

MASSIMO MEROLA

Managing partner, BonelliErede Bruxelles, Professore al Collegio d'Europa di Bruges e
Conférencier all'Università Paris II

massimo.merola@belex.com

FEDERICO MACCHI

Funzionario presso la Commissione europea

federico.macchi@ec.europa.eu

**LA COSTITUZIONE DI DIRITTI DI GARANZIA E
OBBLIGHI DI NOTIFICA *GOLDEN POWER* TRA TEORIA E
PRASSI APPLICATIVA**

**THEORETICAL AND PRACTICAL INSIGHTS ON THE
APPLICATION OF ITALIAN FDI RULES ('GOLDEN POWER') TO
COLLATERAL SECURITIES AND GUARANTEES**

SINTESI

Il presente contributo mira a fornire una disamina il più possibile sistematica delle norme golden power applicabili alle garanzie, alla luce della (limitata) prassi decisionale della Presidenza del Consiglio dei Ministri e degli spunti offerti dalla dottrina. Ne emerge un quadro frammentato e non scevro di dubbi interpretativi, ma che consente di stabilire alcuni punti fermi.

ABSTRACT

This article aims at providing a systematic overview of the golden power rules applicable to guarantees, in the light of the (limited) decision-making practice of the Prime Minister's Office and some insights offered by scholars. The picture is rather fragmented and not free interpretative doubts, but it is still possible to identify a number of fundamental points.

PAROLE CHIAVE: Golden power; Garanzia; Pegno; Notifica; Investimenti stranieri (diretti)

KEY WORDS: Golden power; Guarantee; Collateral; Notification; Foreign (direct) investments / FDI

INDICE: 1. Introduzione; 2. Le disposizioni rilevanti per il controllo golden power su garanzie; 3. L'oggetto delle garanzie su beni e attivi rilevanti ai fini golden power; 4. Il pegno su partecipazioni in

società attive in settori strategici o titolari di attivi strategici; 5. Altre tipologie di garanzie rilevanti secondo la disciplina *golden power*; 6. Aspetti procedurali: il momento in cui sorge l'obbligo di notifica *golden power* e il soggetto notificante; 7. Conclusioni

1. Introduzione

Mentre la normativa *golden power* in Italia, al pari del meccanismo di coordinamento europeo, pur ancora lontani dalla fase di maturità (che si raggiungerà solo quando potrà ritenersi ottenuto un elevato grado di certezza del diritto), compiono significativi progressi in diversi ambiti, può risultare utile un contributo sull'applicabilità della normativa alla costituzione di garanzie. Si tratta infatti di uno dei temi più controversi emersi sinora, nonché di uno dei più frequentemente discussi, dato che pacchetti di garanzie accompagnano numerose transazioni di *private equity*.

Con questo breve lavoro miriamo a fornire una disamina il più possibile sistematica delle norme *golden power* applicabili alle garanzie, alla luce della (limitata) prassi decisionale della Presidenza del Consiglio dei Ministri e degli spunti offerti dalla dottrina. Come si vedrà, ne emerge un quadro frammentato e non scevro di dubbi interpretativi, ma che consente di stabilire alcuni punti fermi.

Benché la disciplina *golden power* contempra la costituzione di garanzie fin dal momento della sua introduzione nel 2012, non si è ancora formata una prassi applicativa consolidata, soprattutto per quanto riguarda l'individuazione dell'esatto perimetro degli obblighi di notifica.

I dubbi interpretativi sono peraltro oggi esacerbati dal bisogno di coordinamento con i recenti sviluppi normativi, e cioè con la disciplina introdotta, dapprima in via transitoria, dal 'Decreto Liquidità' ad aprile 2020, e poi trasposta (in parte) nel regime ordinario dal 'Decreto Ucraina', convertito in legge a maggio 2022, dovuti al progressivo ampliamento dell'ambito di applicazione della disciplina *golden power*, sia dal punto di vista oggettivo sia da quello soggettivo.

Restano inoltre da comprendere, in una prospettiva funzionale, il reale impatto delle recenti modifiche, che hanno ricompreso nel perimetro del con-

trollo nuove tipologie di operazioni, come gli investimenti *greenfield*, soprattutto in settori strategici, o l'affidamento di concessioni nei settori dell'energia, trasporti e comunicazioni.

Il presente elaborato è suddiviso nelle seguenti sezioni: la seconda sezione fornisce una descrizione generale dei riferimenti normativi rilevanti; nella terza sezione si passano in rassegna le tipologie di beni e attivi oggetto di garanzia rilevanti ai fini della normativa; la quarta sezione si concentra sul tema del pegno di partecipazioni societarie; nella quinta sezione si prendono in considerazione forme di garanzie atipiche; nella sesta sezione si trattano alcuni aspetti procedurali, come il momento in cui sorge l'obbligo di notifica¹ e l'individuazione del soggetto notificante; infine, nella settima sezione, si riportano alcune considerazioni conclusive.

2. Le disposizioni rilevanti per il controllo golden power su garanzie

Per esaminare l'applicabilità della disciplina del Decreto Legge n. 21 del 16 marzo 2012, convertito nella Legge n. 56 dell'11 maggio 2012, come successivamente modificato e integrato (nel proseguo "Decreto Golden Power") alla costituzione di garanzie, è anzitutto opportuno distinguere a seconda del settore interessato. La normativa prevede infatti obblighi di notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri per talune operazioni che rientrano (a) nei settori strategici civili per la salvaguardia di interessi pubblici (così come definiti da apposite norme attuative) e (b) nel settore della difesa e della sicurezza nazionale².

Con riferimento ai settori strategici civili (*scil.*, diversi dalla difesa e sicurezza nazionale), sono soggetti ad obbligo di notifica, ai sensi dell'art. 2, com-

1 Nonostante il tema sul momento in cui sorge l'obbligo di notifica sia trasversale e interdipendente ad altre questioni trattate nella prima parte dell'elaborato (e in particolare nella terza, quarta e quinta sezione), si è preferito comunque trattare il tema anche in autonoma sede, per ragioni sistematiche e di chiarezza espositiva.

2 In particolare, rilevano gli attivi rientranti nei (a) settori dell'energia, telecomunicazioni e trasporti, così come definiti dal D.P.C.M. n. 180 del 23 dicembre 2020, e (b) gli altri settori strategici ex art. 4 Regolamento UE 452/2019, così come anche dettagliati dal D.P.C.M. n. 179 del 18 dicembre 2020.

ma 2, del Decreto Golden Power, le delibere, atti o operazioni adottati da imprese che detengono attivi strategici aventi “*per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione, comprese [...] il trasferimento dell’azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l’assegnazione degli stessi a titolo di garanzia*”. Rileva altresì, ai presenti fini (in particolare, per il pegno su partecipazioni societarie – *infra*, § 4), la disposizione di cui all’art. 2, comma 5, del Decreto Golden Power, in base alla quale è soggetto a notifica “*l’acquisto a qualsiasi titolo da parte di un soggetto esterno all’Unione europea di partecipazioni in società che detengono gli attivi individuati come strategici [...], 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 [...]*”.

L’obbligo di notifica in caso di acquisto di partecipazioni societarie di controllo è stato esteso anche a imprese provenienti dall’UE, in seguito all’introduzione della disciplina emergenziale da parte dell’art. 15 del Decreto Legge dell’8 aprile 2020, n. 23, convertito con modificazioni dalla L. 5 giugno 2020, n. 40 (cd. ‘Decreto Liquidità’), la cui applicazione è stata prorogata dall’art. 17 del Decreto Legge del 30 dicembre 2021, n. 228, fino al 31 dicembre 2022. Secondo la prassi applicativa della Presidenza, il riferimento a imprese provenienti dall’UE è stato ritenuto applicabile anche agli acquirenti italiani, soprattutto al fine di evitare potenziali contrasti con le norme UE sulla libera circolazione dei capitali³. Ferma l’obbligatorietà della notifica, resta comunque

3 Cfr. R. MAGLIANO, *La Ricerca di Equilibrio tra Investimenti Esteri Diretti e Interventi Emergenziali a Tutela dell’interesse Strategico Nazionale: una Sfida per l’Unione Europea*, *Diritto del Commercio Internazionale*, 4, 2021, 1057 (“Per quanto il punto non sia espressamente regolato, allo stato si ritiene che il medesimo obbligo valga anche in caso di trasferimenti in favore di soggetti italiani, in analogia con l’orientamento applicativo già affermato per i settori delle comunicazioni, dell’energia e dei trasporti, ai sensi dell’art. 2, comma 1, del D.L. 21/2012. L’efficacia dell’acquisto può essere condizionata all’assunzione da parte dell’acquirente di impegni diretti a garantire la tutela dei predetti interessi e il Governo può opporsi all’acquisto, con tutte le conseguenze che ne derivano, anche quando il controllo ivi previsto sia esercitato da un’amministrazione pubblica di uno Stato membro dell’Unione europea. Cfr. altresì DPCM del 23 dicembre 2020, n. 180, Regolamento per l’individuazione degli attivi di rilevanza strategica nei settori dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni, a norma dell’articolo 2, comma 1, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56. (20G00200), in GU n. 322 del 30 dicembre 2020”). Il tema è stato sollevato anche da A. SANDULLI, *La Febbre del Golden Power*, *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, 3, 2022, 743.

la possibilità per la Presidenza di dichiarare l'inapplicabilità in casi specifici. Con l'art. 25 del Decreto Legge del 21 marzo 2022, n. 21 (cd. 'Decreto Ucraina' o 'Decreto Energia'), convertito con modificazioni dalla L. 20 maggio 2022, n. 51⁴, l'estensione soggettiva dell'obbligo di notifica in caso di acquisizioni societarie è stato trasposto nella disciplina ordinaria, limitatamente ad alcuni settori⁵ (con efficacia dal 1° gennaio 2023). Il Decreto Ucraina ha inoltre esplicitato l'applicazione della disciplina anche alle operazioni di acquisizione da parte di imprese italiane, limitatamente ai medesimi settori, nonostante, come detto, codificando la prassi consolidata della Presidenza. Il Decreto Liquidità aveva inoltre introdotto ulteriori obblighi di notifica per gli acquisti di partecipazioni da parte di soggetti extra-UE, qualora vengano superate determinate soglie di capitale sociale o diritti di voto (pari al pari al 10 per cento, se il valore complessivo dell'investimento è pari o superiore a un milione di euro, 15 per cento, 20 per cento, 25 per cento e 50 per cento). Anche questi obblighi sono stati riversati nella disciplina ordinaria ad opera del Decreto Ucraina.

Riguardo al settore della difesa e della sicurezza nazionale, in base alla previgente versione dell'art. 1, comma 1, lett. b) del Decreto Golden Power, erano soggette ad obbligo di notifica le delibere, atti e operazioni aventi ad oggetto *"le cessioni di diritti reali o di utilizzo relative a beni materiali o immateriali o l'assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego"*. A seguito delle integrazioni al Decreto Golden Power apportate dal Decreto Ucraina, la norma sugli obblighi di notifica applicabile alle garanzie nel settore della difesa e sicurezza nazionale è oggi pressoché identica a quella riportata per i settori civili. L'art. 24, lett. a) del Decreto Ucraina ha infatti integrato l'elenco delle operazioni notificabili *ex*

4 A seguito del Decreto Ucraina, è stato adottato il DPCM del 2 agosto 2022, recante un nuovo regolamento in materia di poteri speciali, che ha previsto, tra l'altro, misure di semplificazione, rafforzando le attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri. Per una più ampia disamina delle norme introdotte con il recente intervento legislativo, si veda F. Pre-nestini, *Golden power: una tela di Penelope?*, Rivista delle Società, 2-3, 2022, 667.

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

art. 1 lett. b) del Decreto Golden Power, menzionando espressamente anche *“l'assegnazione [di beni materiali e immateriali] a titolo di garanzia”*.

Prima dell'allineamento delle discipline sancito dal Decreto Ucraina, era sorto qualche dubbio in merito alla rilevanza delle garanzie in relazione ad operazioni nel settore della difesa e della sicurezza nazionale, riferendosi la previgente norma genericamente a *vincoli*, mentre l'art. 2 del Decreto Golden Power già parlava specificatamente di *garanzia*. Tale dubbio, già poco giustificato in un'ottica sistematica, è stato comunque spazzato via dall'intervento normativo, sicché nel prosieguo del presente scritto si farà principalmente riferimento alle disposizioni relative ai settori *ex art. 2* del Decreto Golden Power (salvo ove diversamente specificato), valendo *mutatis mutandis* le medesime considerazioni anche per il settore della difesa e sicurezza nazionale. Per quanto riguarda il pegno su partecipazioni in società attive nel settore della difesa e della sicurezza nazionale, l'art. 1, comma 1, lett. a) e c), Decreto Golden Power, in sostanziale analogia con la normativa nei settori civili, stabilisce un obbligo di notifica per l' *“acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica”*. Inoltre, secondo l'art. 1, comma 5, del Decreto Golden Power, rientrano nell'ambito della disciplina gli acquisiti di partecipazioni societarie che comportino il superamento di determinate soglie di capitale sociale (differenti a seconda che si tratti di società quotate o meno). Anche da questo punto di vista, dunque, le norme sulle garanzie nel settore della difesa e sicurezza nazionale possono essere esaminate unitamente a quelle degli altri settori.

3. L'oggetto delle garanzie su beni e attivi rilevanti ai fini golden power

Come visto, la costituzione di garanzie rileva sia nel settore della difesa e della sicurezza nazionale sia negli altri settori strategici in virtù dell'attuale formulazione del Decreto Golden Power.⁶

⁶ L'allineamento tra discipline è stato correttamente evidenziato anche da A. SANDULLI, *La Febbre del Golden Power*, 743.

Si ritengono tuttavia generalmente escluse da obblighi di notifica *golden power* le garanzie personali, in quanto non insistono su *beni materiali/immateriali* o *attivi*. Si tratta, per esempio, del caso in cui un'impresa che detiene attivi strategici conceda una fideiussione (per esempio, a favore di una sua controllata), cosicché tutto il patrimonio del fideiussore diviene garanzia generica per le obbligazioni assunte dal creditore garantito. In tale scenario, la vicenda fideiussoria potrebbe tutt'al più rilevare ai fini *golden power* in caso di eventuale escussione della fideiussione, e in particolare qualora questa comporti l'esecuzione forzata, con conseguente vendita degli attivi strategici, assoggettabile a notifica in quanto tale (al verificarsi, beninteso, di tutti gli altri requisiti rilevanti).

Il campo di applicazione della normativa *golden power* è quindi, in linea di principio, delimitabile alle garanzie reali, e in particolare a pegno e ipoteca, nonché ai contratti atipici con funzione di garanzia, come si dirà in seguito. Pare meno rilevante ai presenti fini il privilegio, non trattandosi di garanzia di fonte pattizia.

Un primo interrogativo da affrontare riguarda l'esatto oggetto della garanzia, posto che l'art. 2, comma 2, del Decreto Golden Power prevede la notifica per il trasferimento "*dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia*". Da un punto di vista puramente sintattico, il pronome *stessi* potrebbe riferirsi tanto a 'rami d'azienda' quanto a singoli 'attivi'⁷. Secondo l'opinione prevalente⁸, la norma si riferisce ai singoli beni

7 Si ricorda che ai sensi dell'art. 2555 c.c., "*l'azienda è il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*".

8 Cfr. V. DONATIVI, *Golden Power, profili di diritto societario*, Giappichelli, 2019, 202 ("*L'espressione "degli stessi" è chiaramente da riferire a "detti attivi", e, dunque, agli "attivi individuati ai sensi del comma 1 o 1-ter". La medesima espressione, per vero, potrebbe riferirsi anche ad aziende o rami d'azienda, ma nulla muterebbe, in quanto anche aziende e rami d'azienda verrebbero in considerazione a condizione che al loro interno siano ricompresi quegli attivi*").

Si veda anche la prassi decisionale della Presidenza: per esempio, la notifica Interconnector Energy Italia /Monita Interconnector, riguardante l'assegnazione in garanzia di attivi strategici per la realizzazione dell'infrastruttura di interconnessione Italia-Montenegro, ai fini del perfezionamento e dell'erogazione di un finanziamento finalizzato a consentire l'acquisizione del capitale sociale di Monita da parte di Interconnector Energy Italia. L'operazione di finanziamento trae origine dalla realizzazione, da parte della società Terna, di una infrastruttura di interconnessione energetica tra l'Italia e il Montenegro. In tale caso, con delibera del Consiglio dei mini-

strategici, quantomeno per tre ordini di ragioni. In primo luogo, deve prediligersi anche in questo caso una lettura sistematica, valorizzando quindi la simmetria con quanto previsto dall'art. 1 del Decreto Golden Power, il quale fa inequivocabilmente riferimento ai singoli *beni* dati in garanzia, e non a rami d'azienda. In secondo luogo, in chiave teleologica, è verosimile che il legislatore abbia voluto catturare le operazioni di costituzione di garanzie su attivi strategici, a prescindere dalla circostanza che questi siano parte di un più ampio compendio civilisticamente definibile come 'azienda'. D'altra parte, le vicende proprietarie o della disponibilità di tali beni potrebbero essere astrattamente sufficienti ad impattare sugli interessi pubblici tutelati dalla normativa *golden power*. In terzo luogo, il concetto di 'azienda' o 'ramo d'azienda', rilevante ai fini della disciplina *golden power*, potrebbe comunque doversi interpretare estensivamente e in chiave sostanzialistica⁹, nel senso che anche un singolo attivo (o un insieme di attivi) potrebbe di per sé configurare un ramo d'azienda. In altre parole, nel contesto della disciplina *golden power*, si potrebbe abbandonare la tradizionale categoria civilistica di ramo d'azienda, che verrebbe ad assumere una valenza autonoma, in coerenza con i fini ultimi dell'apparato normativo in cui è inserita. Pertanto, dal momento in cui il concetto di ramo d'azienda rilevante ai fini *golden power* acquisisce una duttilità tale da potersi identificare, in determinate circostanze, con il singolo attivo, il dubbio interpretativo poc'anzi sollevato finisce per perdere ogni rilevanza pratica.

Diversa questione riguarda la natura degli attivi che possono astrattamente comportare l'obbligo di notifica: gli articoli 1 e 2 del Decreto Golden Power sembrano infatti contenere disposizioni parzialmente divergenti su questo

stri 12 dicembre 2019, è stato disposto il non esercizio dei poteri speciali. Cfr. anche notifica Italgas Storage, riguardante un'operazione di cessione di un pacchetto di garanzie reali sui propri attivi strategici, nell'ambito di un'operazione di *project financing*, al fine di realizzare un impianto di stoccaggio di gas naturale nel giacimento sotterraneo di Cornegliano Laudense (LO), in cui, con delibera del 23 dicembre 2015, il Consiglio dei Ministri ha disposto il non esercizio dei poteri speciali.

⁹ Cfr. V. DONATIVI, *Golden power*, 194-195.

aspetto. L'art. 1 qualifica come strategica l'*attività* dell'impresa, sicché parrebbe notificabile anche la costituzione di garanzia su un bene, di per sé non strategico, detenuto da un'impresa attiva nel settore della difesa e della sicurezza nazionale. L'art. 2, invece, come menzionato sopra, fa specificatamente riferimento alle garanzie su *attivi strategici*. Quindi, nei settori strategici civili, seguendo la lettera della norma, l'obbligo di notifica dovrebbe dipendere esclusivamente dalla 'strategicità' del singolo *asset* (o dei singoli *asset*) oggetto di garanzia, con la conseguenza di limitare le fattispecie notificabili.

In senso opposto, non risultando precedenti rilevanti della Presidenza del Consiglio dei Ministri sulla questione in esame, si potrebbe prediligere un'interpretazione funzionale della norma, certamente più cautelativa. Secondo tale interpretazione, la costituzione di garanzie su *asset* di per sé non strategici ma appartenenti a un'impresa impegnata in attività strategiche potrebbe comunque rientrare nel perimetro *golden power ex art. 2*, quanto meno se le operazioni di cui la costituzione di garanzie consente la realizzazione possono incidere sul corretto funzionamento delle imprese stesse; vi è infatti, in tali casi, un interesse pubblico ad esaminare le operazioni, a prescindere dalle caratteristiche intrinseche degli attivi concessi in garanzia. Verrebbe così ad attenuarsi la differenza di trattamento tra i settori militari e civili, favorendo la coerenza complessiva del sistema di controllo e prevenendo peraltro possibili obiezioni di costituzionalità qualora una troppo marcata differenza di trattamento fosse ritenuta non giustificabile.

In sintesi, in base a un'interpretazione costituzionalmente orientata e al contempo rispettosa della lettera della norma, l'art. 2 del Decreto Golden Power potrebbe essere letto nel senso che vige un obbligo di notifica delle garanzie su attivi di per sé non strategici, qualora (i) l'attività dell'impresa titolare degli stessi sia qualificabile come strategica, alla luce delle fattispecie elencate nei decreti attuativi, e (ii) gli attivi oggetto di garanzia rivestano una particolare rilevanza per il corretto funzionamento del *business* dell'impresa debitrice (si pensi,

ad esempio, ad un bene immobile in cui l'impresa ha la propria sede produttiva o uffici, che, sebbene di per sé possa non essere strategico, in quanto astrattamente fungibile, potrebbe risultare, per la natura dell'attività, fondamentale per la prosecuzione dell'attività dell'impresa, oppure difficilmente sostituibile entro tempi ragionevoli).

4. Il pegno su partecipazioni in società attive in settori strategici o titolari di attivi strategici

Come visto, la disciplina *golden power* prevede un espresso riferimento a garanzie su beni e attivi strategici, mentre non menziona espressamente le garanzie su azioni o quote societarie. Tuttavia, in base a consolidata prassi applicativa e a numerosi contributi dottrinali¹⁰, si ritengono per lo più notificabili anche la costituzione di pegno su partecipazioni o strumenti finanziari rappresentativi del capitale di società titolari di attivi strategici, con le precisazioni e limitazioni riportate di seguito. Si nota sin d'ora che, dal punto di vista pratico, la questione d'individuare con sufficiente certezza il regime applicabile alle garanzie costituite su azioni si pone assai di frequente, soprattutto in molte operazioni di *project financing*.

Nell'affrontare questa spinosa questione è in primo luogo opportuno distinguere tra (i) il pegno su partecipazioni con diritti di voto trasferiti al creditore pignoratizio ex art. 2352 c.c. e (ii) il pegno su partecipazioni in cui i diritti di voto restano in capo al socio, in deroga a quanto previsto dalla menzionata disposizione codicistica.

Il primo scenario è pacificamente compreso nella sfera di applicazione dell'art. 2, comma 5, del Decreto Golden Power, in base al quale è configurabi-

10 Cfr. *ex multis*, nella prassi applicativa, delibera del Consiglio dei Ministri del 27 settembre 2018 nel procedimento riguardante la notifica della costituzione di garanzie su azioni di Open Fiber S.p.a. (descritta nel proseguito); in dottrina, A. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, Riv Soc., 2019, 760; V. Donativi, *Golden Power, profili di diritto societario*, 55; F. RIGANTI, *I Golden Powers Italiani Tra «Vecchie» Privatizzazioni e «Nuova» Disciplina Emergenziale*, Le Nuovi Leggi Civili Commentate, Cedam, 4/2020, 890.

le un obbligo di notifica in caso di acquisito *a qualsiasi titolo* di una partecipazione societaria che comporti un cambio di controllo. La norma non fa infatti riferimento soltanto a trasferimenti di proprietà delle partecipazioni in senso stretto, ma accoglie un'accezione sufficientemente ampia di trasferimento, tale da potervi ricondurre anche le garanzie¹¹. D'altra parte, in questo caso, il creditore pignoratizio, tramite la possibilità di esercitare il diritto di voto, assume poteri assimilabili a quelli di un socio e poco rileva che tale diritto sia effettivamente esercitato.

Nel presente scenario (cioè trasferimento dei diritti di voto al creditore pignoratizio), la notificabilità del pegno su partecipazioni si presenta in modo diverso in funzione delle azioni/quote oggetto di garanzia e del profilo soggettivo. Per esempio, qualora il pegno abbia ad oggetto un pacchetto di partecipazioni di maggioranza o totalitario (che comporta quindi un cambio di controllo), l'obbligo di notifica sorge qualora il creditore sia un soggetto esterno all'UE, e, in caso di imprese attive nei settori previsti dal Decreto Ucraina, anche se il creditore è un'impresa euro-unitaria. Invece, nel caso in cui il pegno - sempre nell'ipotesi di trasferimento dei diritti di voto al creditore pignoratizio -

11 F. RIGANTI, *I Golden Powers*, 890, 891 (“Sempre con riferimento al piano interpretativo, vi è poi da notare la scelta terminologica di utilizzare una locuzione estremamente estensiva – «acquisto a qualsiasi titolo» – alla quale, talvolta, è finanche preferito il termine a-tecnico, diverso ma in questo caso forse ritenuto sinonimo, di «acquisizione». Tale opzione stilistica comporta, come è ovvio, taluni problemi di natura ermeneutica che paiono doversi risolvere, nuovamente al fine di tutelare l'interesse superiore protetto dalla norma, nel senso di favorire «quelle soluzioni (...) che, nel dubbio, estendano, invece che restringere, il campo applicativo delle norme in questione, tutte le volte che la ratio legis giustifichi tale sforzo espansivo e non ricorrano ragioni che ostino a tale estensione (...)»). Estensione, quella che precede, comprensibile e condivisibile sotto un punto di vista teorico, ma di sicuro problematica a livello operativo in quanto comportante un indice di imprecisione della materia e un possibile (e non meglio circostanziabile) sconfinamento della disciplina in questione anche in dinamiche che alla stessa dovrebbero forse rimanere estranee. In ogni caso, ragionando con la mente protesa al fine che la legge intende realizzare, parrebbe dunque doversi affermare che la vicenda traslativa oggetto di interesse in materia golden powers debba pur sempre ricomprendere sia i trasferimenti della titolarità (onerosi o gratuiti, inter vivos o mortis causa), sia quelli effettuati a titolo di conferimento in natura in società per la sottoscrizione di nuove azioni o di apporto (sempre in natura) in conto capitale o a fondo perduto o a fronte della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi. Il tutto, passando attraverso ad altre ipotesi più (conversione di obbligazioni o strumenti finanziari in azioni od operazioni societarie straordinarie) o meno (raccolta di deleghe e diritti reali parziali di godimento) chiare, e facilmente operabili”). Cfr. anche, sull'ampiezza della nozione di acquisto di partecipazioni ai sensi del Decreto golden power, V. DONATIVI, *Golden Power, profili di diritto societario*, 55-56.

abbia ad oggetto una partecipazione di minoranza, inidonea di per sé a comportare un cambio di controllo (per esempio, la costituzione di pegno su azioni che costituiscono il 7% del capitale sociale di una S.p.A. che svolge attività strategicamente rilevanti), si potrebbe in astratto escludere un obbligo di notifica, in quanto il creditore pignoratizio non sarebbe comunque in grado di esercitare alcuna influenza dominante sulla società, tramite l'esercizio del diritto di voto: si tratterebbe dunque di una fattispecie assimilabile all'acquisto di una partecipazione di minoranza. Tuttavia, qualora il pegno sia costituito su partecipazioni di minoranza che superano le soglie di capitale sociale di cui all'art. 15 del Decreto Liquidità, poi riprese dal Decreto Ucraina, richiamate *supra* (i.e. 10%, 15%, 20%, 25% e 50%), e il creditore pignoratizio sia un soggetto extra-UE, si potrebbe ritenere configurabile un obbligo di notifica in via interpretativa. Ciò in quanto il creditore, grazie alle partecipazioni ricevute in pegno, acquisisce diritti di voto proporzionali alle partecipazioni, analogamente ad un socio.

Riguardo al secondo scenario (i.e. il pegno su partecipazioni in cui le parti decidono di lasciare i diritti di voto in capo al socio), più frequente del primo nelle operazioni di *project financing*, un'interpretazione aderente alla lettera della norma porterebbe a escludere un obbligo di notifica. Infatti, da una parte, il comma 2 dell'art. 2 del Decreto Golden Power fa riferimento a garanzie su *attività*, dall'altra, il comma 5 dell'art. 2 riguarda i trasferimenti di partecipazioni societarie che “*determinano l'insediamento stabile dell'acquirente*” nel governo della società, in particolare “*in ragione dell'assunzione del controllo*”. Sicché un trasferimento di partecipazioni a fini di garanzia che non comporti modifiche nell'assetto di controllo di una società strategica non dovrebbe a rigore rilevare in una prospettiva di controllo degli investimenti esteri. Secondo un'interpretazione letterale, dunque, si ritiene generalmente che il pegno su partecipazioni in cui i diritti di voto restano in capo al socio sia estraneo alla disciplina *golden power*, salvo che non siano previste pattuizioni che abbiano conseguenze sulla struttura pro-

prietaria dell'impresa¹². Si tratta inoltre di una lettura rispettosa del principio di legalità pacificamente applicabile ai poteri *golden power*, in linea con la recente giurisprudenza amministrativa¹³. Pertanto, come rilevato anche da altri autori, seguendo la *ratio* della norma, il pegno su partecipazioni dovrebbe avere rilevanza per il *golden power* solo qualora il creditore ottenga dei diritti di voto¹⁴.

Il pegno sarà *a fortiori* da ritenere irrilevante se concerne un pacchetto di partecipazioni di minoranza, a prescindere dal raggiungimento delle menzionate soglie di rilevanza (sia nel caso di creditori pignorati europei che extra-UE), atteso che non si verificherebbe alcuna modifica di *governance* nella società mutualitaria ritenuta rilevante dalla normativa *golden power*.

Nonostante quanto precede, deve prendersi atto della circostanza che la Presidenza del Consiglio dei Ministri non sempre esclude chiaramente l'applicabilità delle regole *golden power* ai pegni su azioni senza trasferimento dei diritti

12 Cfr. A. TRISCORNIA, *Golden power*, 761 (“Nei casi — che per un dato di comune esperienza rappresentano la normalità nelle operazioni di finanza strutturata — in cui il proprietario delle azioni conservi il diritto di voto sino a quando non si verifichi un inadempimento agli obblighi del finanziamento garantito dal pegno, non vi sarebbe invece ragione alcuna di equiparare la concessione del pegno ad una «acquisizione di una partecipazione nell'impresa» ai fini della normativa *golden power*. La convenzione contraria ex art. 2352 cod. civ. consente infatti di mantenere inalterato, almeno sino al verificarsi di un inadempimento da cui possa discendere il trasferimento del diritto di voto a beneficio del creditore pignorato, l'assetto di potere nella società, posto che, laddove le parti abbiano così pattuito, non solo il diritto di voto ma anche gli altri diritti amministrativi che competono alle azioni date a pegno permangono in capo al proprietario, senza che il creditore pignorato possa influire sul loro esercizio (se non, in taluni limitati casi, qualora, come di frequente accade nella prassi, l'atto di pegno preveda il necessario coinvolgimento del creditore pignorato su eventuali decisioni di assemblea straordinaria suscettibili di incidere sul valore della cosa data in pegno; ma, per l'appunto, in un'ottica di protezione del credito e non certo per volontà di influire sulla *governance* societaria)”).

13 Cfr. Sentenza del TAR Lazio n. 8742 del 24 luglio 2020; Sentenza del TAR Lazio n.4488 del 13 aprile 2022 (“Passando alle censure riguardanti l'assenza dei presupposti per applicare la disciplina del “*golden power*”, si rammenta che questa Sezione ha già avuto modo di chiarire che l'esercizio dei poteri speciali ex d.l. n.21/2012, ponendo delle limitazioni ai principi comunitari della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali, deve trovare la sua giustificazione nel perseguimento del fine legislativo di consentire l'intervento statale qualora l'operazione societaria possa compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale, avuto riguardo all'incidenza su beni considerati di rilevanza strategica; per tale motivo, è escluso che l'esercizio dei poteri possa riguardare operazioni diverse da quelle previste dalla legge ovvero asset non individuati tra quelli “strategici”). Per un breve commento della sentenza, si veda M. CLARICH, G. MARRA, *Golden power: il Giudice conferma il potere dello Stato*, 27 Aprile 2022, <https://www.diritto-bancario.it/art/golden-power-il-giudice-conferma-il-potere-dello-stato/>.

14 Cfr. A. TRISCORNIA, *Golden power*, 760-761 (“In una lettura della norma coerente con la *ratio legis* il pegno dovrebbe infatti rilevare, ai fini della notifica e, conseguentemente, dell'attivazione dei poteri speciali, soltanto nel caso in cui il creditore pignorato disponesse del diritto di voto (come prevede di default l'articolo 2352 cod. civ., che tuttavia legittima la scelta opposta per convenzione *inter partes*) [...]).

di voto per carenza del requisito funzionale (*scil.*, per la tipologia stessa dell'operazione), come sarebbe invece logico. Un esempio, non isolato, è dato dal procedimento riguardante la notifica della costituzione di garanzie reali su azioni proprie di Open Fiber S.p.a.: nel contesto dell'incremento di linee capitale di alcuni finanziamenti, con delibera del 27 settembre 2018, il Consiglio dei Ministri ha disposto il non esercizio dei poteri speciali (e non l'inapplicabilità della normativa), raccomandando alla società ed ai suoi soci la notifica preventiva dell'eventuale escussione delle garanzie¹⁵, con ciò naturalmente avvalorando l'ipotesi che anche la costituzione, e non solo l'escussione, del pegno sia un'operazione soggetta a controllo.

In assenza di una motivazione dettagliata del provvedimento, non è possibile stabilire se si sia trattato di una soluzione realmente meditata. Ragionando in astratto, non è certo agevole per l'interprete individuare l'appiglio normativo che può aver indotto la Presidenza del Consiglio dei Ministri a prediligere questa soluzione. Si può forse ipotizzare che la Presidenza abbia voluto argomentare in via analogica, ritenendo che vi sia un interesse pubblico al controllo delle garanzie su partecipazioni come avviene per le garanzie su *asset*, espressamente ricomprese nel perimetro della normativa, dato che anche in questo secondo caso non necessariamente il controllo o la disponibilità del bene strategico in questione vengono trasferite al creditore pignoratizio. Si tratterebbe d'altra parte, nei fatti, più di un'informativa alla Presidenza che di una vera e propria notifica per l'ottenimento di un'autorizzazione, atteso che, anche a prescindere dall'identità del creditore, si fatica a comprendere quali sarebbero i potenziali pregiudizi a interessi pubblici, a meno che la garanzia preveda meccanismi automatici di assegnazione delle partecipazioni al creditore, al ricorrere di determinate condizioni (su questo punto si veda *infra* § 6).

15 Cfr. Relazione al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali per l'anno 2018. Il procedimento relativo alla notifica riguardante l'escussione della garanzia si è concluso con il provvedimento del 10 dicembre 2020, di non esercizio dei poteri speciali. Cfr. anche V. DONATIVI, *Golden Power, Profili di diritto societario*, 56.

Osserviamo infine che, se dovesse consolidarsi una prassi applicativa favorevole alla notifica della costituzione del pegno su azioni, si tratterebbe di una soluzione in controtendenza rispetto a quanto accade in altri ordinamenti europei dotati di una normativa sul controllo degli investimenti stranieri e forse di un *unicum* nel panorama euro-unitario. In molti Stati membri, infatti, gli obblighi di notifica dipendono sostanzialmente dal cambio di controllo su una società strategica, a prescindere dal modo con il quale si giunge a tale risultato; anche il pegno di partecipazioni societarie rileva, quindi, solo qualora comporti una modifica nella struttura di controllo. Norme sostanzialmente simili vigono negli Stati Uniti (sulle quali si veda *infra* § 6) o nel Regno Unito. In tutti questi ordinamenti, se una garanzia non ha effetti sui diritti di voto o sulla nomina degli amministratori di una società che detiene attivi strategici, non si ritiene necessario assoggettarla al controllo dell'autorità investita dei poteri di *screening* degli investimenti.

5. Altre tipologie di garanzie rilevanti secondo la disciplina golden power

Il termine 'garanzia' utilizzato dall'art. 1 e 2 del Decreto Golden Power è privo di specificazioni e quindi ampio. Esso sembra pertanto ricomprendere anche forme di garanzie atipiche¹⁶.

Si pensi, innanzitutto, ad accordi negoziali con funzione di garanzia, che potrebbero non configurare un diritto reale in capo al creditore. In questi casi, due opzioni interpretative sembrano plausibili: (a) secondo un'interpretazione fedele alla lettera della norma, che non distingue tra tipologie di garanzie, le garanzie atipiche su attivi strategici sono sempre e comunque notificabili; (b) se-

16 Cfr. V. DONATIVI, *Golden Power, profili di diritto societario*, 204 (“[...] Nessuna difficoltà invece pone l'espressione “a titolo di garanzia”, da intendere come comprensiva non solo del pegno, ma anche di qualsivoglia ipotesi di negozio e di “assegnazione” che svolgano, formalmente o sostanzialmente, una qualche funzione di garanzia, incluse quindi le ipotesi di garanzie atipiche, patto marciano, e così via”). Per il previgente testo dell'art. 1, sembrava valere, a maggior ragione, il medesimo ragionamento, in quanto la norma parlava genericamente di ‘vincoli’.

condo un'interpretazione più pragmatica e ispirata alla *ratio legis* della norma, le garanzie atipiche sono notificabili solo se comportano un vincolo in concreto nell'utilizzo o nella disponibilità di beni strategici. In questo senso, alcuni autori che propendono per la seconda soluzione ritengono che il discrimine tra operazioni rilevanti e non sia dato dall'esistenza di eventuali condizionamenti che il creditore possa imporre nell'utilizzo dei beni, ad esempio per salvaguardare il valore di determinati attivi presenti nel patrimonio del debitore¹⁷. Solo in tali casi, gli accordi con funzioni di garanzia sarebbero da sottoporre al controllo delle autorità preposte.

Un'altra ipotesi atipica riguarda forme di garanzie che, sebbene non insistano su beni *strictu sensu*, possono comunque avere ricadute potenziali sulle attività di un'impresa strategica. Si pensi, per esempio, al pegno su conti correnti, fattispecie peraltro ricorrente nelle operazioni di finanza strutturata e che si ha tendenza a considerare irrilevante per la normativa Golden Power. Si può sollevare però il dubbio, anche alla luce della prassi decisionale della Presidenza, che si debba intendere il termine 'attivi' in senso molto ampio, come illustrato *supra* (sub § 3), comprensivo anche di determinati rapporti giuridici, come il conto corrente¹⁸, qualora questi siano necessari all'ordinario esercizio dell'attività. Non v'è dubbio, infatti, che la possibilità per il creditore pignoratorio di disporre del conto corrente potrebbe avere gravi conseguenze sull'operatività dell'impresa.

17 Cfr. V. DONATIVI, *Golden Power, profili di diritto societario*, 211, secondo il quale “Anche l'espressione “l'assunzione di vincoli che ne condizionano l'impiego” è da intendere in senso ampio, come comprensiva sia del diritto di pegno (che peraltro sarebbe già compreso nei “diritti reali”), sia di qualunque altra tipologia contrattuale che rechi con sé dei vincoli per i quali l'impresa subisca dei condizionamenti nell'utilizzo di quei beni o, ancora, di qualunque clausola di pari portata inserita in contratti pur aventi causa o oggetto diversi (come potrebbe accadere nel caso di una pattuizione inserita in un contratto di finanziamento complesso, nel quale le banche finanziatrici impongano vincoli a garanzia della conservazione del valore di quei beni, sul presupposto che gli stessi siano parte sostanziale della garanzia patrimoniale del soggetto destinatario del finanziamento)”.

18 Si ricorda che, ai sensi dell'art. 1823 c.c., il conto corrente è un “contratto col quale le parti si obbligano ad annotare in un conto i crediti derivanti da reciproche rimesse, considerandoli inesigibili e indisponibili fino alla chiusura del conto. Il saldo del conto è esigibile alla scadenza stabilita. Se non è richiesto il pagamento, il saldo si considera quale prima rimessa di un nuovo conto e il contratto s'intende rinnovato a tempo indeterminato”.

Analogamente, potrebbe rilevare anche la stipula di contratti di cessione di crediti in garanzia, in quanto il blocco di determinate linee di credito può avere conseguenze significative sulla prosecuzione delle attività. Per esempio, un'impresa concessionaria di un servizio pubblico potrebbe essere fortemente dipendente, dal punto di vista finanziario, dal gettito proveniente dallo Stato, sicché la concessione del relativo credito in garanzia potrebbe condizionarne la stabilità.

Non si deve nascondere tuttavia che tali esercizi ermeneutici, se da un lato possono essere giustificati in un'ottica cautelativa, dall'altro rischiano di collidere con il principio di legalità. Secondo un orientamento giurisprudenziale, infatti, “è escluso che l'esercizio dei poteri possa riguardare operazioni diverse da quelle previste dalla legge”¹⁹. Pare infatti che l'estensione dell'obbligo di notifica a pegno su conto correnti o cessioni di crediti in garanzia non sia frutto di un'interpretazione estensiva, ma piuttosto di un'analogia *juris*, in quanto non consiste nella mera estensione del significato delle parole della norma oltre l'uso cui sono normalmente destinate, ma di fatto comporta l'applicazione della disciplina *golden power* a un caso non espressamente regolato, sulla base del riscontro di aspetti comuni alle fattispecie previste dalla normativa.

Si deve anche sottolineare che, in pratica, solo raramente la questione teorica sopra discussa è davvero rilevante perché nella maggior parte delle operazioni di finanza strutturata le garanzie sono numerose e tra loro collegate. Pertanto, l'esistenza di un obbligo di notifica per una sola di esse finisce per assorbire eventuali questioni sulla notificabilità delle altre garanzie, sicché il contratto di garanzia viene correttamente sottoposto al vaglio alla Presidenza nel suo insieme, in ossequio al principio di piena trasparenza nei confronti delle autorità.

6. Aspetti procedurali: il momento in cui sorge l'obbligo di notifica golden power e il soggetto notificante

19 Cfr. Sentenza del TAR Lazio n. 4488 del 13 aprile 2022.

Una volta stabilito che una garanzia rientra nel novero delle operazioni notificabili, si pone il problema di determinare l'evento che fa scattare l'obbligo di notifica e quindi il momento in cui procedere all'adempimento: se sin dalla costituzione della garanzia o addirittura della firma del contratto che la prevede, oppure solo al momento e nell'eventualità dell'escussione.

In base all'interpretazione ampiamente prevalente, si considera rilevante il momento della costituzione della garanzia, concetto molto più vicino alla lettera della norma, che parla di *assegnazione* di beni in garanzia. Ritenerne, al contrario, che l'*assunzione di vincoli* e l'*assegnazione* di beni in garanzia sia notificabile solo al momento dell'eventuale escussione (*rectius* vendita/assegnazione) significherebbe notificarla in circostanze nelle quali potrebbe essere già previsto uno specifico e distinto obbligo di notifica (per esempio, trasferimento di ramo d'azienda), finendo per svuotare di significato concreto la norma sulle garanzie. Naturalmente, quando la costituzione della garanzia non è notificabile per ragioni funzionali (ad esempio, nella maggior parte dei casi di pegno su azioni, come sopra discusso), nulla impedisce che si debba separatamente valutare la necessità di una notifica al momento dell'eventuale escussione. Quest'ultima, infatti, va sempre valutata nel momento in cui si verifica, per stabilire se i criteri che fanno scattare l'obbligo di notifica siano soddisfatti in quel momento, alla luce delle conseguenze dell'escussione sull'attivo o sull'attività strategica, della nazionalità del creditore e di tutte le altre circostanze rilevanti.

L'impostazione qui suggerita è da preferirsi, per le ragioni sistematiche appena illustrate, a un'interpretazione in chiave sostanzialistica secondo la quale rileverebbe, ai fini *golden power*, soltanto l'eventuale escussione, momento in cui si realizza la modifica della proprietà, titolarità o disponibilità dei beni oggetto di garanzia, perché la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha interesse ad esercitare il controllo solo su operazioni che comportano qualche forma di cambiamento negli assetti proprietari, o quantomeno nella sfera di influenza concreta di attività strategiche. Questa interpretazione finisce per confondere la defini-

zione della sfera di applicabilità della normativa e la rilevanza dell'operazione ai fini dell'eventuale esercizio dei poteri speciali: questioni da tenere scrupolosamente distinte in tutti i casi in cui la normativa sottoponga determinate iniziative delle imprese nella loro autonomia contrattuale al nulla osta della pubblica autorità.

Nella prassi, come accennato, si è anche posta la questione della notificabilità del contratto che prevede le garanzie, in una fase dunque anteriore alla loro costituzione. Le parti potrebbero infatti avere interesse ad ottenere una pronuncia dell'autorità già prima di costituire la garanzia, in modo che questa acquisti efficacia *ex nunc*, evitando di doverla assoggettare a condizione sospensiva legata all'ottenimento dell'autorizzazione *golden power* (sui termini della notifica e delle sue conseguenze sul piano civilistico, si veda *infra* al termine di questa sezione). La notifica dell'accordo, benché non si ritenga un atto dovuto (la notifica della successiva costituzione non sarebbe quindi in nessun caso da considerare tardiva) sembra poter rientrare nella summenzionata ampia formulazione della norma, sicché, qualora sussistano gli altri requisiti sul piano oggettivo e soggettivo, la Presidenza potrebbe effettivamente valutare la fattispecie nel merito già al momento della firma dell'accordo, anziché limitarsi ad adottare un provvedimento d'inapplicabilità.

Nel caso di pegno su partecipazioni societarie con diritti di voto in capo al socio, come ampiamente illustrato *supra* (§ 4), l'obbligo di notifica non sorge al momento della costituzione, facendo difetto il requisito funzionale, ma solo con l'eventuale escussione della garanzia (*i.e.*, al momento del passaggio dei diritti amministrativi in capo a quest'ultimo). D'altra parte, quando sorge la garanzia, è ancora incerto il requisito soggettivo dato che l'escussione del pegno comporta in ultima istanza la vendita esecutiva delle partecipazioni a terzi. Al momento della costituzione della garanzia l'identità dell'avente causa non è quindi nota, mentre quella del creditore pignoratizio è nota ma di fatto irrilevante. D'altra parte, secondo l'art. 505 del codice di procedura civile, l'assegna-

zione del bene al creditore può essere effettuata solo in casi particolari su richiesta di quest'ultimo (diverso il caso in cui sia prevista pattiziamente, come si dirà a breve).

Come rilevato da alcuni autori, la soluzione indicata è sostanzialmente analoga alla consolidata prassi d'oltreoceano, dove si ritengono le operazioni di finanziamento generalmente escluse dall'applicazione della disciplina del *Committee on Foreign Investment in the United States* (cd. 'CFIUS'), a meno che l'operatore straniero acquisisca diritti di *governance* nella società debitrice, come, ad esempio, il diritto di nominare degli amministratori o la facoltà di esercitare diritti patrimoniali o amministrativi nella società²⁰.

Tuttavia, poiché, in riferimento a questa tematica non è rinvenibile un orientamento decisionale univoco da parte della Presidenza, nella prassi degli affari alcuni operatori internazionali, pur in assenza di un obbligo *strictu iure*, preferiscono anticipare la notifica al momento della costituzione del pegno su azioni, seguendo un approccio cautelativo. In tal caso il creditore, solitamente tramite una notifica prudenziale con cui rileva l'inapplicabilità della normativa, mira a tutelare la propria posizione, neutralizzando il rischio d'inefficacia della garanzia ai sensi dell'art. 2, comma 4, del Decreto Golden Power. Anche per

20 Cfr. A. TRISCORNIA, *Golden Power*, 761, in base al quale "Egualemente, i meccanismi di escussione del pegno, per come disegnati dal codice civile, assicurano che, anche laddove il creditore pignoratizio volesse chiedere l'assegnazione della cosa data in pegno, non vi sarebbe comunque alcun automatismo, sicché ben si potrebbe procedere alla notifica ai sensi del Decreto Golden Power solo nel momento in cui si verificasse, ad esito dell'escussione, il trasferimento della proprietà (al creditore pignoratizio in caso di assegnazione, ma parimenti nell'ipotesi di escussione con cessione a terzi). Soluzione questa che, ad esempio, è espressamente accolta nella disciplina USA, secondo una linea interpretativa che mi pare esportabile tel quel anche nel nostro ordinamento: «a lending transaction generally is exempt from CFIUS review because it is not considered a transaction except where the foreign person acquires economic or governance rights in the U.S. business characteristic of an equity investment, but not a loan. Absent such a finding, typical loan covenants giving the lender negative rights over certain decisions of the borrower do not implicate CFIUS jurisdiction. However, a loan or other financing arrangement whereby the lender acquires an interest in profits, a right to appoint directors or other financial or governance rights characteristic of equity investments may constitute a covered transaction potentially subject to review. Furthermore, a secured lending transaction may create a notifiable acquisition if the lender forecloses on collateral. The acquisition of collateral may only be notified for review when default is imminent, not at the time of the initial secured loan »".

questa ragione, un intervento normativo appare auspicabile per garantire una maggior certezza giuridica agli investitori (sul punto, *infra*, § 7).

Parzialmente diverso è il caso in cui gli accordi contrattuali prevedano *ab origine* che l'escussione della garanzia avvenga tramite l'assegnazione della partecipazione societaria al creditore (sempre nello scenario in cui i diritti di voto restino in capo al socio). In questo caso, come menzionato *supra* (§ 4), l'anticipazione della notifica al momento della costituzione potrebbe essere giustificabile, quantomeno da un punto di vista pratico, atteso che l'identità dell'eventuale avente causa è già nota, come anche le condizioni che comporterebbero il passaggio dei diritti di proprietà sulle partecipazioni oggetto di garanzia.

Va anche precisato che, nella prassi degli affari, accade frequentemente che la titolarità delle garanzie, anche reali, sia trasferita in caso di rifinanziamento, ristrutturazione del credito, cartolarizzazione ecc.. Essendoci in questi casi una modifica soggettiva nel rapporto di garanzia, si ritiene che, dal punto di vista della normativa *golden power*, tali vicende siano equiparabili alla costituzione di una nuova garanzia, sicché vale *mutatis mutandis* quanto illustrato sinora in merito alle differenti tipologie di garanzie. Quindi, per esempio, se nel contesto di un'operazione di ristrutturazione del credito è previsto il trasferimento del pegno su un asset strategico (a maggior ragione se in favore di un istituto di credito extra-UE), sarà necessaria l'autorizzazione *golden power*.

Un altro tema spesso dibattuto è se, nei casi in cui la notifica sia anticipata al momento della costituzione della garanzia, per scelta delle parti oppure perché si ricade in una delle situazioni in cui i requisiti funzionale e soggettivo sono soddisfatti, l'eventuale successiva escussione della garanzia sia a sua volta sempre soggetta a notifica. La domanda non è retorica perché di fatto una nuova notifica potrebbe in teoria non essere necessaria qualora tutti gli elementi rilevanti siano già precisamente individuati nella notifica relativa alla costituzione della garanzia, salvo ovviamente che l'escussione, come sopra esposto, non comporti modifiche riguardanti gli attivi o la governance delle attività strategi-

che che di per sé ricadano in un'altra previsione della normativa *golden power*. È senz'altro vero che, nella generalità dei casi, la notifica sarà dovuta, quanto meno perché anche la semplice distanza temporale dalla prima comunicazione può aver comportato un cambiamento di circostanze che spetta all'autorità valutare. Si tratta comunque di una valutazione da effettuare caso per caso, alla luce delle informazioni già trasmesse con la prima notifica e del tempo intercorso. In effetti, se la garanzia prevede l'assegnazione dei beni/partecipazioni al medesimo creditore ed è effettuata a breve distanza dalla costituzione, di modo che le circostanze fattuali rilevanti per lo scrutinio delle autorità sono presumibilmente rimaste invariate, non si può escludere che la Presidenza, interrogata in sede di pre-notifica, possa escludere la necessità di una seconda valutazione.

Per quanto concerne l'individuazione del soggetto responsabile della notifica, gli artt. 1 e 2 del Decreto Golden Power considerano le garanzie su attivi come parte della più ampia categoria degli atti endo-societari. Ne consegue che l'obbligo di notifica ricade generalmente sull'impresa titolare degli attivi strategici (i.e. il debitore garantito). Tuttavia, nella pratica, le parti potrebbero avere interesse a presentare una notifica congiunta, considerata la tendenziale coincidenza d'intenti tra l'impresa e i finanziatori, e che il rispetto della disciplina *golden power* è previsto a pena di nullità dell'atto²¹.

Per quanto riguarda i pegni su partecipazioni societarie, nel vigore della previgente disciplina si riteneva che la notifica spettasse al creditore pignoratizio, nella veste di acquirente delle partecipazioni ex art. 2, comma 5, del Decreto Golden Power (fermo che, in caso di pegno con diritti di voto in capo al socio, potrebbero esserci dubbi sulla disposizione rilevante, come spiegato in precedenza). A seguito tuttavia delle modifiche introdotte dal Decreto Ucraina, in caso di operazioni su partecipazioni societarie la notifica è presentata

21 Si vedano l'art. 1, comma 4, e l'art. 2, comma 4, del Decreto Golden Power (entrambi recitano: "Le delibere o gli atti adottati in violazione del presente comma sono nulli").

dall'acquirente (*rectius*, creditore) “*ove possibile congiuntamente alla società le cui partecipazioni sono oggetto dell'acquisto*”²².

Infine, relativamente al termine entro cui procedere all'adempimento, ove dovuto, la legge prevede che la notifica debba essere depositata entro “*dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei Ministri*”²³. La formulazione della norma è ambigua e non coordinata con il termine per l'esercizio dei poteri, considerato che l'atto di garanzia è inefficace e non può essere eseguito prima dell'adozione del provvedimento²⁴. In pratica, come detto *supra*, le parti potrebbero notificare la garanzia in anticipo, prima della sua entrata in vigore (tipicamente al momento della stipula del contratto che prevede la garanzia), in modo da ottenere l'autorizzazione entro la data prevista per la firma dell'atto. Alternativamente, il mancato coordinamento normativo potrebbe essere superato con soluzioni negoziali: le parti potrebbero notificare la costituzione della garanzia anche dopo la firma (purché entro dieci giorni), prevedendo una condizione sospensiva nel contratto legata all'ottenimento del provvedimento autorizzatorio.

7. Considerazioni conclusive

Considerata la laconicità delle disposizioni *golden power* dedicate alle garanzie e la prassi ancora limitata e di certo non univoca, l'applicazione della disciplina richiede una valutazione particolarmente attenta da parte degli interpreti nell'ambito in esame. La delicatezza del compito interpretativo è accentuata dall'ampliamento della sfera di applicazione della normativa, dal punto di vista oggettivo, soggettivo e funzionale, a seguito dell'introduzione del regime

22 Cfr. art. 24, lett. c) del Decreto Ucraina. Inoltre, in base alla medesima norma, “*nei casi in cui la notifica non sia effettuata congiuntamente da tutte le parti dell'operazione indicate al primo e al secondo periodo, la società notificante trasmette, contestualmente alla notifica una informativa, contenente gli elementi essenziali dell'operazione e della stessa notifica, alla società le cui partecipazioni sono oggetto dell'acquisto, al fine di consentirne la partecipazione al procedimento, fornendo prova della relativa ricezione*”.

23 Cfr. art. 2, comma 2 del Decreto Golden Power.

24 Cfr. art. 2, comma 4 del Decreto Golden Power (“*Fino alla notifica e comunque fino al decorso dei termini previsti dal presente comma è sospesa l'efficacia della delibera, dell'atto o dell'operazione rilevante*”).

emergenziale, poi prorogato e infine reso (parzialmente) definitivo. Di fatto, come noto, ciò ha comportato, nel corso degli ultimi anni, una crescita esponenziale del numero di operazioni notificate²⁵.

Sotto il profilo della politica del diritto, sembra auspicabile un intervento normativo per garantire maggiore chiarezza riguardo a fattispecie di grande rilievo per le operazioni societarie. Si tratta in particolare d'individuare univocamente il perimetro delle garanzie soggette a notifica, soprattutto riguardo alla fattispecie del pegno su partecipazioni societarie. Un intervento normativo dovrebbe comunque essere accompagnato dallo sviluppo di una prassi decisionale rilevante (e pubblicamente disponibile), anche se questo dipenderà in gran parte dalla tipologia di operazioni che saranno sottoposte alla Presidenza.

Non è certo questa la prima volta che si solleva l'esigenza di maggior certezza giuridica riguardo alla definizione degli obblighi di notifica *golden power*, anche con valenza più generale rispetto alla costituzione di garanzie²⁶. Infatti, a

25 Per esempio, in base alla relazione al parlamento sull'esercizio dei poteri speciali nel 2020, il numero di notifiche *golden power* è passato da 83 nel 2019 a 342 nel 2020. Si tratta peraltro di una tendenza a livello globale, come testimoniato anche dall'ultimo report annuale sull'applicazione delle norme CFIUS, recentemente pubblicato dal Congresso americano, in base al quale ben 436 operazioni sono state oggetto di scrutinio nel 2021.

26 Cfr., per esempio, A. GEMMI, *La golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento*, P.A. Persona e Amministrazione, 1/2020, 406 ("Sempre con riguardo all'obbligo di notifica, sembra invece meno complesso e certamente più esigibile garantire la certezza delle fattispecie di notifica, sia con riguardo alle operazioni soggette a tale adempimento procedurale che con riguardo agli asset che rientrano nella Golden power. Militano in questo senso due ordini di considerazioni. Innanzitutto, la certezza giuridica sugli adempimenti degli operatori non attiene al bilanciamento già trattato, ma costituisce una imprescindibile garanzia di tutela del mercato e degli operatori così come della correttezza dell'azione amministrativa. In secondo luogo, la grave sanzione amministrativa posta a tutela degli obblighi di notifica comporta l'applicazione dell'art. 1, comma 2, della legge 689/1981, e quindi del principio di tassatività della fattispecie sanzionata"). Più specificatamente, sull'incertezza giuridica rilevabile nel settore bancario, cfr. F. RIGANTI, *Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal governo delle banche al governo nelle banche?*, Banca Impresa Società, Fascicolo 1, 2022, 112 ("Le previsioni in parola sono chiare nel delimitare al massimo la possibile «intrusione» di soggetti stranieri, anche europei, nel perimetro nazionale. Le stesse, tuttavia, presentano un certo grado di incertezza, in quanto si servono di un linguaggio spesso a-tecnico capace di implicare notevoli perplessità operative, a loro volta idonee ad aprire le porte ad un utilizzo eccessivo e smodato della «notifica». In altri termini, e in chiave d'esempio generale, sia il ricorso frettoloso a vocaboli quali «partecipazione» senza altra precisazione, sia l'utilizzo generico di riferimenti normativi esistenti senza alcuna delimitazione (in tema di controllo, si noti, vi è un rinvio onnicomprensivo all'art. 2359 cod. civ. e al t.u.f.), conducono ad una molteplicità di questioni ermeneutiche (ad es.: cosa si intenda con tali termini ai fini dell'obbligo di notifica), di non facile soluzione. Anzi, impongono all'interprete un notevole sforzo ricostruttivo della materia e un'attenta analisi volta a comprendere se – ad esempio per quanto attiene al

differenza del controllo sul merito, in cui pare inevitabile che le autorità pubbliche mantengano un certo margine di discrezionalità, la valutazione inerente all'esistenza di un obbligo di notifica dovrebbe ancorarsi quanto più possibile a requisiti oggettivi. Si tratta, ragionando per analogia, di un principio oramai consolidato nell'ordinamento euro-unitario riguardo ai criteri volti a stabilire la competenza della Commissione europea per il controllo delle operazioni di concentrazione, disciplina certamente più matura, ma con forti similitudini con il controllo degli investimenti stranieri²⁷.

L'importanza di stabilire criteri oggettivi per determinare il perimetro applicativo della disciplina pare altresì imporsi come corollario del principio di legalità, posto che, secondo consolidata giurisprudenza, la *amplissima* discrezionalità tipica dell'atto di alta amministrazione caratterizza il controllo sul merito, cioè la scelta sull'esercizio dei poteri *golden power*, mentre resta ferma, a monte, *“la necessità di una rigorosa istruttoria ai fini della verifica della presenza di beni strategici e*

primo concetto (partecipazione) – questo ricomprenda o meno ipotesi «limite» quali gli «strumenti finanziari partecipativi», nonché obbligazioni o altri strumenti finanziari convertibili in azioni, warrants e/o altri simili meccanismi. Questioni che, come chi scrive ha avuto modo di sottolineare in precedenza, nell'intento della norma (ma non certo nell'interesse degli operatori) dovrebbero forse essere risolte ricomprendendo nell'ambito di operatività della stessa tutto il possibile e l'immaginabile”). Si veda anche, A. SACCO GINEVRI, *Il golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, *Giurisprudenza Commerciale*, 2, 2021, 282, secondo il quale il ruolo dello Stato dovrebbe tornare *“ad essere coerente con i principi di un'economia aperta e integrata, in cui il rapporto fra pubblico e privato si esprimerebbe “in una visione d'impresa”, evitando che un ricorso eccessivo, anche solo ipotetico, ai golden powers — protratto oltre l'emergenza in corso — possa determinare un digiuno di capitali pericoloso per l'intero sistema produttivo. Tale situazione, infatti, finirebbe per trasformare il nostro Stato in un moderno Re Mida, che a forza di convertire in oro tutto ciò che toccava non riusciva più a sfamarsi, in quanto tutti i cibi con cui entrava in contatto si tramutavano istantaneamente nel prezioso ma indigesto metallo”*. Cfr., infine, G. MARRA, *L'assetto dei poteri speciali per il controllo degli investimenti dal 1994 al d.l. liquidità n. 23/2020*, *Giurisprudenza Commerciale*, 2, 2021, 312 (*“Sulla scorta delle considerazioni che precedono, si può ritenere che quanto la disciplina nazionale dei poteri speciali ha guadagnato in termini di struttura, tanto ha forse perso in termini di linearità con implicazioni generali di disincentivo per gli investitori esteri. Nella logica del diritto europeo, mentre si può dire che l'attuale quadro normativo dei poteri speciali nazionali ha raggiunto la compatibilità con il diritto dell'Unione, nella misura in cui non lede le libertà dei Trattati, alcune perplessità sorgono sui concetti di “chiarezza” e “certezza giuridica” necessari all'esercizio delle libertà stesse quali requisiti che concorrono agli obiettivi del mercato indicati nella direttiva servizi 2006/123/CE”*).

²⁷ Per esempio, nel controllo delle concentrazioni antitrust, i criteri principali per stabilire l'esistenza di un obbligo di notifica sono basati sul valore dei fatturati delle imprese interessate, così come riportati nelle più recenti scritture contabili disponibili. Cfr. Sentenza del Tribunale dell'Unione Europea del 14 luglio 2006, T-417/05, *Endesa c. Commissione*, paragrafo 180.

di operazioni riconducibili a quelle individuate dalla legge²⁸. Dunque, quanto più i contorni delle fattispecie notificabili sono nitidi, tanto minore sarà l'incertezza giuridica, e i relativi rischi d'invalidità degli atti collegati.

Va anche detto che le recenti modifiche normative introdotte con il Decreto Ucraina, e in particolare l'allineamento tra l'art. 1 e l'art. 2 in materia di garanzie, sembrano andare nella giusta direzione di creare una disciplina più armonica e sistematica; l'ambito così coperto resta tuttavia circoscritto rispetto alla tematica qui discussa.

In ottica di una maggior certezza giuridica e a scopi deflattivi delle notifiche cautelative, l'art. 26 del Decreto Ucraina, così come attuato dal DPCM del 2 agosto 2022, ha altresì introdotto una fase di pre-notifica²⁹, che dovrebbe offrire alle parti di un'operazione la possibilità di rivolgersi al gruppo di coordinamento istituito presso la Presidenza per richiedere chiarimenti preliminari in merito all'applicabilità della normativa *golden power*. Tale procedura potrebbe consentire di ottenere importanti indicazioni anche in riferimento ai dubbi interpretativi sulle garanzie illustrati nel presente articolo. Tuttavia, resterà probabilmente aperta la questione della mancanza di pubblicità degli esiti delle pre-notifiche, con la conseguenza che le indicazioni fornite in sede di pre-notifica non solo non potranno avere valore giuridico vincolante, ma neppure potranno servire da precedente *erga omnes*. C'è anzi il rischio che, riducendo il numero di notifiche e quindi di casi di cui viene dato conto nella Relazione annuale, l'istituto della pre-notifica aggravi ulteriormente l'opacità dell'azione della Pubblica Amministrazione nella materia in esame.³⁰

28 Cfr. Sentenza del TAR Lazio, 13 aprile 2022, n. 4488/2022; Sentenza del TAR Lazio, 13 aprile 2022, n. 4486/2022.

29 In particolare, secondo la nuova norma, è consentito agli operatori di trasmettere alla Presidenza un'informativa sui progetti di operazione, in modo da ottenere, nel termine di 30 giorni, una valutazione preliminare sull'applicabilità della normativa *golden power* o sull'autorizzabilità dell'operazione, ferma la necessità di rispettare i termini previsti per la formale notifica ove necessaria. Anche in questo caso, peraltro, si tratta di un istituto già ampiamente utilizzato dalle autorità della concorrenza nei procedimenti per il controllo antitrust delle concentrazioni.

30 Cfr. S. DE NITTO, *Il golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale: alla ricerca di un delicato equilibrio*, *Diritto Amministrativo*, 2, 2022, 553 (*“Lo svolgimento di tale fase, però, non*

Peraltro, la recentissima modifica di cui all'art. 2 del D.L. n. 187 del 5 dicembre 2022, che ha previsto la facoltà per il Governo di concedere misure di sostegno per la capitalizzazione dell'impresa in caso di esercizio dei poteri speciali, potrebbe rilevare anche nel contesto di notifiche per la costituzione di garanzie. Si pensi, per esempio, al caso in cui il divieto opposto dalla Presidenza alla costituzione di un pegno comporti l'impossibilità per l'impresa di concludere una determinata operazione di finanziamento, che a sua volta comporti la rinuncia a un progetto altamente redditizio.

Anche in chiave comparatistica, come precedentemente illustrato, le norme italiane sulle garanzie e le interpretazioni che ne vengono fornite sono alquanto peculiari, sottoponendo ad obblighi di notifica operazioni che non necessariamente comportano conseguenze sull'assetto di controllo di attività strategiche. In molti ordinamenti dotati di una normativa sul controllo degli investimenti stranieri, all'opposto, l'evento decisivo per far scattare l'obbligo di notifica è legato al cambio di controllo su partecipazioni societarie o *asset*.

Potrebbe inoltre verificarsi un parziale disallineamento tra l'ambito del controllo *golden power* su garanzie e il Regolamento UE n. 452/2019³¹, applicandosi quest'ultimo soltanto ad investimenti stranieri diretti volti a *“a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato mem-*

deve arrivare a costituire un espediente nelle mani del Governo per « snaturare » le attività oggetto del confronto preventivo, vanificando le originarie motivazioni economiche delle imprese, spinte — sotto la spada di Damocle del diniego — ad assumere impegni non voluti. Ciò costituirebbe senz'altro un uso distorto e sproporzionato del potere di controllo, oltre a rappresentare un celato — e contrario al principio di correttezza — strumento di intervento statale nell'economia. Necessaria risulta in tal senso l'imposizione di vincoli più stringenti di trasparenza, non solo nella fase procedimentale, ma anche nel processo valutativo sotteso alla decisione e da esplicitare nella motivazione. Manca, infatti, il carattere della pubblicità, non garantita nemmeno per estratto, dei provvedimenti: il che, in primo luogo, consente di ottemperare all'onere motivazionale in maniera solamente formale — con provvedimenti caratterizzati da una parte dispositiva che « prevale nettamente sull'esposizione dell'istruttoria e del bilanciamento degli interessi ad essa conseguito » - e, in secondo luogo, sfavorisce anche la formazione di decisioni giurisdizionali, in grado, invece, di fornire un contributo valido e prezioso « verso una maggiore certezza e maggiore capacità predittiva ». Si tratta, come visto, di provvedimenti di alta amministrazione, in quanto tali sottoponibili al controllo di legittimità davanti al giudice amministrativo”.

31 Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 marzo 2019 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione.

bro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica" (cfr. art. 2, n. 1 del Regolamento)³².

Le garanzie ai sensi del Decreto Golden Power potrebbero dunque non rientrare nella definizione d'investimento diretto ai sensi della normativa UE (salvo i casi del creditore pignoratizio con diritti di voto e nel caso di un cambio di controllo conseguente all'escussione di una garanzia). Pertanto, come già rilevato in altre sedi, pare auspicabile, e forse inevitabile, anche da questo punto di vista, una progressiva convergenza tra le normative nazionali sul controllo degli investimenti tra Paesi membri dell'UE³³.

32 Cfr. anche il documento della Commissione europea "Frequently asked questions on Regulation (EU) 2019/452 establishing a framework for the screening of foreign direct investments into the Union" del 22 giugno 2021 (disponibile su https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/june/tradoc_157945.pdf), in base al quale "The cooperation on FDI screening between Member States and the Commission covers any foreign direct investment. As defined by the European Court of Justice, this can be an investment of any kind by a foreign investor aiming to establish or to maintain lasting and direct links between the foreign investor and the target company, in order to carry out an economic activity in a Member State, including investments which enable effective participation in the management or control of a company carrying out an economic activity. Foreign investor means a natural person of a third country or an undertaking of a third country, intending to make or having made a foreign direct investment. While portfolio investments are not part of the scope of the Regulation, the Regulation does not establish quantitative criteria for the delimitation of portfolio investment and FDI. Foreign direct investment can take two different forms: greenfield, and mergers and acquisitions (M&As). International greenfield investments typically involve the creation of a new company or establishment of facilities abroad, while an international merger or acquisition amounts to transferring the ownership of existing assets relating to an economic activity to an owner abroad".

33 Cfr. M. MEROLA, C. FAVARETTO, *Analyse : le contrôle des investissements étrangers en Europe*, 2021, Journal de droit européen – JDE, 2021, p. 162-172 : « Il existe une tension entre les dispositions des Traités, qui donnent compétence exclusive à l'UE en matière d'investissements directs étrangers, et l'application pratique du contrôle, aux mains des États membres. La coopération européenne en matière de contrôle des investissements directs étrangers se limite à une simple coordination et à une légère harmonisation des exigences minimales des mécanismes nationaux. Le développement futur de la coopération européenne réside dans la nature du contrôle des investissements étrangers en tant qu'instrument de politique industrielle : si l'on progresse vers une définition de la politique industrielle au niveau européen, un développement de la coopération européenne dans le sens d'une harmonisation complète des mécanismes nationaux sera possible et nécessaire ». A riguardo, Sandulli fa notare che "Con la guerra in Ucraina, pare aver subito un forte ridimensionamento il processo di globalizzazione economica. Si è tornati a parlare di blocchi contrapposti, sono ricomparsi i confini tra Stati, alle mappe geografiche fisiche si sono nuovamente sostituite le carte politiche. Si badi bene, però: non sembra aver subito una battuta d'arresto il processo di integrazione europea. Il golden power potrebbe anzi rivularsi, in prospettiva, tra gli strumenti di rilancio dell'integrazione [...] Sotto questo profilo, uno strumento, quale il golden power, introdotto per valorizzare la sovranità statale, il nocciolo duro delle funzioni dello Stato, la difesa dell'interesse strategico nazionale, potrebbe divenire, sulla scorta del Regolamento Ue 2019/452, uno strumento volto anche a favorire il processo di integrazione europea, attraverso l'introduzione di misure armo-

Per concludere, se ci si colloca in un'ottica de jure condendo, è evidente che un mirato intervento del legislatore, nel solco delle recenti modifiche introdotte dal Decreto Ucraina, accompagnato dallo sviluppo di una prassi decisionale univoca e precisamente esposta nella relazione annuale, sarebbe lo strumento migliore per soddisfare le esigenze di certezza giuridica relativamente alla notifica delle operazioni di costituzione di garanzie, rispondendo a un'esigenza oggi molto sentita dalle imprese e dagli istituti finanziatori, vista l'approssimazione della disciplina golden power vigente.

nizzate tra gli Stati membri e un ruolo soltanto apparentemente laterale della Commissione Ue, che pare però destinato a divenire crescente. Il golden power, in tal senso, potrebbe essere considerato una delle forme di protezione perimetrale degli interessi finanziari dell'Unione europea, intesi in senso ampio, come da Considerando n. 1 della cd. Direttiva Pif (Direttiva n. 2017/1371). Insomma, i lavori in corso sui golden powers fervono. Di acqua sotto i ponti, dall'introduzione del d.l. n. 21/2012, ne è passata parecchia. L'impressione, però, è che le novità delle crisi pandemica e bellica costituiscano un ulteriore passaggio di avvicinamento verso un equilibrio ideale, ancora da rinvenire pienamente? (A. SANDULLI, La febbre del Golden Power, 743).