

Anno 18

ISSN 2039-6880

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ

diretto da Oreste Cagnasso e Maurizio Irrera

8-2022

In questo numero:

Amministratore di fatto e assetti

Golden Power

Relazione di stima dei conferimenti in natura nella s.r.l.

**Impresa vs. soci nella regolazione
della crisi nella Direttiva *Insolvency***

“Operazioni minori” in criptovalute: lo *staking*



G. Giappichelli Editore

Sul c.d. *Golden Power*

On the so-called Golden Power

Amal Abu Awwad*

ABSTRACT

La progressiva espansione dell'ambito di operatività della disciplina sul c.d. *golden power* pone un problema di coerenza delle norme sia con i principi generali dell'ordinamento italiano, sia con quelli del diritto dell'Unione Europea: il principio di certezza del diritto, oltre ai principi di diritto societario, e i principi di libera circolazione dei capitali, di libera prestazione dei servizi, di libertà di stabilimento e di proporzionalità. Il presente lavoro analizza il tema del *golden power* in chiave critica, muovendo da una sintetica indagine storico-comparatistica non senza soffermarsi sui tratti più rilevanti dell'evoluzione normativa nel sistema italiano. Alla luce di tale analisi, si pone l'accento su alcune criticità, auspicando una delimitazione più rigorosa della disciplina, la quale presenta contorni ancora non sufficientemente definiti.

The gradual extension of the scope of application of the legal framework of the so-called golden power raises a problem of consistency of such rules with both the general principles of the Italian legal system and those of European Union law: the principle of legal certainty, in addition to the principles of company law, as well as the principles of free movement of capital, freedom to provide services, freedom of establishment and proportionality. This paper critically analyses this set of rules, starting from a brief historical-comparative survey, not without dwelling on the most relevant features of the regulatory evolution in the Italian system. In the light of this analysis, the focus is then placed on certain critical issues of the current legislation, calling for a strict revision of its boundaries, which are still insufficiently clear.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. L'evoluzione storica nell'ordinamento italiano e alcuni casi di intervento dello Stato a tutela degli interessi fondamentali e strategici. – 2.1. Il diritto speciale di nomina de-

* Professoressa associata di Diritto commerciale presso l'Università eCampus.

gli amministratori ai sensi degli artt. 2449 e 2450 c.c. – 2.2. Privatizzazione e poteri dello Stato (d.l. n. 332/1994 convertito dalla l. 474/1994); le *golden shares*. – 2.3. Le procedure di infrazione e la (conseguente) riforma della disciplina dei poteri speciali con la l. n. 350/2003. – 2.4.1. La riforma del d.l. n. 21/2012. – 2.4.2. Il progressivo ampliamento di nuovi settori “strategici” e di nuovi poteri dello Stato. – 2.5. Il contesto europeo. – 3. La compatibilità della disciplina interna con i principi generali dell’ordinamento italiano e del diritto societario. – 4. La compatibilità della disciplina interna con il diritto dell’UE. – 5. Conclusioni e prospettive.

1. Premessa

Il progresso tecnologico da sempre pone il legislatore e l’interprete di fronte a nuovi problemi, i quali necessitano di una risposta normativa adeguata in ragione degli interessi che si assumono dover essere prevalenti in un dato momento storico¹. In una visione dinamica dell’ordinamento, imposta dalla storicità del diritto, nulla esclude che possano esservi ulteriori sviluppi, applicazioni ed esigenze, essendo la «creazione (...) continua», alla luce dello «sforzo del singolo di creare un ordine conforme alla propria coscienza»². La risposta di numerosi sistemi giuridici, all’indomani sia della pandemia da Covid-19³ sia della crisi ucraina, è stata di carattere sostanzialmente protezionista, anche mediante il potenziamento del *golden power* nei “nuovi” settori *post* pandemia (5G, reti, tecnologie): *golden power* che, del resto, già in precedenza veniva concepito come risposta alla globalizzazione⁴, perseguendo interes-

¹ Appare evidente che vi è un nesso fra il fenomeno della globalizzazione e quello delle nuove tecnologie, perché queste ultime hanno contribuito e contribuiscono all’intensificarsi del primo.

² Il riferimento è al pensiero ascarelliano [v., in particolare, fra i numerosi contributi, ASCARELLI, *Antigone e Porzia, Studi giuridici in memoria di Filippo Vassalli* (Torino, 1960), 107 ss.] sul quale cfr. LIBERTINI, *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia*, in ODC, 2015, 1 ss.

³ Si ricorda la Comunicazione (2020/C 99 1/01) della Commissione del 26 marzo 2020, emanata ai fini dell’applicazione del Regolamento sugli investimenti esteri diretti con specifico riguardo alla filiera dell’assistenza sanitaria, con la quale sono stati invitati gli Stati membri a munirsi di «adeguati strumenti di controllo» in considerazione del fatto che operazioni di acquisizioni relative ad attività «correlate all’assistenza sanitaria avrebbero ripercussioni sull’Unione Europea nel suo insieme».

⁴ CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato?*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 1996, II, 579 ss.; GASPARI, *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi socioeconomica e politica dell’Unione europea*, consultabile su www.federalismi.it, 119.

si di tutela dell'interesse nazionale al fine di impedire «minacce di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale» e di «situazione di pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico» (artt. 1 e 2, d.l. n. 21/2012).

A fronte dell'emergenza sanitaria⁵ si è verificata quella che è stata definita una «cesura epocale» con riferimento alla disciplina in questione⁶. Il conflitto ucraino ha ulteriormente inciso sul quadro generale, inducendo – come si vedrà – ulteriori interventi normativi.

La presente indagine si concentra sull'esame di alcuni profili del *golden power*: tema, che (per la sua portata e i suoi risvolti) ha notevole risonanza non solo nella letteratura specialistica. Esso verrà affrontato in una duplice prospettiva. Per un verso, in ragione del carattere strategico degli interessi coinvolti, appare naturale un intervento dello Stato in settori «sensibili»; per l'altro, resta, tuttavia, fermo che detto intervento debba essere conforme ai principi generali dell'ordinamento non solo nazionale ma anche europeo. Ne consegue che è necessario chiedersi se, ed entro che limiti, i poteri di controllo e di ingerenza riconosciuti allo Stato, così come modulati sul piano normativo nell'ordinamento italiano, siano coerenti con i principi tanto costituzionali quanto del diritto societario e dei mercati finanziari, al fine di svolgere qualche considerazione sul piano delle scelte di politica legislativa. Detta compatibilità va verificata – si è detto – alla luce del sistema non solo interno, ma anche (e soprattutto) europeo (§§ 4 e 5).

Per quanto concerne l'ordinamento interno, i principi, uno di rango costituzionale, l'altro che vi si collega, o comunque «intrinseco al diritto»⁷, con i

⁵ Emergenza che è stata ritenuta il fattore scatenante di numerosi fenomeni, con un impatto nei diversi ambiti dell'ordinamento: per una visione complessiva del fenomeno sul piano economico-finanziario, sugli assetti organizzativi e gestionali delle imprese, anche nella prospettiva della crisi, tenendo conto degli strumenti di assistenza (il *Recovery Fund* ed il MES) forniti ai Paesi membri dalle istituzioni dell'UE, nonché per un'analisi degli effetti sulla concorrenza e sul mercato, valutando anche il ruolo delle fondazioni bancarie e del c.d. terzo settore, v. AA.VV., *Oltre la pandemia. Società, salute, economia e regole nell'era post Covid-19*, a cura di PALMIERI, Napoli, 2020, ove anche un'indagine, in chiave storico-filosofica e religiosa, sui comportamenti individuali e sociali indotti dalle misure di *lockdown*.

⁶ Così, SANDULLI, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia*, con particolare riferimento al *golden power*, in *Dir. pubbl.*, 2020, 410 s. Sul tema, v. RESCIGNO-RIMINI, *Golden power e coronavirus: l'emergenza o per il futuro*, in *AGE*, 2020, 517 ss.; RIGANTI, *I Golden Powers italiani tra «vecchie» privatizzazioni e «nuova» disciplina emergenziale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 867 ss.; PRENESTINI, *Il Golden Power ai tempi del Coronavirus*, in *Riv. soc.*, 2020, 1709 ss.; D'ALBERTI, *Il Golden Power in Italia: norme ed equilibri*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, a cura di NAPOLITANO, Bologna, 2020, 83 ss.

⁷ BOBBIO, *La certezza del diritto è un mito?*, in *Riv. int. fil. dir.*, 1951, 150, secondo cui è

quali può confliggere un eccessivo ed “emergenziale” interventismo statale nel fenomeno economico sono due: il principio di libertà nell’iniziativa economica, che, tuttavia, incontra (come noto) i limiti fissati dall’art. 41 Cost. e il principio di certezza del diritto, in ragione dell’articolazione della disciplina positiva di cui si discute, non contraddistinta per la sua «fissità», la sua «conoscibilità» e la sua «chiarezza»⁸. Il problema si pone se (come si vedrà) l’interventismo statale si attua, sotto il profilo quantitativo e qualitativo, con modalità tali da rendere sia poco nitidi i confini entro cui può esplicarsi l’iniziativa privata sia instabili i regimi normativi applicabili ad essa e alla sua organizzazione.

Nella prospettiva dell’UE, si ricorda che – a fronte della globalizzazione e dell’integrazione europea – lo scenario è quello della concorrenza non solo tra imprese ma altresì fra ordinamenti nazionali nella produzione normativa: fenomeno che si è andato radicando anche per effetto della nota giurisprudenza sul caso *Centros* e su altri precedenti divenuti altrettanto oggetto di discussione⁹. In letteratura, è acquisito che, a seguito di detta giurisprudenza, si sono intensificati i fenomeni di *forum shopping* consentiti dalla libertà di stabilimento e, di conseguenza, si sono verificati anche episodi di concorrenza tra

un «valore giuridico fondamentale»; valore, «perfino costitutivo della giuridicità» [così PINO, *La certezza del diritto e lo Stato costituzionale*, in *Crisi della giustizia e (in)certezza del diritto*, a cura di APOSTOLI, Napoli, 2018, 109 ss., ove ulteriori riferimenti]; ciò, benché il tema sia notoriamente controverso: pur non potendosi soffermare sul punto nel corso del presente lavoro. GROSSI, *Sulla odierna “incertezza” del diritto*, consultabile su www.giustiziacivile.com (v. 4/2014), 921 ss.; BIN, *Il diritto alla sicurezza giuridica come diritto fondamentale*, consultabile su www.federalismi.it.

⁸ Tali sono i «principali contrassegni della cosiddetta certezza del diritto»: così GROSSI, *Sulla odierna “incertezza” del diritto*, cit., 928. Cfr. ASCARELLI, *Certezza del diritto e autonomia delle parti*, in *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959, 114 ss.

⁹ Per quanto si osservi che l’esigenza di assicurare la competitività è venuta ad essere sostanzialmente «ridimensionata» per effetto di tale giurisprudenza: SACCHI, *Il mercato delle regole: condizioni d’uso*, in *Diritto, mercato ed etica dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, a cura di BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Milano, 2010, 468. La letteratura sul punto è vastissima: v., in particolare, PORTALE, “Armonizzazione” e “concorrenza” tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Corr. giur.*, 2003, 95 ss.; PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione fra gli ordinamenti? Riflessioni sul «caso Centros»*, in *Riv. soc.*, 2001, 1293 ss.; BENEDETTELLI, *L’autonomia negoziale tra lex contractus, lex societatis, e lex mercatus nel «mercato comunitario delle regole»*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 39 ss.; ID., «Mercato» comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano, in *Riv. soc.*, 2003, 701 ss.; MUCCIARELLI, *Società di capitali, trasferimento all’estero della sede sociale e arbitraggi normativi*, Milano, 2010, 91 ss.; ID., *Doveri degli amministratori di società in crisi, lex concursus e sovranità nazionale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, I, 698 ss., in part. 711 ss.

ordinamenti nel diritto societario¹⁰. I limiti ad una simile libertà di stabilimento sono stati, tuttavia, interpretati restrittivamente e sono stati rinvenuti nell'ordine pubblico e nella pubblica sicurezza. Proprio i limiti in questione sono stati invocati – come si vedrà – al fine di censurare la legittimità degli strumenti di ingerenza diretti dello Stato, costituiti dalla nomina diretta di componenti negli organi gestori. Il punto è, pertanto, comprendere se la disciplina dettata in tema di *golden power* sia del tutto coerente con tale libertà, integrando una delle eccezioni consentite dal sistema.

L'analisi non sembra potersi esaurire nella mera alternativa circa l'opportunità o meno delle scelte effettuate sul piano legislativo rispetto ai principi sopra menzionati, dovendosi evitare aprioristiche prese di posizione a favore o contro il riconoscimento del c.d. *golden power* quale meccanismo di protezione di interessi strategici nazionali. Del pari, non appare appagante concludere nel senso che il controllo governativo risulta eccessivamente ampio e indeterminato, senza tener conto di tutte le istanze di protezione che assumono rilievo.

A tal fine, non si può anzitutto prescindere da una piena consapevolezza del fenomeno: il che impone, in primo luogo, una sintetica indagine storico-comparatistica (opportunità tradizionalmente avvertita dalla dottrina) e un'analisi della sua evoluzione nel sistema italiano. L'obiettivo perseguito da siffatta indagine è non già quello di svolgere un'analisi in chiave didascalica, ma di individuare la *ratio* sottesa ad alcune scelte legislative e ad alcune linee interpretative, che consentano di affrontare e risolvere il problema, superando le non soddisfacenti considerazioni sulla conformità o non conformità delle medesime ad un certo sistema. Essa è, infatti, essenziale per comprendere che storicamente è stata operata una “scelta” in favore di taluni strumenti di protezione in luogo di altri e che l'istanza di tutela deve essere tenuta ben distinta dalla tecnica di tutela.

¹⁰ Una simile situazione di attrito logico fra giurisprudenza comunitaria, ferma sulla teoria della sede legale, da una parte, e disciplina europea comune, dall'altra, potrebbe altresì indurre a porsi un interrogativo sulla funzione dell'armonizzazione societaria: armonizzazione che potrebbe rischiare, infatti, di rimanere “lettera morta”, potendo essere vanificata dalla regola della libertà di stabilimento, salvo non si ritenga che armonizzazione e concorrenza non siano «situazioni antitetiche», dovendosi integrare ai fini della selezione di regole di qualità: MIOLA, *Mercato delle regole e diritto societario della crisi alla luce della disciplina europea delle procedure di insolvenza*, in AA.VV., *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore* (Atti del Convegno di Venezia 13-14 novembre 2015), a cura di CARCANO-MOSCA-VENTORUZZO, Milano, 2016, 628; cfr. DI CATALDO, *Alla ricerca di una maggiore concorrenza tra le imprese europee. Armonizzazione delle regole e concorrenza tra ordinamenti: due strumenti da combinare*, in *Riv. soc.*, 2015, 374 ss., 376, per il quale il rapporto fra armonizzazione e concorrenza è variabile.

In ogni caso, appare opportuno – prima di procedere – anticipare (v. §§ 2, 3, 4 e 5) quali sono le linee che paiono aver caratterizzato l’evoluzione in questione, il cui epilogo è rappresentato dal Regolamento UE n. 452/2019, dal d.l. n. 23/2020 (c.d. “decreto liquidità”) e dal d.l. n. 21/2022 (“decreto Ucraina *bis*”).

Alla luce dell’indagine storica, da cui emerge la pluralità e diversità di strumenti per conseguire l’obiettivo di protezione degli interessi nazionali e la tendenza all’ampliamento dell’ingerenza statale, soprattutto successivamente alla grande crisi finanziaria del 2008, si potranno tirare alcune prime conclusioni in merito alla coerenza della disciplina con i principi generali dell’ordinamento italiano ed europeo. Le conclusioni saranno in parte critiche sia per la progressiva estensione della disciplina in questione sul piano non solo oggettivo, ma anche soggettivo (nei confronti dei soggetti dell’Unione Europea), sia per l’eccessiva discrezionalità di cui dispone lo Stato nello svolgere i controlli, tenuto altresì conto degli stringenti limiti in cui può operare il successivo sindacato da parte dell’autorità giudiziaria: al fine di limitare detta discrezionalità – è bene anticipare – si renderebbe opportuno dettare una disciplina dai contorni più nitidi (v. § 6).

2. L’evoluzione storica nell’ordinamento italiano e alcuni casi di intervento dello Stato a tutela degli interessi fondamentali e strategici

Diversi sono stati i meccanismi utilizzati dallo Stato per conseguire un controllo nei settori strategici, benché la sottostante istanza di tutela sia sempre stata la medesima, e cioè quella di assicurare allo Stato forme di controllo, tenuto altresì conto delle spinte della giurisprudenza e della legislazione europea.

Si individuano tendenzialmente due congegni che assolvono alla medesima funzione di controllo, uno “interno” e l’altro “esterno”: il primo è rappresentato dall’ingerenza dello Stato, al quale sono riconosciuti poteri speciali, direttamente nell’organizzazione societaria di imprese di interesse nazionale (in quest’ottica devono leggersi le previsioni dell’art. 2449 c.c. e dell’abrogato art. 2450 c.c.: *ultra* § 2.1.); il secondo è costituito dal riconoscimento allo Stato – con la disciplina dettata a partire dal periodo delle privatizzazioni – di strumenti di “ingerenza diretta o immediata”¹¹, e cioè di un diritto esterno di controllo, che può spingersi fino a divenire un potere di veto (su cui si concentreranno i §§ 2.2.1, 2.2.2., 2.3. e 2.4.). Appare altresì opportuno soffermarsi su una sintetica rappresentazione delle ragioni sottese

¹¹ Per tale ultima espressione, v. MARTUCCI, *Profili di diritto singolare dell’“impresa”*, Milano, 2013, 137.

alle spinte comunitarie che hanno di volta in volta indotto una modifica della disciplina nazionale.

2.1. Il diritto speciale di nomina degli amministratori ai sensi degli artt. 2449 e 2450 c.c.

Pare opportuno prendere le mosse dall'esame della tecnica della nomina riservata. La scelta di partire da tali disposizioni codicistiche si giustifica alla luce dell'*iter* tormentato negli anni, soprattutto in ragione degli interventi della Corte di Giustizia dell'UE¹², che hanno condotto, nell'ordinamento italiano, alla modifica della prima previsione e all'abrogazione della seconda.

Prima della riforma del diritto societario del 2003, il quadro normativo di riferimento per l'attribuzione di diritti/poteri speciali al socio pubblico era rappresentato dagli artt. 2458, 2459 e 2460 c.c., poi confluiti negli artt. 2449 e 2450 c.c.¹³. Tali diritti/poteri potevano operare in modo congiunto con quelli della l. n. 474/1994, per quanto (come si vedrà *ultra* § 2.2.) vi fossero differenze non secondarie.

Il vigente art. 2449 c.c. attribuisce allo Stato il diritto di nominare e revocare, «in via riservata», un numero di amministratori proporzionale alla partecipazione sociale¹⁴. Tale formulazione costituisce l'esito della modifica appor-

¹² Cfr. le sentenze della Corte di Giustizia dell'UE C-463/04 e C-464/04 (sulle quali *infra* nt. 17); C-112/05.

¹³ Per un inquadramento generale delle problematiche sollevate dalle due disposizioni in questione, v. IBBA-DEMURO, *Artt. 2449 e 2450*, in *Le società per azioni*, diretto da ABBADESSA-PORTALE, II, Milano, 2016, 2830 ss.

¹⁴ Con riferimento alla locuzione «nomina riservata», v. SPADA, *Cariche in società o enti per le quali la nomina è riservata allo Stato*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 802, il quale ricostruisce in termini funzionali la nozione di nomina riservata e, con riferimento alla previsione dell'art. 60 d.P.R. n. 2/1957, rileva che «l'area della riserva si profila (...) quando la regola maggioritaria (la "forza della maggioranza" si confronta con una regola antitetica o, addirittura, la rimuove». V. GHEZZI-VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. soc.*, 2008, 699 ss.; MARTUCCI, *Nomina e revoca diretta degli amministratori dopo il T.U. sulle società partecipate (Prime riflessioni)*, in questa *Rivista*, 2017, 1005 ss. Le disposizioni dedicate ai diritti di nomina dello Stato sono state, come noto, oggetto di modifica con il d.lgs. n. 34/2008, che ha fra l'altro abrogato l'art. 2558 c.c.: cfr. CAVAZZA, *Golden share, giurisprudenza comunitaria ed abrogazione dell'art. 2450 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 1196 ss. Sui problemi di compatibilità fra diritto interno e ordinamento comunitario prima del d.lgs. n. 34/2008, CIRENELI, *Riforma delle società, legislazione speciale e ordinamento comunitario: brevi riflessioni sulla disciplina italiana delle società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Dir. comm. intern.*, 2005, 46 ss.; DEMURO, *Impresa pubblica (cenni introduttivi)*, in *Riv. dir. impr.*, 2008, 20;

tata con la l. n. 34/2008, la quale ha introdotto un rapporto di proporzionalità fra numero di amministratori di nomina statale e misura della partecipazione detenuta dallo Stato, dettando altresì una disciplina per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Lo statuto societario del socio pubblico non pare, tuttavia, esaurirsi in dette previsioni, dovendo alle medesime aggiungersi ulteriori disposizioni particolari contenute in leggi di finanza pubblica o in decreti legge¹⁵.

L'art. 2450 c.c., abrogato – come noto – dal d.l. n. 10/2007 (convertito, con modificazioni dalla l. n. 46/2007), conferiva invece allo Stato poteri di nomina di uno o più amministratori o sindaci o componenti del consiglio di sorveglianza «anche in mancanza di partecipazione azionaria». Ai fini della successiva parte dell'indagine, appare utile richiamare, seppur brevemente, le ragioni che hanno condotto all'abrogazione di tale disposizione. Vale la pena ricordare – per quanto non sia possibile soffermarsi sul punto – che l'art. 2449 c.c. in tema di nomina riservata non esaurisce i privilegi riconosciuti al socio pubblico, essendovi ulteriori previsioni speciali al di fuori del testo codicistico¹⁶.

Come anticipato, entrambe le previsioni sono state ritenute in contrasto con il principio di libera circolazione dei capitali, nella misura in cui consentivano allo Stato, socio pubblico (anche minoritario) o neanche socio, un «controllo

AIELLO, *Le golden shares nell'ordinamento comunitario: certezza del diritto, tutela dell'affidamento degli investitori e «pregiudiziale nei confronti dei soggetti pubblici*, in *Dir. un. eur.*, 2007, 811 ss. Per un inquadramento della fattispecie dell'art. 2449 c.c., v. PERICU, *Art. 2449*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES, III, Napoli, 2004, 1291 ss., ove ulteriori riferimenti. La previsione della nomina da parte dello Stato nelle cooperative, l'art. 2542, comma 4, c.c., a differenze degli artt. 2449 e 2450 c.c., non è stata viceversa oggetto di modifica nel 2008: la permanenza del potere di nomina in capo allo Stato pur in difetto di una partecipazione sembra tuttavia giustificabile in ragione della specialità delle società cooperative [cfr. ABBADESSA, *La nomina diretta di amministratori di società da parte dello stato o di enti pubblici (problemi ed ipotesi)*, in *Impresa, ambiente e pubblica amministrazione*, 1975, 373 s.].

¹⁵ CLARICH, *Società di mercato e quasi-amministrazioni*, in *Dir. amm.*, 2009, 253 ss.; GRUNER, *Compiti e ruolo del socio pubblico: direzione (società miste) e dominio (società in house)*, in *Il diritto dell'economia*, 2012, 3.

¹⁶ Si veda, ad esempio, l'esonero dall'applicazione della disciplina sulla responsabilità da attività di direzione e coordinamento contenuta nell'art. 19, comma 6, d.l. n. 78/2009 (convertito in l. n. 102/2009): CARIELLO, *Brevi note sul privilegio dell'esonero dello Stato dall'applicazione dell'art. 2497*, in AA.VV., *Le società a partecipazione pubblica*, a cura di GUERRERA, Torino, 2010, 167 ss. In generale, sui privilegi del socio Stato, cfr. DE NADAI, *Poteri speciali, modelli di governance, e tutela del socio "privato" nelle società a partecipazione pubblica*, in *Il diritto dell'economia*, 2012, 27 ss.

sproporzionato» e limitavano o dissuadevano l'acquisto di partecipazioni in tali società¹⁷.

Ove si proceda ad un'analisi funzionale, giova ricordare che, in dottrina, è stato posto in evidenza come la disciplina in questione assicuri allo Stato socio di minoranza di procedere nella nomina che, in ragione del peso assembleare, sarebbe preclusa, dovendosi avere ben presente la differenza fra “esercizio del diritto di nomina” ed “esercizio del diritto in assemblea”¹⁸. Appare chiara la specialità dell'art. 2449 c.c., in cui si assiste ad una tipizzazione dell'interesse tutelato ai fini della spettanza del diritto: l'interesse pubblico, risultando pacifico che detta previsione si differenzi pertanto da altre ipotesi in cui può essere attribuito un diritto speciale di nomina¹⁹.

¹⁷ Con particolare riferimento all'art. 2449 c.c., GUERRERA-MALTONI, *I poteri di nomina e di revoca in via diretta degli enti pubblici nelle società per azioni ex art. 2449 c.c.*, in *Dir. amm.*, 2009, 267 ss.; GHEZZI, *Artt. 2449-2451*, in AA.VV., *Commentario delle società*, a cura di MARCHETTI-GHEZZI-BIANCHI-NOTARI, 2005, 2010, 58 ss. Rispetto a tale norma, il problema è stato sollevato nella sentenza della Corte di Giustizia europea dell'UE, nel giudizio AEM – Federconsumatori cause riunite C-463/04 e C-464/04, in cui la Corte di Giustizia europea ha ritenuto incompatibile con l'art. 56 TUE (ora art. 63 TFUE) alcune clausole contenute nello statuto di AEM s.p.a., volte ad assicurare al Comune di Milano, per quanto titolare di una partecipazione minoritaria al capitale sociale, un controllo sulla società.

¹⁸ Invero «il titolo della nomina condiziona la forma di esercizio del potere di istruzione e di ciò non può non tenersi conto nella valutazione complessiva della convenienza del sistema»: così, ABBADESSA, *La nomina diretta*, cit., 375 s., il quale rileva il difetto di equivalenza pur nel caso in cui lo Stato sia titolare di una partecipazione di maggioranza. Il che emerge anche da un'analisi della realtà empirica: cfr. DONATIVI, *Rassegna legislativa e statutaria in tema di nomina pubblica alle cariche sociali ex artt. 2458-2459 c.c. nelle società a partecipazione regionale e nel nuovo assetto all'azionariato provinciale e comunale*, in *Riv. dir. impr.*, 1999, 343 ss.; ID., *Esperienze applicative in tema di nomina pubblica «diretta» alle cariche sociali (artt. 2458-2459 c.c.)*, in *Riv. soc.*, 1998, 1258 ss. Sul caso Rai, v. MINERVINI, *La revoca dei sindaci «designati» dallo Stato (in tema di sindaci Rai)*, in *Soc.*, 2004, 273 ss. Attribuisce alla nomina da parte dello Stato, la funzione di assicurare «un corretto funzionamento della società», CIRENEI, *Le imprese pubbliche*, Milano, 1983, 557 s.

¹⁹ Sulla «maggiore ampiezza e varietà applicativa» dell'art. 2468 c.c., quale «surrogato funzionale» rispetto ad «altre ipotesi di prerogative speciali contemplate dall'ordinamento (art. 2449 ss. c.c.)», DACCÒ, *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA-PORALE, III, Torino, 2007, 396; COSSU, *L'amministrazione nelle s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 632. L'art. 2468 c.c. potrebbe essere una ragione per suggerire l'adozione del tipo s.r.l. per le società pubbliche, ove tuttavia si ritenga l'art. 2479, comma 1°, c.c. derogabile. E ciò al fine di mettere gli amministratori «al riparo da ingerenze dei soci in materia gestoria»: così, IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2005, 12 ss.; DEMURO, *La compatibilità del diritto societario con il c.d. modello in house providing per la gestione dei servizi pubblici locali*, in *Giur. comm.*, 2006, II,

In via incidentale, si noti che è stato particolarmente al centro del dibattito lo statuto normativo dell'amministratore di nomina statale. Si è così discusso se, fermo il potere speciale del soggetto designante, nella prospettiva di tutela della (residua) compagine sociale, possano comunque sussistere casi in cui all'assemblea generale è consentita la revoca. È stata oggetto di discussione, inoltre, l'esperibilità dell'azione sociale di responsabilità nei confronti dell'amministratore nominato dallo Stato: pur nella pluralità delle soluzioni prospettate, prevaleva la tesi secondo cui l'art. 2393 c.c. era comunque applicabile²⁰. Tale tesi risulta oggi rafforzata dalla previsione, nella s.r.l., del rimedio (esperibile unitamente all'esercizio dell'azione di responsabilità) della rimozione giudiziale dell'amministratore, suscettibile di essere chiesta anche nei confronti dell'amministratore designato dal socio titolare del diritto speciale ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c. Sembra quindi potersi individuare un principio generale alla luce del quale è sempre accordato all'organo assembleare il potere di revoca ove sia deciso l'esercizio di un'azione di responsabilità contro gli amministratori.

2.2. Privatizzazione e poteri dello Stato (d.l. n. 332/1994 convertito dalla l. 474/1994): le *golden shares*

Un ulteriore tassello normativo sul quale appare necessario soffermarsi ai fini della presente analisi è rappresentato dal d.l. n. 332/1994, convertito dalla l. n. 474/1994 (poi modificata dalla l. n. 230/2003), con il quale si è dato avvio, come noto, alla "trasformazione" degli enti pubblici economici in società per azioni, nonché alla vendita delle imprese pubbliche ai privati, prevedendo l'obbligo di procedere all'alienazione delle partecipazioni secondo modalità trasparenti e non discriminatorie, anche in funzione della diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali²¹.

796. Cfr. CAPO, *Il governo dell'impresa e la nuova era della società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 506, il quale ritiene non applicabili gli artt. 2449 e 2450 c.c. alle s.r.l.

²⁰ MIGNOLI-NOBILI, *Amministratori*, in *Enc. dir.*, II, Milano, 1958, cit., 151 (*contra*, MINERVINI, *Amministratori nominati dallo Stato o da enti pubblici*, in *Banca borsa tit. credito*, 1954, I, 717 ss.; ABBADESSA, *La nomina diretta*, cit., 378, che optava per la soluzione negativa al fine di evitare la vanificazione del diritto di nomina). In generale, v. LA ROSA, *La responsabilità degli amministratori delle società pubbliche: tra regime privatistico e regime pubblicistico-contabile*, in *Il diritto dell'economia*, 2012, 64 ss.

²¹ Cfr. CARBONE, "Golden Power" e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale, in *Dir. comm. int.*, 2009, III, 503 ss.; CLARICH-PISANESCHI, voce *Privatizzazione*, in *Dig. disc. pubbl.*, 2000, 432 ss.; AMMANATI, *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia*, Milano, 1985; per un'indagine storica che muove dall'analisi dell'evol-

In detto contesto, per un verso, sono stati devoluti allo Stato poteri speciali nelle società privatizzate prima del passaggio del controllo “azionario” al mercato; per l’altro, è stata prevista la possibilità, in alcuni settori, di introdurre – mediante una clausola statutaria – un limite massimo al possesso azionario (fissato nella misura del 5%) riferito al singolo socio, al suo nucleo familiare e al gruppo di appartenenza (art. 3). L’interesse protetto era quello di evitare scalate nelle società originariamente individuate (operanti nei predetti settori), per impedire che il controllo di società strategiche fosse acquisito da soggetti collegati ad altre organizzazioni, che potevano perseguire interessi antagonisti rispetto a quelli dello Stato italiano.

I settori sui quali si focalizza l’attenzione sono individuati dall’art. 2: si tratta del settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi.

L’obiettivo sotteso alla previsione di simili poteri speciali è apparso da subito chiaro: evitare che il venir meno dei tradizionali strumenti di azione di diritto pubblico potesse diminuire la tutela dell’interesse generale, perseguito dall’impresa sebbene in forma privatistica²². Per far fronte alle difficoltà di assoggettare le società privatizzate al regime delle società (naturalmente) rette dal diritto societario comune, sono state utilizzate le tecniche che tradizionalmente assolvono a funzioni di monitoraggio sugli assetti partecipativi e sulla composizione degli organi incaricati della gestione e del controllo, e cioè: *i*) il gradimento dello Stato sull’assunzione di partecipazioni rilevanti e sulla conclusione di patti o accordi parasociali che coinvolgono una percentuale di soci

luzione sin dalla l. n. 141/1933, ALVARO-LAMANDINI-POLICE-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 *Quaderno Consob* n. 20, febbraio 2019, 7 ss.; v. GASPARI, *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi socioeconomica e politica dell’Unione europea*, cit., 118 ss.; SANDULLI, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al Golden Power*, cit., 411; MARTUCCI, *Profili di diritto singolare dell’“impresa”*, cit., 131 ss., ove anche un quadro generale sulle privatizzazioni in chiave comparatistica (16 ss.); SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contr. impr. Eur.*, 2015, 619 ss. La dottrina giuscommercialistica si è posta il problema se le società di cui al d.l. 332/1994 fossero ancora riconducibili «nello schema sistematico “società”»: in questa prospettiva, v. ANGELICI, *L’autonomia nella disciplina societaria delle società «privatizzate»*, in ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 45 ss.

²² Cfr., CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato?*, cit., 581 ss.; MARTUCCI, *Profili di diritto singolare dell’“impresa”*, cit., 137; SANDULLI, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al Golden Power*, cit., 411.

rappresentanti una percentuale qualificata di capitale sociale; *ii*) il veto all'adozione di delibere relative ad operazioni straordinarie o comunque di impatto economicamente e giuridicamente rilevante anche rispetto alle “basi essenziali” della società (scioglimento della società, trasferimento dell'azienda, fusione, scissione, trasferimento della sede sociale all'estero, cambiamento dell'oggetto sociale, modifiche dello statuto che sopprimano o modifichino i poteri riconosciuti allo Stato); *iii*) nomina di almeno un amministratore o di un numero di amministratori non superiore ad un quarto dei membri del consiglio e di un sindaco. Il Ministro dell'Economia e delle Finanze poteva esercitare detti poteri speciali in forza dell'introduzione di una specifica clausola statutaria e a prescindere dalla titolarità di una partecipazione sociale, nelle imprese «controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi»²³. Appare utile porre l'accento, per comprendere il rapporto fra queste previsioni e quelle relative alla nomina diretta di cui si è parlato nel paragrafo precedente, sul fatto che l'amministratore così nominato dallo Stato (sopra, punto *iii*) era privo del diritto di voto all'interno dell'organo amministrativo: tale dato rappresenta una delle principali differenze rispetto al potere/diritto previsto dagli originari artt. 2458, 2459 e 2460 e, ora, dall'art. 2449 c.c. In sintesi, se i diritti/poteri di nomina diretta rappresentano una «strana commistione tra lo strumento privatistico e la posizione pubblicistica che l'ente, in virtù dell'attività cui è istituzionalmente preordinato, viene ad assumere nell'ordinamento»²⁴, i poteri speciali ai sensi del d.l. n. 332/1994 costituivano esclusiva espressione del pubblico potere. Resta comunque sempre anche consentita la possibilità – come si è anticipato – di un cumulo di detti strumenti, con la conseguente duplice veste dello Stato: quella di socio con diritti speciali, e quella di Stato sovrano²⁵.

Per descrivere il complesso delle tecniche in questione è divenuta di utilizzo comune l'espressione (mutuata dall'ordinamento inglese) “*golden shares*” e, in letteratura, è altresì ricorrente descrivere il mutamento di prospettiva rispetto al passato con il ricorso ad un'espressione: passaggio da uno Stato “gestore” ad uno Stato “regolatore”²⁶. In detto contesto normativo, si rinviene

²³ I “poteri speciali” erano stati previsti negli statuti di numerose società: ad esempio, Enel s.p.a., Finmeccanica s.p.a., Eni s.p.a., Snam Rete Gas s.p.a., Terna s.p.a.

²⁴ In tal senso, sempre MARTUCCI, *Profili di diritto singolare dell'“impresa”*, cit., 141.

²⁵ Cfr. MARTUCCI, *Profili di diritto singolare dell'“impresa”*, cit., 143 s. e nt. 33, ove un'analisi anche della realtà empirica.

²⁶ Sull'espressione “golden shares”, v. SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo*

già, in particolari settori, l'intento legislativo di evitare che il controllo sia comunque detenuto da privati, introducendo una regola volta a garantire la dispersione dell'azionariato e a consentire, quindi, il controllo effettivo allo Stato sulla gestione dell'impresa.

2.3. Le procedure di infrazione e la (conseguente) riforma della disciplina dei poteri speciali con la l. n. 350/2003

La disciplina dei poteri speciali di cui all'art. 2 è stata riconosciuta, in numerose pronunce della Corte di Giustizia, contraria ai principi fondamentali di libera circolazione di capitali e/o della libertà di stabilimento (artt. 63 e 49 TFUE) e tale da poter alterare il libero mercato e la concorrenza²⁷; anche la Commissione europea ha aperto una procedura di infrazione relativamente alla disciplina italiana sulla *golden share*. Una sintesi delle ragioni che hanno condotto alla censura e alla modifica di tale disciplina appare importante al fine di valutare la successiva evoluzione legislativa, non da ultimo quella rappresentata dal c.d. decreto liquidità e dal c.d. decreto Ucraina *bis*.

Detta disciplina è stata ritenuta, non solo nell'ordinamento italiano, ma anche in altri ordinamenti, «potenzialmente in grado di ostacolare o scoraggiare l'esercizio delle libertà fondamentali garantite dal Trattato e di conferire alle autorità italiane un potenziale potere di discriminazione che può essere utilizzato in modo arbitrario»²⁸. Sono state altresì oggetto di censura l'ampia di-

degli investimenti esteri diretti, in *Riv. dir. comm. int.*, 2020, 569, nt. 1; ARDIZZONE-VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 919 ss.; SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power*, cit., 623; DI VIA-LEONE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, in *Merc. conc. reg.*, 2020, 101. Si sottolinea che l'"intenzione" legislativa di non rimettere del tutto allo statuto azionario di diritto comune la disciplina degli enti privatizzati era emersa già con la l. n. 386/1991 (poi inattuata), che, «pur prevedendo per gli enti che avessero scelto di trasformarsi in s.p.a. la sottoposizione "alla normativa generale vigente per le società per azioni" (art. 1, comma 5), faceva tuttavia salvi gli indirizzi di carattere generale formulati dalle autorità di governo (art. 1, comma 7), così aprendo un varco "extra-istituzionale" – poiché alternativo a quelli conosciuti dal diritto azionario comune – ad istanze pubblicistiche»: così, MARTUCCI, *Profili di diritto singolare dell'"impresa"*, cit., 136 s.

²⁷ Per ulteriori riferimenti, GASPARI, *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi socioeconomica e politica dell'Unione europea*, cit., 120; SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, cit., 570, nt. 2; DI VIA-LEONE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, cit., 101; SERAFIN, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, in *ODC*, 2021, 1007 ss.

²⁸ Così, la Corte di Giustizia nella causa C-58/99; nel medesimo senso, v. le pronunce della Corte di Giustizia europea sulla disciplina vigente in altri ordinamenti: cfr., in Francia, la causa

screzionalità di cui godeva lo Stato nell'esercizio dei propri poteri, i quali potevano prescindere anche dalla titolarità di partecipazioni sociali nella società interessata e potevano non avere limiti di tempo, nonché l'originaria mancata determinazione dei relativi criteri di esercizio, poi stabiliti solo successivamente (con il d.P.C.M. dell'11 febbraio 2000) e ravvisati in «rilevanti ed imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità ed alla difesa»²⁹.

Il riconoscimento di un potere speciale dai contorni così ampi rischiava infatti, secondo la Commissione, di rendere poco appetibile per gli investitori l'acquisto delle residue partecipazioni della società nel cui statuto fossero stati previsti i poteri speciali in favore dello Stato, dando luogo, come rilevato, alla lesione dei principi della libera circolazione dei capitali (l'acquisto di quote non implicanti il controllo della società costituisce una forma di investimento di capitali) e della libertà di stabilimento (l'acquisto di partecipazioni idonee ad attribuire il controllo della società costituisce una forma di stabilimento di impresa).

La riforma della disciplina dei poteri speciali realizzata con la l. n. 350/2003 ha perseguito l'obiettivo di superare le criticità emerse nella prospettiva europea. Assume particolare rilievo la sostituzione del potere di esprimere il gradimento all'assunzione di partecipazioni rilevanti con la previsione di un potere di opposizione motivato.

2.4.1. La riforma del d.l. n. 21/2012

In considerazione delle spinte dell'UE³⁰, la successiva tendenza, che ha connotato l'evoluzione della disciplina italiana, si caratterizza per il passaggio – secondo l'espressione comunemente utilizzata in letteratura – dalle c.d. *golden shares* al c.d. *golden power* nonché da un progressivo ampliamento nel tempo dell'ambito di operatività del *golden power*. Detto processo è andato di pari passo con il superamento del paradigma – si è detto – dello Stato “imprenditore” in favore di quello dello Stato “regolatore”³¹. È stato, infatti, rile-

C-483/99; in Spagna, la causa C-463/00, nel Regno Unito C-98/01 e, in Germania, la causa C-112/05.

²⁹ Sul punto, SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power*, cit., 647 s.

³⁰ Come può leggersi nello stesso Dossier n. 153 del Senato (consultabile su www.temi.camera.it): «l'obiettivo del decreto-legge n. 21 è stato quello rendere compatibile con il diritto europeo la disciplina nazionale dei poteri speciali del Governo, che si ricollega agli istituti della *golden share* e dell'*action spécifique* – previsti rispettivamente nell'ordinamento inglese e francese – e che in precedenza era già stata oggetto di censure sollevate dalla Commissione europea e di una pronuncia di condanna da parte della Corte di Giustizia UE».

³¹ CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato?*, cit., 579 ss.; DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019, 7 ss. Per un'analisi di

vato come la dimensione di esercizio delle prerogative speciali riconosciute allo Stato sia passata dall'essere privatistica (: possesso di «titoli speciali» da parte dello Stato), ad essere pubblicistica, e cioè vincolata agli atti autoritativi. Si sottolinea che le differenze, rispetto al quadro normativo previgente, attengono: ai settori in cui possono essere esercitati i poteri speciali; ai soggetti nei confronti dei quali possono essere esercitati detti poteri; al contenuto dei poteri speciali, alla fonte ed alla natura dei medesimi³².

La disciplina di riferimento è rappresentata dal d.l. n. 21/2012 (successivamente convertito con modifiche dalla l. n. 56/2012)³³, la quale muta, anzitutto, l'ambito di operatività del controllo statale, perché consente l'esercizio dei poteri speciali con riguardo a tutte le imprese che svolgono attività di rilevanza strategica, facendo venire meno il collegamento originario con le (sole) società privatizzate e con la titolarità, da parte dello Stato, di partecipazioni nelle imprese strategiche. Viene quindi meno il ricorso alla locuzione, generale ed indeterminata, dei «pubblici servizi», essendo per contro i settori rilevanti quelli «nominati»³⁴.

In particolare, il d.l. n. 21/2012 individua i settori in cui lo Stato può esercitare il *golden power*: difesa e sicurezza nazionale. Il d.l. in questione impone poi, innanzi a determinate operazioni, quali ad esempio modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi (etc.), un obbligo di notifica da parte di società esterne all'Unione europea alla Presidenza del Consiglio dei Ministri e la possibilità per il Governo di porre il veto, nel caso di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti. Le sanzioni sono di tipo societario (sospensione del diritto di voto) e di diritto comune (nullità degli atti compiuti), oltre a sanzioni penali amministrative. Per le imprese *extra*-comunitarie è prevista una clausola di reciprocità

diritto comparato, cfr. ARDIZZONE-VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, cit., 926 ss.; SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, cit., 576; DI VIA-LEONE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, cit., 103.

³² DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, cit., 9.

³³ Il d.l. n. 21/2012 ha disposto la cessazione di efficacia, con riferimento ai singoli settori, dell'art. 2 d.l. n. 332/1994, disciplinante i poteri speciali riconosciuti allo Stato italiano e della disciplina collegata al medesimo (art. 4, commi 228-231, l. n. 350/2003; d.P.C.M. 10 giugno 2004) a decorrere dalla data di entrata in vigore dei decreti, volti ad individuare, per ciascun settore, le attività ed i beni considerati di rilevanza strategica, nonché l'abrogazione di tale normativa dal momento dell'entrata in vigore dell'ultimo di tali decreti.

³⁴ DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, cit., 9.

nell'accesso al mercato nei settori strategici, con la conseguenza che l'operazione è preclusa se non ricorre tale ultima condizione. Con i successivi decreti attuativi (d.P.R. n. 35/2014, d.P.R. n. 85/2014, d.P.R. n. 86/2014 e d.P.C.M. n. 108/2014) si è proceduto alla definizione delle categorie di beni e delle attività strategiche, nonché delle procedure per l'esercizio dei poteri speciali da parte del Governo.

Inoltre, i poteri speciali si diversificano a seconda del settore di riferimento e vengono altresì fissati limiti e condizioni per l'esercizio dei poteri speciali (rinviandosi a decreti regolamentari), nonché gli ambiti e le procedure a cui sono soggetti detti poteri.

Il soggetto pubblico, dunque, non svolge più un ruolo di *governance*, ma è chiamato a garantire, con riferimento alle operazioni di rilevanza strategica, il rispetto di criteri oggettivi e non discriminatori fissati normativamente. Con il passaggio al *golden power*, l'esercizio dei poteri speciali (come sopra anticipato) si svincola dal fenomeno delle privatizzazioni da cui ha preso le mosse e si oggettivizza, nel senso che assume rilievo la natura strategica dell'attività esercitata, che – in ragione del settore (della difesa e della sicurezza nazionale, da una parte, e dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni, dall'altra) si articola in due distinte discipline. Il controllo sugli investimenti stranieri nel settore della difesa e sicurezza nazionale opera nei confronti di tutti gli acquirenti (anche italiani); per contro, nel settore dei trasporti, energia e comunicazioni, tale controllo può essere esercitato solo per acquisizioni di un'impresa strategica da parte di un soggetto *extra-europeo*.

Una simile oggettivizzazione dei poteri speciali, i quali non hanno alcun collegamento con l'originario carattere statale dell'impresa, è stato ravvisato come un elemento di novità³⁵, volto ad eliminare ogni «discriminazione» fra imprese partecipate dallo Stato e imprese private³⁶. Sul punto, si deve, tuttavia, osservare – come si è visto – che già nell'abrogato art. 2450 c.c. si attribuivano diritti di nomina a prescindere dalla titolarità in capo allo Stato di una partecipazione in società, con la conseguenza che non si ravvisa, sotto detto profilo, una tale portata innovativa nella disciplina in questione: portata innovativa che si rinviene, per contro, nella forma di esercizio del potere. Se, con riferimento agli artt. 2449 e 2450 c.c., si riteneva – pur nella pluralità di opinioni – che l'amministratore di nomina statale fosse assoggettato al medesimo statuto degli amministratori eletti in sede assembleare, lo stesso non può dirsi

³⁵ ARDIZZONE-VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, cit., 921 ss.; SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power*, cit., 652 s.

³⁶ DI VIA-LEONE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, cit., 102.

in merito al *golden power*. Infatti, in tale ultima ipotesi, la tutela dell'interesse pubblico viene esercitata attraverso atti amministrativi, assoggettati alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo e la fonte dei poteri è costituita (non più dallo statuto, ma) dalla legge³⁷.

2.4.2. Il progressivo ampliamento di nuovi settori “strategici” e di nuovi poteri dello Stato

Nel 2017, con la l. n. 172/2017, è stato ricompreso, all'interno dell'ampliato perimetro degli interessi essenziali strategici ai fini dell'esercizio del *golden power*, anche il settore delle infrastrutture finanziarie³⁸ e, per effetto di un decreto del Presidente del Consiglio, – tenuto conto di quanto interessa in modo particolare la presente indagine – quello delle tecnologie critiche (intelligenza artificiale, robotica, semiconduttori, tecnologie “a doppio uso”, sicurezza in rete, tecnologia spaziale e nucleare) e dell'accesso a informazioni sensibili “o a capacità di controllare informazioni sensibili”³⁹.

Nel corso del 2019, poi, previa valutazione dei «rischi di un uso improprio dei dati con implicazioni sulla sicurezza nazionale», con il d.l. n. 22/2019 (decreto c.d. “Brexit”), è stato introdotto, nella disciplina del d.l. n. 21/2012, l'art. 1-bis, con cui si è previsto che costituiscano attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, ai fini dell'esercizio dei poteri speciali, i servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia “5G”⁴⁰. Viene imposta la notifica per i contratti o gli accordi, qualora siano conclusi con soggetti esterni all'Unione europea, che abbiano ad oggetto l'acquisto di beni o servizi relativi alla progettazione, alla realizzazione, alla manutenzione e alla gestione delle reti inerenti i servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G; altresì soggette a notifica sono le acquisizioni di componenti ad alta intensità tecnologica funzionali alla

³⁷ SANDULLI, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al Golden Power*, cit., 411, ove ulteriori riferimenti; DI VIA-LEONE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, cit., 102.

³⁸ Segno, quindi, evidente che il problema degli investimenti *extra*-UE è stato avvertito in Italia prima che a livello comunitario, tenuto conto di quanto *ivi* è stato disciplinato solo nel 2019 con il Regolamento 452 (su cui *ultra* § 2.5.): così LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2020, 234 ss.

³⁹ ALVARO-LAMANDINI-POLICE-TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica*, cit., 41.

⁴⁰ L'art. 1 d.l. n. 22/2019 ha introdotto disposizioni specifiche in tema di poteri speciali inerenti le reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G, inserendo l'art. 1-bis nel d.l. n. 21/2012.

predetta realizzazione o gestione. Tale previsione è finalizzata all'eventuale esercizio del potere di veto o all'imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni.

Il d.l. n. 105/2019 ha modificato il d.l. n. 21/2012 «al fine di rafforzare la tutela della sicurezza nazionale in ambiti di rilevanza strategica»⁴¹. Tale modifica è stata indotta dall'approvazione del Regolamento UE 2019/452, con cui è stato istituito un sistema comune di monitoraggio sugli investimenti esteri per tutelare le attività strategiche e controllare le operazioni con potenziale impatto su sicurezza e ordine pubblico in Europa (sul quale v. *ultra* § 2.5.). In particolare, con il d.l. n. 105/2019, stante la necessità di prevedere «il raccordo con le disposizioni in materia di valutazione della presenza di fattori di vulnerabilità che potrebbero compromettere l'integrità e la sicurezza delle reti inerenti ai servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G e dei dati che vi transitano» si è istituito il «perimetro di sicurezza nazionale cibernetica», rimettendo ad un successivo decreto del Presidente del Consiglio dei ministri l'individuazione delle amministrazioni pubbliche, degli enti e degli operatori nazionali, pubblici e privati, inclusi in tale perimetro e tenuti al rispetto delle misure e degli obblighi previsti dalla disciplina. Il d.l. n. 105/2019 ha, tuttavia, fissato i due criteri da applicare per procedere in tale processo di individuazione: 1) l'esercizio di una funzione essenziale dello Stato o di un «servizio essenziale per il mantenimento di attività civili, sociali o economiche fondamentali per gli interessi dello Stato»; 2) il rapporto di «dipendenza» nell'esercizio di detta funzione o nella prestazione di siffatto servizio «a reti, sistemi informativi e servizi informatici dal cui malfunzionamento, interruzione, anche parziali, ovvero utilizzo improprio possa derivare un pregiudizio per la sicurezza nazionale». Le espressioni chiave sono quindi «essenzialità del servizio» e «pregiudizio per la sicurezza nazionale».

Più analiticamente, le categorie di beni ed attività, ulteriori, di rilevanza strategica nei settori individuati dal Regolamento UE 2019/452, sono: *i)* le infrastrutture critiche, 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; *ii)* le tecnologie critiche e prodotti a duplice uso quali definiti nell'art. 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 nu-

⁴¹ V. RESCIGNO-RIMINI, *Golden power*, cit., 517.

cleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie; *iii*) la sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime e la sicurezza alimentare; *iv*) l'accesso ad informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni; *v*) libertà e pluralismo dei media.

Il d.l. n. 105/2019 ha altresì dettato un regime transitorio: l'art. 4-*bis*, comma 3, ha imposto l'obbligo di notifica per l'acquisto a qualsiasi titolo, da parte di un soggetto esterno all'Unione europea, di partecipazioni in società che detengono beni e rapporti nei settori delle infrastrutture critiche, delle tecnologie critiche e dei prodotti a duplice uso quali definiti nell'art. 2, punto 1, del Regolamento (CE) 428/2009 del Consiglio, 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'art. 2359 c.c. e del TUF.

Successivamente, in ragione del verificarsi della pandemia da Covid-19, con il d.l. n. 23/2020 (c.d. decreto liquidità), al fine di evitare che le imprese italiane operanti in settori strategici potessero essere agevolmente scalate da parte di soggetti esteri, stante l'esiguo valore delle loro partecipazioni in ragione della difficile congiuntura economica, fra le diverse modifiche attuate, si è esteso l'obbligo di notifica preventiva alla Presidenza del Consiglio dei Ministri circa le acquisizioni di partecipazioni di controllo anche da parte di operatori europei e persino di operatori nazionali al di fuori dei settori della difesa e della sicurezza nazionale. Sono stati considerati rilevanti anche settori quali: la sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, come le materie prime e la sicurezza alimentare; l'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni; la libertà e pluralismo dei media. In sintesi, si è esteso l'ambito di applicazione della disciplina transitoria (e, dunque, dell'obbligo di notifica) introdotta con il precedente d.l. n. 105/2020 anche agli ulteriori ambiti definiti dal regolamento UE 2019/452.

A tale ultimo riguardo, con il già citato d.l. n. 21/2022 (c.d. decreto Ucraina *bis*) (artt. 24-28) e con la l. n. 51/2022, di conversione in legge, con modificazioni, del d.l. n. 21/2022⁴², non solo sono state in parte modificate, per conseguire obiettivi di certezza e di semplificazione, le procedure di notifica (introducendo, ad esempio, obblighi di notifica congiunta per le operazioni societarie) ed è stato istituito un apposito nucleo di valutazione ed analisi strategica, ma alcune previsioni transitorie, dettate per far fronte all'epidemia Covid-19,

⁴² Il 2 agosto 2022 è stato altresì firmato il d.P.C.M. di adozione del nuovo regolamento.

sono altresì divenute definitive: limitatamente ad alcuni settori⁴³, l'obbligo di notifica grava anche su investitori dell'Unione europea⁴⁴.

In estrema sintesi, si può rilevare che, per un verso, la portata del controllo è divenuta progressivamente più ampia sul piano oggettivo e, in determinati settori, anche sul piano soggettivo.

2.5. Il contesto europeo

Prima di focalizzare l'attenzione sul Regolamento 2019/452, appare utile richiamare la Comunicazione della Commissione (97/C 220/06) che, nel 1997, ha individuato i principi a cui deve conformarsi una disciplina nazionale per essere considerata compatibile con il tessuto europeo⁴⁵. Oltre ai principi, più volte ricordati, di libera circolazione dei capitali, di libera prestazione di servizi e di libertà di stabilimento di impresa, si è posto l'accento sul fatto che le restrizioni sono ammissibili solo per motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica: questi ultimi debbono essere intesi in modo restrittivo, escludendosi qualsiasi interpretazione che poggi su considerazioni di ordine economico. Deve trovare altresì applicazione il principio di proporzionalità: significa che il rapporto fra le misure da adottare, supportate da tali motivi, e l'interesse tutelato deve essere di "necessità" (non meramente di opportunità), nel senso che non devono risultare suscettibili di adozione altri provvedimenti che consentirebbero di raggiungere gli stessi obiettivi ma in modo meno restrittivo delle predette libertà. Guardandosi al fenomeno nell'ottica del diritto vivente, si osserva che – ove si esamini la giurisprudenza comunitaria – assume rilievo (per quanto non appaia possibile dilungarsi sul punto in questa sede) anche un altro tema: quello dell'eccessiva discrezionalità di cui dispongono gli Stati nella decisione sull'esercizio dei poteri speciali⁴⁶.

Sul piano della disciplina, ai fini del *golden power*, nel sistema normativo e giurisprudenziale europeo il riferimento è al già citato Regolamento (UE) 2019/452, che costituisce il momento di passaggio "dall'apertura alla cautela"

⁴³ Si tratta dei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e finanziario, *ivi* incluso quello creditizio e assicurativo.

⁴⁴ Sul punto, v. 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, consultabile su www.federalismi.it.

⁴⁵ Consultabile su www.eur-lex.europa.eu.

⁴⁶ Cfr., la Corte di Giustizia nella causa C-326/07; v. SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, cit., 574.

nella politica europea in tema di investimenti esteri. In particolare, per quanto in passato non abbiano avuto buon esito i tentativi di delineare una cornice comune, il Regolamento del 2019, ribadito che gli investimenti esteri diretti rientrano nell'ambito della politica commerciale comune, ha sottolineato l'apertura dell'Unione e degli Stati membri rispetto agli investimenti esteri, tenuto conto che questi ultimi «contribuiscono alla crescita dell'Unione rafforzandone la competitività, creando posti di lavoro ed economie di scala, apportando capitali, tecnologie, innovazione e competenze e aprendo nuovi mercati per le esportazioni dell'Unione», sostenendo «gli obiettivi del piano di investimenti per l'Europa» e contribuendo ad altri progetti e programmi dell'Unione.

In un simile contesto, si prevede, tuttavia, per gli Stati membri la possibilità/necessità di adottare misure restrittive. Assumono altresì particolare rilievo anche al fine di valutare la conformità della disciplina italiana il terzo ed il settimo considerando. In tali considerando, si precisano i motivi sottesi all'adozione di dette misure restrittive: sicurezza o ordine pubblico; e si sottolinea che, ai fini di siffatta adozione devono comunque essere rispettate «alcune condizioni»: la garanzia della certezza del diritto «per quanto riguarda i meccanismi di controllo degli Stati membri per motivi di sicurezza e di ordine pubblico, nonché (...) il coordinamento e la cooperazione a livello di Unione». L'attenzione viene quindi posta sull'intensificarsi della funzione di controllo di interessi strategici assolta dallo Stato laddove l'investimento provenga da soggetti *extra*-UE⁴⁷. Si tratta della prima volta in cui, essendo ricomprese le «infrastrutture finanziarie» fra i settori critici oggetto di scrutinio – e cioè i settori essenziali per il buon funzionamento del sistema economico e democratico di ciascun paese –, si ammettono forme di intervento dello Stato nel settore del mercato finanziario⁴⁸.

In sintesi, il Regolamento impone agli Stati membri di utilizzare i criteri per valutare quando un investimento estero può essere preso in considerazione, dovendosi guardare all'incidenza del medesimo sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, nonché su altri settori (art. 4); di attenersi agli obblighi di notificare alla Commissione europea gli investimenti esteri diretti nel loro territorio che sono oggetto di un controllo in corso o con riferimento alle quali dispone di informazioni (artt. 6 e 7).

Il Regolamento rappresenta senz'altro un primo risultato per un'armo-

⁴⁷ Sottolinea il ruolo diverso del *golden power* di fronte ad investitori *extra*-UE, SCARCHILLO, *op. ult. cit.*, 578.

⁴⁸ LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, cit., 230.

nizzazione fra le discipline dei diversi Stati membri, per quanto taluni profili non siano andati esenti da critiche: se ne lamenta, infatti, una «debolezza strutturale», in ragione della discrasia fra la forma (quella del regolamento) e la sostanza (il carattere statale delle prerogative, tenuto conto delle materie che vengono in considerazione)⁴⁹, nonché le stesse incertezze sollevate dalla mancata definizione di “infrastrutture finanziarie” e di altri elementi essenziali (elementi, ambiti e soggetti suscettibili di esservi ricompresi), non essendo altresì chiaro «su quali sistemi multilaterali i Governi possano esercitare il *Golden Power* in caso di investimenti esteri diretti, potenzialmente pericolosi per l'ordine pubblico e la sicurezza»⁵⁰. Si sottolinea come sia altresì dubbio come debba attuarsi un coordinamento tra *golden power* e regolamentazione di settore⁵¹.

Per quanto la posizione delle organizzazioni internazionali e delle autorità poste a garanzia del mercato sia quella di ribadire l'applicazione delle regole sulla concorrenza fra imprese, la tendenza dei Paesi europei in generale, in ragione della pandemia e della crisi ucraina (come in tutti i casi di crisi economica⁵²), è stata la medesima: si è avuta una convergenza verso il protezionismo⁵³. Lo stesso atteggiamento protezionistico si rinviene a livello mondiale.

Al riguardo, in dottrina si sottolinea che l'evoluzione delle società capitalistiche si caratterizza per un'altalenanza: alla liberalizzazione ed espansione dei mercati⁵⁴ (in ragione della quale si determina una dissociazione tra la sfera politico-sociale e la sfera del mercato) si contrappone una fase in cui gli Stati e le stesse istituzioni Europee avocano nuovamente a sé le funzioni normative, in violazione della libertà di stabilimento⁵⁵.

Limitando l'analisi ad alcuni Stati dell'UE, il protezionismo, a scapito della concorrenza, si è manifestato su due livelli: uno interno, e cioè la limitazione

⁴⁹ SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, cit., 575.

⁵⁰ LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, cit., 232.

⁵¹ Per un esempio di problema di coordinamento, v. LENER, *op. ult. cit.*, 233 s.

⁵² ARMOUR-RINGE, *European company law 1999–2010: renaissance and crisis*, in *Common Mark. Law Rev.*, 2011, 127 ss.; SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power*, cit., 623 s.; ID., *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, cit., 571.

⁵³ RESCIGNO-RIMINI, *Golden power*, cit., 529 ss.

⁵⁴ Fase che nel diritto societario ha avuto avvio a partire dal già citato caso *Centros*.

⁵⁵ POLANYI, *The great transformation: the political and economic origins of our time*^l, Boston, 2001, 136 ss.; MUCCIARELLI, *Doveri degli amministratori di società in crisi, lex concursus e sovranità nazionale*, cit., 715.

della concorrenza fra le imprese⁵⁶, che va in secondo piano, rispetto alla gestione degli effetti economico-finanziari generati dalla pandemia⁵⁷; e uno esterno, la limitazione della concorrenza da parte delle imprese estere (anche UE). Simili iniziative nazionali non sono coordinate: con la (paradossale) conseguenza, segnalata dalla dottrina⁵⁸, che il difetto di coordinamento può a sua volta indurre fenomeni di *forum shopping* anche all'interno dell'UE: risultato contrario a quello, per certi versi, voluto con il *golden power*, per quanto le indicazioni dell'UE appaiano financo contraddittorie (v. la Comunicazione del 13 marzo 2020 e del 26 marzo 2020 della Commissione europea; *White Paper on levelling the playing field as regards foreign subsidies*, del 17 giugno 2020)⁵⁹.

Nell'esaminare le esperienze normative di altri Stati dell'UE, si deve operare una distinzione: le variabili di cui tener conto sono i soggetti e i settori per cui opera il controllo. Agli antipodi si collocano le soluzioni degli ordinamenti che applicano il monitoraggio solo agli investitori *extra*-UE (Repubblica Ceca) o, per contro, anche agli investitori UE (Francia). In posizione intermedia si collocano quei sistemi che limitano il controllo agli investitori UE sul piano temporale e quantitativo a seconda della misura dell'investimento (Italia) o in ragione dei settori e del controllo da parte di soggetti UE (Spagna)⁶⁰.

3. La compatibilità della disciplina interna con i principi generali dell'ordinamento italiano e del diritto societario

Preliminarmente all'analisi in merito alla coerenza della disciplina del *golden power* con i diversi segmenti dell'ordinamento nazionale ed europeo (oltre al presente paragrafo, si veda il successivo § 5), pare opportuno osservare che

⁵⁶ Cfr. la fusione c.d. Amazon-Deliveroo, sulla quale GIANNACCARI, *Covid-19 e failing firm defence: l'operazione Amazon/ Deliveroo*, in *Merc. conc. reg.*, 2020, 157 ss.

⁵⁷ PEZZOLI, *La politica della concorrenza ai tempi del virus e la rilegittimazione dell'intervento pubblico*, in *Merc. conc. reg.*, 2020, 139 ss.; DI VIA-LEONE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, cit., 2020, 99 ss.

⁵⁸ VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Merc. conc. reg.*, 2020, 119 ss.; SANDULLI, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al Golden Power*, cit., 406 ss.

⁵⁹ Sul quale DI VIA-LEONE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, cit., 112.

⁶⁰ DI VIA-LEONE, *op. ult. cit.*, 104 s.

non mancano orientamenti che hanno accolto con favore la disciplina contenuta nel d.l. n. 21/2012, sottolineando, fra l'altro, che i criteri per l'esercizio dei poteri speciali sarebbero «maggiormente compatibili con le disposizioni comunitarie», che vi sarebbe comunque controllo giurisdizionale postumo e, in generale, la disciplina sarebbe strutturata in modo più conforme ai «requisiti di carattere formale e procedurale»⁶¹.

Permangono, tuttavia, numerose perplessità di fondo. Il controllo giurisdizionale postumo interviene quando ormai l'operazione potrebbe non essere più ulteriormente suscettibile di attuazione e, quindi, non potrebbe fare venire meno i dubbi circa la compatibilità della disciplina del *golden power* con il principio di certezza del diritto⁶². Ciò, benché si debba rilevare che tale indeterminatezza sia intrinseca al tema. Il concetto di “strategicità” è naturalmente un concetto relativo (“strategicità” rispetto a chi e a che cosa?), il quale si connota, più di altri, per la propria storicità: è destinato a mutare nel tempo con il progresso tecnologico⁶³.

Quanto al diritto societario, in letteratura, diverse appaiono le opinioni circa la riconducibilità dello strumento del *golden powers* al sistema normativo in questione, nonché le valutazioni circa l'opportunità/la necessità della sua previsione. In particolare, se alcuni utilizzano, per descrivere la tecnica in questione, una locuzione – «uno strumento societario di controllo statale» – che comunque pare ricondurre detti poteri nell'alveo del sistema “societario”⁶⁴, altri sottolineano come si sia «fuori da detto sistema normativo»: siffatto meccanismo, cioè, non può essere ricondotto al diritto societario comune (con

⁶¹ SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, cit., 576.

⁶² I dubbi sono numerosi: «come possiamo sapere se una transazione è un tentativo di acquisizione? Una transazione consentirà effettivamente un'acquisizione? Qual è l'importo minimo di quota che deve passare al controllo pubblico per tutelare un'azienda? E come proteggersi da transazioni coordinate e collusive che mirano a un'acquisizione?»: così, con riferimento all'utilizzo della tecnologia *Automated Reasoning* e *Knowledge Graph* «per affrontare l'impatto dell'epidemia COVID-19 sulla rete delle aziende italiane e supportare l'applicazione degli strumenti legali per la protezione di società strategiche da acquisizioni», BELLOMARINI-BENEDETTI-GENTILI-LAURENDI-MAGNANIMI-MUCI-SALLINGER, *COVID-19 and Company Knowledge Graphs: Assessing Golden Powers and Economic Impact of Selective Lockdown via AI Reasoning*, consultabile su www.ssrn.com.

⁶³ Sullo specifico problema, v. SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, cit., 578.

⁶⁴ SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power*, cit., 663.

conseguente inapplicabilità della disciplina dettata per strumenti affini), ma deve essere ritenuto espressione della «potestà pubblica»⁶⁵.

In particolare, tenendo conto dell'assetto normativo italiano (il quale, tuttavia, si presenta affine ad altri sistemi), la disciplina delle *golden shares* e del *golden power* appare in contrasto con il principio generale secondo cui, com'è noto, la gestione spetta, nelle società per azioni, in via esclusiva agli amministratori (art. 2380-*bis* c.c.) e, nella società a responsabilità limitata, agli amministratori e ai soci (artt. 2475, comma 1, e 2479, comma 1, c.c.): si incide, invero, sulla discrezionalità degli amministratori/degli amministratori e dei soci nell'assumere le scelte gestorie. Tale discrezionalità – si ricorda – è piena, salvo l'obbligo di agire informati e di conservare l'integrità del patrimonio nel rispetto delle regole imposte dall'ordinamento e nell'interesse dei terzi⁶⁶.

In generale, siffatta disciplina appare altresì in contrasto con uno dei profili maggiormente caratteristici dell'iniziativa imprenditoriale: l'autonomia e le esigenze «immanenti ai fenomeni associativi»⁶⁷. Si rimette, infatti, ad un terzo – lo Stato – il potere di decidere dall'esterno su determinate operazioni, quando dovrebbero essere i privati a poter e dover valutare se e con chi contrarre, se e con chi stringere rapporti di collaborazione. È noto, *per un verso*, che è precluso un sindacato dell'autorità giudiziaria nel merito con riferimento al fenomeno societario; *per l'altro*, che le ipotesi in cui vi è un intervento tale da interferire con l'esercizio dell'attività d'impresa sono rappresentate, in generale per le società di capitali, dalla crisi e da gravi irregolarità gestorie.

Pertanto, si conviene con quella parte della dottrina che ritiene si tratti di una vera e propria deroga alle norme di diritto societario ora richiamate⁶⁸. Ed è sempre quella stessa dottrina a ravvisare, con particolare riferimento alle imprese di diritto singolare (con tale espressione intendendosi la disciplina speciale applicabile ad enti legali e ad enti legificati), la necessità di individuare limiti sistematici ai poteri di ingerenza pubblica nei processi decisionali: un

⁶⁵ ARDIZZONE-VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, cit., 923 s. Così come dubbi erano stati sollevati con riferimento al d.l. 332/1994.

⁶⁶ ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 690 s.; SANFILIPPO, *Gli amministratori*, in *Diritto commerciale*, a cura di CIAN, II, Torino, 2019, 475; MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA-PORTALE, 2, Torino, 837; BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013, 116.

⁶⁷ Tale rilievo era stato mosso nei confronti delle società privatizzate del d.l. n. 332/1994 da ANGELICI, *L'autonomia nella disciplina societaria delle società «privatizzate»*, cit., 50 ss.

⁶⁸ MARTUCCI, *Profili di diritto singolare dell'«impresa»*, cit., 157.

limite *in negativo*, rappresentato dal fatto che la direttiva vincolante non deve arrecare un danno all'integrità del patrimonio sociale, dovendo trovare applicazione il principio di economicità; ed un limite *in positivo*, costituito dai contenuti, nel senso che allo Stato spetterebbe la funzione di alta direzione strategica della società, mentre la parte esecutiva sarebbe sempre una prerogativa dell'organo gestorio.

È pur vero che, in ragione della specialità degli interessi che vengono in considerazione con riferimento a talune categorie di imprese⁶⁹, sono previsti strumenti speciali nel gestire detta crisi, ma deve sempre trattarsi di ipotesi eccezionali: eccezionalità che, tuttavia, non emerge del tutto ove si esamini il sistema normativo in questione, in ragione del ricordato ampliamento dell'ambito di operatività della disciplina.

4. La compatibilità della disciplina interna con il diritto dell'UE

Parte della dottrina ha sottolineato come i poteri speciali dello Stato costituiscano la «cartina di tornasole» che «segnala un ulteriore elemento di tensione per il tessuto ordinamentale europeo»⁷⁰.

Il carattere strategico degli interessi coinvolti rende senz'altro necessario un intervento dello Stato in ragione delle possibili ripercussioni che l'operatività in determinati settori può avere sulla stabilità dell'economia nazionale, ma detto intervento deve aver luogo nel rispetto dei principi di libera circolazione dei capitali, di libera prestazione dei servizi e dei principi in materia di libertà di stabilimento, e del principio generale della proporzionalità, tenuto altresì conto della giurisprudenza dell'UE. Ora, non possono non nutrirsi dubbi sulla disciplina del *golden power*, nella misura in cui i poteri dello Stato possono essere esercitati in astratto e *a priori*, a fronte invece della necessità che l'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possono costituire limiti a tali libertà soltanto a fronte di minaccia effettiva e grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività⁷¹.

Alla luce dell'evoluzione storica sopra richiamata, che è caratterizzata da una continua ricerca di un contemperamento fra l'interesse dello Stato a man-

⁶⁹ Cfr. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*³, Torino, 2012. Si tratta, per un verso, delle imprese bancarie, delle imprese assicurative e delle imprese che operano sul mercato, per l'altro delle imprese che si connotano per la loro straordinarietà sul piano dimensionale.

⁷⁰ Così, SANDULLI, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al Golden Power*, cit., 410.

⁷¹ Si veda la pronuncia della Corte Giust. nella causa C-54/99.

tenere un controllo, dai contorni elastici e discrezionali, e l'interesse del mercato a conservare salda l'autonomia nell'iniziativa d'impresa e nell'esercizio dell'attività, entro contorni certi, permangono quindi dubbi sulla conformità della disciplina italiana ai principi di certezza del diritto, nonché ai principi di libera circolazione dei capitali e di libera prestazione dei servizi, nonché di libertà di stabilimento, così come interpretata anche dalla giurisprudenza comunitaria, nella misura in cui appare, *per un verso*, indeterminata, e, *per l'altro*, fortemente contraria all'idea di un mercato europeo comune, libero e concorrenziale⁷². Condivisibilmente, siffatta disciplina è stata talvolta definita complessa e «di debordante applicazione»⁷³.

Per quanto sia senz'altro necessario – come da alcuni sottolineato – perseguire l'obiettivo di «evitare elusioni e consentire una maggiore e utile conoscenza di ciò che accade nei mercati»⁷⁴, non si può non avvertire la contraddittorietà di un sistema di norme in cui il livello di armonizzazione è minimo e in cui, per contro, ogni iniziativa nel settore delle politiche economiche dovrebbe essere coordinata, ove poi si valuti quella che è stata l'evoluzione storica in tema di integrazione del mercato bancario in Europa. In quest'ottica, appare certamente non conforme la scelta del legislatore italiano di esercitare l'attività di controllo sulla base della «cittadinanza» non italiana dell'impresa: non dovrebbero esservi iniziative difensive nei confronti degli operatori del medesimo mercato. Si deve altresì aggiungere che una simile soluzione, che

⁷² V., tuttavia, 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, cit., 3 s., il quale ritiene che il legislatore italiano si sia mosso nella direzione di voler conseguire un «bilanciamento tra due esigenze (tutela delle libertà fondamentali descritte nel Trattato e degli interessi generali dello Stato membro)».

⁷³ Così, DI VIA-LEONE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, cit., 100.

⁷⁴ Così, CHIEPPA, *op. ult. cit.*, 7. Fra l'altro, al fine di incrementare ulteriormente la trasparenza delle acquisizioni di partecipazioni sul mercato, è altresì stato ampliato l'ambito di applicabilità della norma c.d. «anti-scorrerie» (art. 120, comma 4-bis, TUF), la quale impone a coloro che acquisiscano una partecipazione importante in una società quotata (pari o superiore alle soglie del 10%, del 20% e del 25%) di chiarire le finalità perseguite con l'acquisizione – consentendo alla Consob di prevedere, per un limitato periodo di tempo, in aggiunta alle soglie già previste una soglia del 5% per le società ad azionariato particolarmente diffuso (su tale norma, cfr. SANDRELLI, *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, in *Riv. soc.*, 2018, 186 s., SACCO GINEVRI, *La norma “anti-scorrerie” introdotta dal decreto legge n. 148/2017*, consultabile su www.diritto bancario.it; ABU AWWAD, *Norma “anti-scorrerie”*: in consultazione le modifiche al Regolamento Emittenti, consultabile su www.diritto bancario.it). V. sulla trasparenza delle intenzioni, anche PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020, 212 ss.

distingue in base alla “cittadinanza” all’interno del medesimo mercato, confligge con la libertà di stabilimento. La Corte di Giustizia ha tutelato la libertà di stabilimento, privilegiando l’applicazione alla società, costituita in uno Stato membro e operante nel territorio di un altro Stato dell’Unione, del diritto dello Stato in cui la società è stata costituita. Sono sempre salve le ragioni imperative di interesse generale giustificchino compressioni alla libertà di stabilimento, le quali devono, tuttavia, essere interpretate in modo restrittivo.

La necessità di un coordinamento tra la disciplina del c.d. *golden power* e i principi ora ricordati è esplicitamente considerata, in tema di concorrenza e *antitrust*, dal Regolamento n. 452/2019. In detto Regolamento, al punto 36 delle premesse è previsto che, se un investimento straniero costituisce una concentrazione ai sensi del Regolamento n. 139/2004, il controllo *antitrust* e lo *screening* sugli investimenti stranieri «dovrebbero essere applicati in modo coerente» e che, «qualora gli ambiti di applicazione di tali regolamenti si sovrappongano», le diverse modalità di controllo devono essere necessariamente interpretate «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».

Si tratta, quindi, di un meccanismo di salvaguardia per lo Stato membro che adotti provvedimenti su fenomeni di concentrazione ulteriori rispetto a quelli oggetto dei poteri *antitrust*, volti a tutelare interessi legittimi quali la sicurezza pubblica e la pluralità dei mezzi di informazione. Al contempo, viene rappresentata, tuttavia, la necessità di seguire una prospettiva uniforme nell’applicazione delle diverse disposizioni.

Appare innegabile che il legislatore europeo abbia piena consapevolezza del rischio di interferenza degli Stati membri e del fatto che l’applicazione di un controllo sugli investimenti stranieri debba tener conto della libertà di concorrenza. Infatti, è sempre lo stesso Regolamento n. 452/2019, al punto 10 delle premesse, a richiamare i principi generali di libertà di stabilimento e di circolazione, quali limiti entro cui devono esplicitarsi le modalità di controllo sugli investimenti stranieri previsti dai singoli Stati membri.

Anche la Corte di Giustizia ha avuto modo di esprimersi sul tema statuendo che se, da una parte, i principi di circolazione dei capitali e di libertà di stabilimento possono incontrare limitazioni, dall’altra parte, detti limiti devono essere interpretati in modo restrittivo con modalità proporzionate all’obiettivo che devono raggiungere e, in ogni caso, giustificate dal perseguimento di interessi generali⁷⁵. In altre parole, a condizione che vi sia un bilanciamento tra le

⁷⁵ Corte Giust., 14 marzo 2000, causa C-54/99, *Eglise de Scientologie*.

diverse istanze, l'ordinamento europeo riconosce espressamente la legittimità del controllo sugli investimenti esteri.

Nell'affrontare il quesito iniziale, occorre a questo punto chiedersi se la disciplina nazionale italiana del *golden power* rispetti i limiti imposti dal legislatore europeo anche in questa prospettiva. Non ci sono dubbi sul fatto che la disciplina *golden power* attualmente vigente in Italia contenga maggiori elementi di certezza e oggettività rispetto al passato⁷⁶, ma permangono sempre alcune criticità. La “trasformazione” delle norme temporanee in norme definitive – per quanto giustificate da una nuova emergenza – appare non del tutto conforme ai principi sopra richiamati.

Inoltre, per quanto l'intervento pubblico sia sempre connotato da un'ampia variabilità e le sue declinazioni in concreto siano rimesse alla discrezionalità intrinseca all'esercizio dei poteri del governo⁷⁷, i margini nel decidere l'attivazione e la modalità dei poteri speciali rimangono pur sempre eccessivi e indeterminati in un contesto in cui la discrezionalità deve, per contro, sottostare alla rigorosa osservanza dei sopra menzionati principi di proporzionalità e adeguatezza, dovendo tenere in considerazione le dinamiche del mercato e la tutela dell'ambiente competitivo e dovendo ciascuno Stato membro optare per la soluzione meno restrittiva possibile per raggiungere l'obiettivo di interesse generale⁷⁸. Per contenere siffatta discrezionalità – che pur si giustifica «in ragione della natura degli interessi tutelati, attinenti alla sicurezza nazionale» –, si avverte l'esigenza di una perimetrazione più netta della disciplina, anche perché la giurisprudenza ha avuto modo di chiarire che il sindacato sulle decisioni assunte dallo Stato è limitato posto che l'esercizio dei poteri speciali costituisce «alta amministrazione»: ne discende che tale sindacabilità da parte del giudice amministrativo è possibile «nei ristretti limiti della sussistenza di una manifesta illogicità delle decisioni assunte»⁷⁹.

⁷⁶ Per un quadro generale su tali incertezze, v. SERAFIN, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, cit., 1021 ss.; RIGANTI, *I Golden Powers italiani tra «vecchie» privatizzazioni e «nuova» disciplina emergenziale*, cit., 889.

⁷⁷ Sul punto, NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del Golden Power e la rinascita dello Stato Doganiere*, in *Giorn. dir. amm.*, 2019, 549 ss.

⁷⁸ Cfr. Corte Giust., 4 giugno 2002, causa C503/99, Commissione/Belgio.

⁷⁹ Così Tar Lazio, 13 aprile 2022, consultabile su www.dirittobancario.it.

5. Conclusioni e prospettive

Appare quasi scontato rilevare che sarebbe opportuna una risistemazione della materia, considerato che il “doppio binario” – regolamentazione primaria/regolamenti governativi di attuazione a cui è affidata la disciplina di cui si discute – risulta contorto e foriero di incertezze applicative.

Sotto il profilo formale, per quanto si sia sottolineata l’ovvia necessità di un adeguamento della disciplina al mutare delle esigenze della realtà, non si può non porre in evidenza come la normativa in questione non possa assumere solo e sempre connotati “emergenziali”, anche perché – si è visto – alcune previsioni si innestano definitivamente nel tessuto normativo, finendo per perdere gli originari connotati di transitorietà ed eccezionalità.

Sotto il profilo sostanziale, la necessità di tale intervento non fa di certo venire meno l’esigenza di un rispetto dei principi generali del sistema non solo nazionale ma anche europeo. Per alcuni la possibilità di utilizzo del *golden power* «rimane necessaria se non, in alcuni casi, indispensabile» quale «baluardo di difesa (...) in grado di evitare scalate ostili ed investimenti ad opera di soggetti “pericolosi” per il mercato dell’Unione europea»⁸⁰. Il punto è questo: detto baluardo – come sopra rilevato – deve rendersi necessario (solo) con riferimento a soggetti *extra*-UE, risultando la diversa soluzione in contrasto (si sottolinea ancora una volta) con i principi di certezza del diritto e di libera circolazione e di libertà di stabilimento, oltre che con il principio generale di proporzionalità. Si pone quindi in evidenza la necessità che l’esercizio del *golden power* avvenga alla luce dei richiamati principi generali dell’Unione⁸¹.

Da un altro angolo visuale, potrebbe rendersi opportuno istituire un sistema che – pur nel rispetto delle esigenze di riservatezza delle operazioni che vengono in considerazione – assicuri una trasparenza in merito alle decisioni sul *golden power* da parte dello Stato, non solo in funzione di un possibile controllo in merito alla parità di trattamento, ma anche per poter orientare gli operatori nella prassi.

Forti dubbi di compatibilità pone, poi, la disciplina dei *golden power* con riferimento ai principi e alle regole di diritto societario per le ragioni che sono state già poste in evidenza, in particolare per la violazione dei valori che permeano il sistema: autonomia dell’iniziativa dei fenomeni associativi⁸². Anche

⁸⁰ SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power*, cit., 663.

⁸¹ DI VIA-LEONE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s’ha da fare*, cit., 117.

⁸² *Supra* § 5.

per questa ragione si configura la necessità di delimitare – per quanto possibile – il fenomeno con regole più stringenti, non da ultimo perché, come sottolineato da parte della dottrina, occorre tutelare la negoziabilità e il valore delle imprese⁸³. Per tale ultima ragione, il contributo dell'analisi *antitrust* all'esercizio dei poteri speciali è un momento di ponderazione tra interessi diversi in un'ottica di convergenza verso una tutela complessa che si articola nella salvaguardia della competitività dei mercati, da una parte, e nella protezione dei mercati da manovre predatorie di investitori esteri, dall'altra.

A chiusura, appare interessante rilevare, osservando l'evoluzione storica sopra evidenziata, la nota ciclicità dei fenomeni: in passato il progresso tecnologico è stato individuato fra le ragioni che hanno spinto gli Stati ad affidare ai privati l'esercizio di attività in determinati settori⁸⁴; nel presente contesto, il progresso spinge gli Stati verso il protezionismo, attraendo nella propria sfera di controllo imprese strategiche. Guardando, quindi, al fenomeno in chiave generale, si condivide l'opinione di chi ha sottolineato l'importanza, nei momenti storici di difficoltà, di un intervento statale volto a ricercare politiche, non di tipo protezionistico, ma «coerenti con la politica della concorrenza», auspicandosi che lo Stato sia un «socio paziente e non invasivo»⁸⁵. Una tale invasività si riscontra nella modulazione dei poteri speciali statali, così come ulteriormente rafforzati all'esito dei sopra ricordati recenti interventi normativi.

⁸³ In tal senso, v. RESCIGNO-RIMINI, *Golden power*, cit., 526.

⁸⁴ CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato?*, cit., 582.

⁸⁵ PEZZOLI, *La politica della concorrenza ai tempi del virus e la rilegittimazione dell'intervento pubblico*, cit., 140 ss.

