importanti società. O, diversamente argomentando, uno strumento che sembra subire una chiara torsione verso una maggiore incisività e intromissione nell'iniziativa economica privata indugiano ad un rispetto solo nominalistico dei principi costituzionalmente protetti all'art.41 della Costituzione.

In questa prospettiva, si colloca anche il tema degli effetti dell'assoggettamento dell'impresa alla disciplina del *golden power* sulle condizioni di rischio dell'investimento azionario, nella misura in cui l'esercizio dei poteri speciali, anche solo sotto forma di condizioni prescrittive, può impattare direttamente sull'organizzazione e la gestione della società limitandone l'autonomia privata e le opzioni di valorizzazione e crescita.

Fra le possibili misure di rimedio, il d.l. n.187/2022²⁶, di recente convertito²⁷, il quale in ragione della necessità e urgenza di adottare strumenti di politica industriale

²⁶ Decreto Legge n.187 del 5 dicembre 2022 recante misure urgenti, tra cui l'esercizio dei *golden power*, a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici dell'energia.

Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 284 del 5 dicembre 2022.

Il decreto consente alle imprese di accedere in maniera prioritaria al Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività d'impresa. Si tratta dello strumento istituito dall'art.

con l'obiettivo di assicurare, anche in via preventiva, la «*continuità produttiva*» di imprese – che gestiscono, a qualunque titolo, impianti e infrastrutture di rilevanza strategica nel settore della raffinazione del petrolio – *facoltizza* il Ministero delle imprese e del made in Italy ad accertare la fondatezza dei presupposti per l'accesso a misure di sostegno della capitalizzazione dell'impresa, su istanza della notificante la quale, nei due anni successivi all'esercizio dei poteri speciali, è ammessa a formulare l'istanza per l'*accesso prioritario* agli strumenti dei contratti di sviluppo e degli accordi per l'innovazione.

La conversione in legge prevede inoltre che, ai fini dell'accesso con priorità al Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività d'impresa, si deve tener conto parimenti delle segnalazioni degli enti territoriali ai fini del mantenimento della continuità operativa e dei livelli occupazionali nel loro territorio²⁸.

All'evoluzione in analisi va contrapposto, tuttavia, il carattere meramente parziale della risposta governativa, contenuta nel decreto in questione, se non anche la difficoltà di una sua attivazione concreta.

43 del d.l. 34/2020 e destinato alla ristrutturazione di imprese titolari di marchi storici di interesse nazionale iscritte nel relativo registro, e delle società di capitali, aventi un numero di dipendenti non inferiore a 250, che si trovino in uno stato di difficoltà economico-finanziaria.

²⁷ Legge n.10 dell'1 febbraio 2023 pubblicata in G.U. n. 28 del 3 febbraio 2023 recante misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici.

Cfr., MINTO, *Settori produttivi strategici: le misure urgenti del Governo convertite in Legge*, in *Rivista Diritto bancario*, consultabile su <https://www.dirittobancario.it/art/settori-produttivi-strategici-le-misure-urgenti-del-governo-convertite-in-legge-2023>.

²⁸ In part., art.2 «*Misure economiche connesse all'esercizio del golden power*» della l. n.10/2023, *cit.* Secondo quanto recita il co. 2 «*Il Ministero delle imprese e del made in Italy, di concerto con il Ministero dell'economia e delle finanze, sempre su istanza dell'impresa notificante, può, altresì, chiedere di valutare con priorità la sussistenza dei presupposti per l'accesso agli interventi erogati dal patrimonio destinato, costituito ai sensi dell'articolo 27, comma 1, del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34 convertito, con modificazioni, dalla legge 17 luglio 2020, n. 77*».

La legge prevede, infine, una serie di misure volte a tutelare gli interessi nazionali nel settore delle comunicazioni, con particolare riferimento alle infrastrutture di rete in fibra ottica.

L'*accesso prioritario*²⁹ ai presidi individuati dalla norma non prevede alcun automatismo lasciando peraltro che erogazione, finalità, condizioni e requisiti (di accesso) siano disciplinati in modo articolato e specifico in altre disposizioni normative non modificate dal presente provvedimento, con evidente frammentazione della disciplina in oggetto nonostante la legge di conversione faccia chiaro riferimento alla definizione, in tempi brevissimi, di criteri generali per l'effettuazione delle valutazioni, nonché dei termini e delle modalità procedurali per l'ammissione alle misure di sostegno.

Potrebbe dunque verificarsi la concreta possibilità che l'impresa sottoposta ai poteri speciali, vedendosi bloccata un'operazione societaria (e qui sembra ragionevole ritenere che la norma si applichi sia nel caso di veto al compimento di un'operazione che in quello di opposizione all'acquisto di partecipazioni, ma nondimeno all'ipotesi di imposizione di condizioni o prescrizioni qualora esse siano di ostacolo alla realizzazione dell'operazione in quanto ipoteticamente inducono l'investitore a desistere dal proprio investimento) non possa accedere sul presupposto di non rispettare i criteri di applicazione soggettiva e oggettiva stabiliti per ognuno degli strumenti di sostegno che l'impresa stessa potrebbe essere interessata ad attivare.

4. L'ipotesi di possibile rischio dell'investimento azionario riapre la parentesi, prima appena accennata, circa l'esigenza, soprattutto per l'economia italiana gravemente colpita, di salvaguardare attraverso il rafforzamento dei poteri dello Stato anche gli operatori bancari, assicurativi e finanziari domestici.

²⁹ L'accesso prioritario a queste misure di sostegno dev'essere richiesto con apposita istanza dalle imprese nei cui confronti siano stati esercitati i poteri speciali. L'art. 2 del d.l. 187/2022 prevede che esso sia comunque subordinato al possesso dei requisiti per accedere a tali strumenti. Nel caso dei contratti di sviluppo e degli accordi per l'innovazione si prevede che l'istanza dev'essere presentata entro due anni dall'esercizio dei poteri speciali.

Del resto, l'idea che il *golden power* si applichi nella misura in cui la tutela degli interessi essenziali dello Stato sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore, soprattutto in un segmento delicato di mercato come quello finanziario, è un convincimento ampiamente condiviso in dottrina che prelude al necessario coordinamento tra autorità di controllo per il raggiungimento di accordi tra le diverse istituzioni coinvolte.

Pertanto l'acuirsi delle ragioni di un inevitabile contemperamento di poteri trova radici, ancora una volta, a seguito della crisi sanitaria fortemente caratterizzata dalla volatilità dei mercati, la quale ha enfatizzato l'esigenza di un potenziamento del ruolo dello Stato in economia a supporto della ripresa imprenditoriale, anche se, il ritorno a logiche di vigilanza strutturale è sembrato, da più parti, prestare il fianco a rinnovate questioni in un contesto oramai globalizzato di mercato³⁰.

Il percorso normativo, costellato anch'esso da una frammentarietà e obsolescenza delle fonti, si staglia lungo due importanti direttrici che essenzialmente ne costituiscono il perimetro di riferimento: l'una, quella ad opera del d.l. n.148/2017, la quale inserisce il concetto di *'infrastrutture finanziarie'* nell'alveo operativo del *golden power* sugli investimenti esteri diretti; l'altra, contenuta nel d.l. n.23/2020 di estensione anche agli operatori bancari, assicurativi e finanziari *tout court* – cui segue a stretto giro il DPCM 179/2020³¹ – enfatizzata anche dal rischio di possibili comportamenti opportunistici da parte degli investitori stranieri. Entrambi i provvedimenti ridisegnano una nuova regolazione dei mercati finanziari in cui

³⁰ Su questi aspetti, cfr., CAPRIGLIONE, SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019.

³¹ Una delimitazione più puntuale del perimetro degli *asset* strategici nel settore finanziario si deve al successivo DPCM n. 179/2020 16, che all'art. 8 rubricato «*Beni e rapporti nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, e delle infrastrutture dei mercati finanziari*» individua le “infrastrutture critiche” e le “tecnologie critiche” assoggettate ai poteri speciali in siffatto ambito.

trovano spazio processi autorizzativi degli organi di vigilanza settoriali e di scrutinio rimessi alle autorità governative³².

La *ratio* di una siffatta convivenza, nell'affidare un ruolo più incisivo ai pubblici poteri nel monitoraggio delle operazioni di acquisizione e accorpamento degli *asset* strategici nei settori bancario e assicurativo, riconduce a quel principio di tutela della sicurezza e degli interessi nazionali, più volte richiamati, sul presupposto che nell'attuale contesto globale il perseguimento di detti principi debba misurarsi anche sul terreno economico-finanziario, oltre che giuridico, per contrastare il pericolo che acquisizioni, da parte di potenziali scalatori stranieri, possano spingere verso un'eccessiva parcellizzazione tanto del tessuto produttivo (accentuando la dipendenza dal settore bancario delle imprese nazionali) quanto dell'alta specializzazione industriale delle imprese nostrane in molti casi riconducibili, più o meno indirettamente, a Stati sovrani che perseguono interessi di altra natura³³.

Motivo per cui si reputa accoglibile l'opinione di quanti ritengono che un approccio propulsivo della politica in ambito finanziario, volto a irrobustire la regia pubblica anche nei settori del credito e delle assicurazioni, trovi un opportuno bilanciamento nel supportare, attraverso meccanismi di protezione, l'eccessiva polverizzazione dell'azionariato di numerosi operatori finanziari dovuta a una serie di fattori fra cui la perdita di redditività del *business* creditizio tradizionale, l'eccesso di patrimonializzazione richiesta agli intermediari finanziari e le trasformazioni subite

³² Così, SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, *op.cit.*, 58.

³³ Sul punto ancora, in particolare, SACCO GINEVRI, *Società, golden power verso un modello più europeo*, in NT plusfisco del 5 ottobre 2019 «*Per assicurare tale equilibrio, le barriere all'ingresso dovrebbero tener conto dei vincoli che gli operatori domestici incontrano in uscita secondo la tradizionale regola della reciprocità, inoltre gli acquirenti stranieri dovrebbero agire secondo logiche prettamente imprenditoriali e dunque in leale e trasparente concorrenza con gli altri operatori e non al servizio di forze politiche o in rappresentanza di interessi pubblici stranieri*».

Per un'analisi dell'impatto prodotto dalle crisi sui poteri speciali dello Stato, si v. VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, *op.cit.*, 121 ss.

dai modelli bancari di stampo cooperativo, tutti fattori questi che hanno dato luogo a fenomeni di scalate in tempi emergenziali³⁴.

A ragione di ciò, il *golden power* estende anche agli intermediari finanziari una serie di azioni di veto (o di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni) e di opposizione in ipotesi di acquisti di partecipazioni di controllo (*ex artt.* 2359 c.c. e 93 TUF) e acquisti di partecipazioni, nei limiti indicati, da parte di soggetti esteri non appartenenti all'Unione europea.

Ancora una volta, quel che emerge è un quadro normativo del *golden power* lacunoso e disomogeneo in cui prevale un certo grado di indeterminatezza e imprevedibilità nel valutare quali imprese e relativi *asset* debbono essere assoggettati ai poteri speciali, quali le condizioni e prescrizioni governative vanno potenzialmente applicabili e quali le fattispecie idonee a modificare titolarità, controllo, disponibilità o destinazione degli attivi strategici.

Medesima preoccupazione si affaccia anche con riguardo alla definizione di un ambito di applicazione certo della disciplina qualora, a insindacabile giudizio del Governo, fra le attività direttamente o indirettamente riferibili a imprese finanziarie rientrino fattispecie rilevanti anche ai fini della difesa e sicurezza nazionale. Dal che si passerebbe dal semplice assoggettamento *ex art.* 2 d.l. n. 21/2012 (soggetti operanti nei settori strategici) alla ricomprensione nel più stringente ambito di cui all'art. 1 dello stesso decreto.

C'è infine da constatare come parte dei problemi pratici, sottesi alla contemporanea presenza di strumenti di scrutinio politico (FDI) e di vigilanza tecnica in ambito finanziario, vengano generati dall'indeterminatezza delle condizioni e dei comportamenti da adottare da parte dell'operatore finanziario in un'ottica di

³⁴ Per l'approfondimento di tali temi si rinvia a SACCO GINEVRI, *Le banche italiane verso l'azionariato diffuso: profili organizzativi e di mercato*, in *RTDE*, 2017, 161 ss.

protezione degli interessi pubblici «*non perfettamente coincidenti con quelli protetti, in ambito settoriale, dalla regolamentazione bancaria e assicurativa*»³⁵.

5. La cornice ordinatoria dell'azione legislativa interna in tema di *golden power* è stata attraversata nel corso degli ultimi decenni da sempre più massicci interventi normativi che hanno rimesso in discussione l'importante equilibrio tra libertà di iniziativa economica e tutela di alcuni rilevanti interessi nazionali che il modello del *golden power* aveva nel passato con fatica conquistato.

Le criticità applicative dei nuovi strumenti operativi, come dimostrato nel corso di questa disamina, hanno messo in risalto ambiguità e incertezze in merito soprattutto al continuo ampliamento della categoria delle *strategicità* delle imprese.

L'impressione che se ne ricava, a primo acchito, è che la valutazione di un settore o di un'attività sia, con il passare del tempo, divenuto piuttosto espressione della volontà del Governo a presidiare un determinato comparto economico: questo spiega le ragioni sottese all'introduzione nell'ambito di *golden power* delle attività finanziarie in un momento di necessario supporto e di ripresa dell'imprenditoria italiana a seguito della pandemia così come, di recente, della tecnologia 5G – completamente riscritta dal d.l. 21/2022, che ne mantiene impianto e struttura del precedente decreto del 2019, pur estendendone comunque l'ambito di applicazione³⁶

³⁵ Ancora, SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia, op.cit.*, 66, il quale parla inoltre dell'assoggettabilità delle imprese finanziarie a un percorso istruttorio – seppur semplificato – persino le *operazioni infragruppo*, nelle quali, evidentemente, gli assetti di controllo sugli attivi strategici non sono fisiologicamente esposti a modifiche rilevanti. Tale previsione, secondo l'autore, apre il campo a riflessioni in merito agli obiettivi realmente perseguiti dal legislatore con le disposizioni in materia di *golden power*, atteso che queste ultime, per certi versi, possono assicurare alla pubblica amministrazione poteri di monitoraggio sull'operatività ordinaria di impresa e non solo sugli investimenti esteri diretti.

³⁶ Il co. 1 del d.l. n.21/2022 prevede la possibilità di includere nell'ambito di applicazione della disciplina *golden power* anche altri beni, servizi, rapporti, attività e tecnologie rilevanti ai fini della sicurezza cibernetica, inclusi quelli relativi alla tecnologia *cloud*, che devono essere però individuati con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri.

Ad oggi non risultano adottati decreti in tal senso.

– per rispondere alle più moderne esigenze di sicurezza delle reti e dei dati che vi transitano al loro interno.

Cosicché all'ampliamento dei settori ha fatto da contraltare un esercizio dei poteri speciali del tutto svincolato da accadimenti straordinari, che ne hanno fino ad adesso connotato il carattere di 'eccezionalità' dell'intervento stesso, per legarsi a vicende ordinarie con conseguente rischio di ritenere di competenza dell'Esecutivo *pro tempore* (a prescindere dal suo colore politico) il ricorso frequente all'apprezzamento discrezionale – anche in ipotesi estreme di contratti o accordi aventi ad oggetto l'acquisto di beni o servizi relativi alla manutenzione e gestione di beni nei confronti di qualsiasi settore o di qualsiasi impresa – ponendo un evidente freno a possibili forme d'investimento straniero in Italia.

Un problema che spesso sfugge all'analisi in merito all'impatto dell'ingerenza governativa sul sistema Paese è altresì legato ai costi: a quelli imposti dai singoli obblighi informativi sulle parti impegnate nelle compravendite, infatti, si aggiungono i rischi connessi ai tempi di risposta del Governo, per il ricorso ai poteri speciali, e alla possibilità di un reclamo giurisdizionale al TAR, nel caso in cui la decisione dell'Esecutivo sia opposta dalle imprese.

Ora, riprendendo la considerazione sopraesposta, laddove l'esercizio del *golden power* sia un evento "straordinario" per le imprese – ovvero in riferimento solo a determinati settori o perché connesso a eventi infrequenti, quale il mutamento, ad esempio, degli assetti proprietari – tali costi possono essere ragionevolmente sopportati; tuttavia essi si traducono in un ostacolo sulla via della crescita economica ove, non essendo più giustificati dalla tutela di interessi superiori, diventano una costante "ordinaria" legata al possesso di singoli *asset* o ad

accadimenti di ricorrente frequenza (si pensi, in questo caso, alle attività concernenti la manutenzione delle reti)³⁷.

Volendo affrontare, sia pur schematicamente, dette questioni da più angolazioni si deve tuttavia partire da una premessa di tipo metodologico. L'azionista che sceglie di investire in una società svolgente un'attività considerata strategica dev'essere consapevole della possibilità che il suo interesse sia sacrificato a fronte della necessità di tutelare un interesse strategico più alto. Ciò spiega subito perché i poteri speciali dello Stato non andrebbero stigmatizzati ma previamente individuati e definiti: un quadro normativo chiaro – a tutela delle istanze di certezza e trasparenza – dovrebbe considerarsi imprescindibile affinché gli investitori possano conoscere *ex ante* le implicazioni del loro investimento.

Oggi tuttavia rimane la sensazione che il *golden power*, come da ultimo delineato, nell'abbandonare i settori tradizionali di applicazione, si estenda a settori tanto ampi da trasformarsi in una sorta di boomerang per le società quotate dal momento che l'investimento incontra una serie eccessiva di limitazioni e di controlli, generando incertezza³⁸.

Seguendo questa linea di pensiero un ulteriore richiamo non può che attenersi all'interesse nazionale', per secoli concepito in modo statico a salvaguardia delle prerogative del singolo Stato ma che adesso si presta ad essere reinterpretato dinamicamente come capacità dei singoli Paesi di sviluppare la propria competitività a livello globale.

³⁷ Queste considerazioni trovano un adeguato approfondimento nello studio condotto da PORTONERA, *Golden Power, 5 G e cybersicurezza. «non è tutto oro quel che luccica»*, in IBL Briefing Paper del 24 ottobre 2019, 180 ss. Si v., inoltre, GAROFALO, *Decreto-legge cybersecurity. In Aula il testo che estende il Golden Power al 5G*, in *Key4Biz.it*, 23/10/2019, consultabile alla pagina <http://tiny.cc/gp12ez>.

³⁸ Cfr., BARBARESCO, MATARAZZO, RESCINITI, *Le medie imprese acquisite dall'estero. Nuova linfa al Made in Italy o perdita delle radici?*, Milano, 2018; ancora DE SANTIS, *Sicuri che lo scudo anti-acquisizioni convenga sempre?*, reperibile on line in *Fchub*, 27 aprile 2020.

In un siffatto contesto, la difesa dell'interesse nazionale dovrebbe veicolare il mercato – e non ad esso contrapporsi – verso il suo corretto funzionamento per renderlo appetibile a chi investe recuperando credibilità e competitività e scongiurando possibili ingerenze di soggetti esteri in molti casi riconducibili, più o meno indirettamente, a Stati sovrani³⁹.

In altre parole dovrebbe prevalere la necessità di reinterpretare detto interesse nazionale come parte del più ampio interesse europeo, così da non arretrare l'azione interventistica dello Stato alla mera fase di difesa rispetto a scalate straniere ostili ma, diversamente, da convogliarlo verso la promozione e tutela delle imprese nazionali nella loro affermazione su scala globale.

Ma vieppiù, una maggiore sensibilità e attenzione da parte delle imprese operanti in settori chiave, come si accennava poc'anzi, potrebbe nell'ottica considerata essere una strada da percorrere parallelamente per una maggiore *responsabilizzazione* dei soggetti economici anche al fine di stimolare comportamenti aziendali ispirati a principi di 'sana, prudente e corretta gestione' cui andrebbero affiancate riforme strutturali, tra cui la digitalizzazione e modernizzazione della pubblica amministrazione, l'innovazione organizzativa del sistema giudiziario, il rafforzamento delle filiere produttive, la transizione 4.0 e la *cybersecurity*, la rivoluzione verde, l'investimento informazione e ricerca, in cui coinvolgere attivamente operatori dei settori strategici.

³⁹ La questione si è posta a seguito di una serie di acquisizioni di importanti imprese europee capitanate da investitori esteri, aventi forti legami con i propri governi nazionali: il rischio, in ultima istanza, è stato che tali investimenti avrebbero potuto compromettere la sicurezza e l'ordine pubblico dell'Unione o dei suoi Stati membri per finalità meramente predatorie.

Affrontata il tema CARBONE, "Golden share" e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale, in *Dir.Comm.int.*, 2009, 503. Ad argomentazioni analoghe giungono inoltre 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.comun.*, 2014, 1019 ss.; MAGLIANO, *Gli orientamenti della Commissione europea sul controllo degli investimenti esteri diretti e i golden powers rafforzati in tempo di pandemia*, in *Rivista Diritto bancario*, luglio 2020.

Sicché è proprio sul piano degli incentivi a rimanere entro i confini nazionali, e a sostenere l'ecosistema di appartenenza, che il legislatore dovrebbe intervenire.

In questo, il ruolo delle istituzioni finanziarie al centro della progettualità, pubblica e privata, incoraggerebbe l'"italianità" delle maggiori banche e imprese di assicurazione, nella misura in cui le legherebbe maggiormente all'economia territoriale – con pieno allineamento degli interessi in gioco – legittimando, in prospettiva, meccanismi anti-scalata⁴⁰.

Sul fronte dell'intervento statale, d'altro canto, mantenere il sistema economico italiano più a luogo attrattivo per capitali e investimenti stranieri senza rinunciare a rafforzare gli strumenti di controllo a salvaguardia delle imprese è un equilibrio che può essere raggiunto, come si è cercato di dimostrare, solo se l'attenzione del Governo sulla materia del *golden power* non si muova in una logica protezionistica di "verticalizzazione delle decisioni" ma tenga fede a quei principi di libertà d'impresa per i quali si richiede l'intervento *proattivo* e non *impositivo* dello Stato a salvaguardia degli interessi strategici della nazione.

Il che, in buona sostanza, porterebbe a esercitare – e per tale via giustificare – i poteri speciali in capo al Governo in modo prevedibile sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori, senza disparità di trattamento, valorizzando il pieno rispetto dei principi del diritto europeo in termini di proporzionalità e ragionevolezza⁴¹.

Brunella Russo

*Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Messina*

⁴⁰ Ancora SACCO GINEVRI., *I golden powers fra Stato e mercato*, cit., 59 ss.

⁴¹ Benché si richieda un ulteriore e più puntuale intervento legislativo è d'uopo ricordare che già con l'emanazione del d.l. n. 21/2012, che ha mutato profondamente la previgente disciplina, si è provveduto a conformare la disciplina del *golden power* ai principi di proporzionalità e prevedibilità ritenuti indispensabili dalla Corte di Giustizia europea al fine di «non scoraggiare gli investitori esteri, particolarmente quelli che intendono stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese interessate dalla normativa di cui trattasi».