

Mercato, concorrenza, regole e poteri speciali in un contesto geopolitico instabile

DI BIANCAMARIA RAGANELLI

SOMMARIO: Tutelare interessi strategici di un Paese senza ledere la competitività, compromettere le regole di funzionamento del mercato unico europeo e violare i principi di un'economia di mercato resta una sfida aperta. Il contributo analizza l'evoluzione della disciplina sul controllo degli investimenti esteri, con particolare riferimento all'ampliamento dei poteri speciali in risposta alle recenti tensioni geopolitiche e alle sollecitazioni dell'Unione europea. L'estensione del perimetro di applicazione, l'abbassamento delle soglie di rilevanza e l'aumento delle notifiche, anche in casi marginali, sollevano interrogativi circa l'effettiva proporzionalità delle misure adottate e la loro compatibilità con i principi di concorrenza e libertà economica tutelati dal diritto dell'Unione. Attraverso l'analisi di alcuni casi emblematici e della prassi amministrativa, il saggio evidenzia le criticità derivanti da un esercizio ampio e poco prevedibile della discrezionalità governativa, nonché le incertezze interpretative che ne derivano per gli operatori economici. Si propone una riflessione sulla necessità di un riordino normativo organico, volto a garantire un equilibrio tra esigenze di sicurezza nazionale e tutela del mercato unico europeo.

1. Tensioni globali, meccanismi di protezione e tutela della concorrenza

Le tensioni globali degli ultimi anni – dai rapporti USA-Cina alla pandemia, dalla guerra in Ucraina alla crisi energetica e ad altre dinamiche geopolitiche – hanno stimolato l'attivazione di meccanismi nazionali di protezione volti a garantire sicurezza e difesa entro i confini domestici. L'Unione europea ha incoraggiato gli

Stati membri ad adottare o rafforzare i propri sistemi di controllo sugli investimenti extra-UE, con il risultato di ampliare significativamente sia il numero dei settori sottoposti a scrutinio sia le condizioni per l'esercizio dei cosiddetti poteri speciali.

In Italia questo processo si è tradotto in un progressivo ampliamento dei casi di esercizio del *golden power* e in un rafforzamento dei controlli governativi sulle operazioni di

acquisizione e investimento in settori strategici, con misure volte a prevenire acquisizioni potenzialmente idonee a compromettere infrastrutture e tecnologie critiche. Nel tempo, la soglia di rilevanza è stata abbassata, così da estendere il perimetro di controllo anche a imprese di dimensioni minori.

Tale evoluzione, tuttavia, evidenzia limiti e distorsioni: da un lato un impatto negativo sulla competitività del sistema economico nazionale, dall'altro potenziali tensioni rispetto agli interessi comuni europei. Un uso eccessivamente ampio o indiscriminato della discrezionalità governativa nell'esercizio dei poteri speciali rischia, infatti, di confliggere con una visione di mercato aperto e concorrenziale, sia a livello nazionale sia europeo, e può determinare il fallimento di operazioni rilevanti, come accaduto in alcuni casi recenti. L'ultima relazione annuale sul *golden power* registra soltanto due casi di divieto in senso stretto, ma ben trentadue operazioni condizionate. Ciononostante, la sola prospettazione di un possibile intervento governativo sembra sufficiente a innescare meccanismi di protezione potenzialmente in grado di ostacolare iniziative imprenditoriali o commerciali. Con ciò di porsi in contrasto con il principio di concorrenza quale architrave del mercato unico europeo.

Come recentemente evidenziato, la «sfida esistenziale cui l'Unione eu-

ropea è chiamata a far fronte impone una riflessione su alcune riforme radicali, che puntino ad aumentare la competitività, oltre alla produttività e alla sicurezza dell'UE»¹. Tuttavia, reazioni di segno protezionistico si osservano a livello nazionale in diversi settori: dalla moda – si pensi alla volontà di mantenere in mani italiane un noto gruppo del settore – alla finanza, come nel caso del tentativo di scalata di Mediobanca su Generali, rispetto al quale il Governo, accogliendo la proposta del Ministero dell'economia e delle finanze, ha dichiarato di non voler esercitare i poteri speciali. A prescindere dall'esito, la procedura di notifica preventiva comporta per le imprese oneri significativi; il timore di sanzioni in caso di omissione alimenta inoltre un aumento delle notifiche, anche in situazioni marginali o dubbie. Una quota elevata delle notifiche riguarda infatti operazioni escluse dall'ambito applicativo della normativa (oltre il 53%) e, complessivamente, il numero è quasi raddoppiato tra il 2020 e il 2024, con un incremento dei costi anche per le istituzioni coinvolte e un impatto sulla capacità del Paese di attrarre investimenti esteri².

Permane inoltre una forte incertezza tra gli operatori circa gli esiti delle istruttorie condotte dagli uffici della Presidenza del Consiglio dei Ministri, chiamati a chiarire concetti quali «rilevanza strategica dell'impresa» e «pericolo per la sicurezza

¹ M. Draghi, *The Future of the European Competitiveness*, 2025.

² Dati Osservatorio sul golden power (<https://www.osservatoriogoldenpower.eu/>).

nazionale». A ciò si aggiunge l'incertezza derivante dal contenzioso amministrativo, come evidenziato dal caso Unicredit: pur avendo ottenuto un annullamento parziale del provvedimento di esercizio del golden power, la decisione del TAR Lazio n. 13748/2025 conferma l'ampia discrezionalità governativa, in linea con una giurisprudenza consolidata che rende difficilmente impugnabili i provvedimenti che superano il vaglio giudiziale.

Molte delle criticità attuali derivano da una normativa stratificata e complessa, europea e nazionale, che trarrebbe beneficio da un processo organico di semplificazione, razionalizzazione e riordino. L'obiettivo deve essere quello di preservare la *ratio* della disciplina sui poteri speciali – ispirata a valori condivisibili e coerenti con il progetto europeo – evitando derive protezionistiche o tentativi di manipolazione che potrebbero produrre effetti distorsivi sul mercato unico e incidere negativamente sull'attrattività e competitività del Paese. Un esercizio discrezionale privo di chiari presupposti, condizioni e limiti rischia infatti di minare i principi e le libertà tutelate dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

Il presente contributo analizza tali questioni, ripercorrendo le peculiarità del caso italiano e alcuni episodi significativi, per poi soffermarsi sulle

prospettive e sui possibili e auspicabili interventi volti a superare i principali nodi critici e le distorsioni attuali.

2. Intervento pubblico e ricorso a «poteri speciali» nel contesto europeo

L'intervento pubblico in economia, che aveva conosciuto nel XX secolo una fase di arretramento dovuta ai diffusi processi di privatizzazione variamente modulati nei diversi Paesi europei, appare nel XXI secolo oggetto di una significativa riemersione. Questo ritorno è influenzato tanto dall'evoluzione dei sistemi politici e sociali nazionali quanto dal crescente riconoscimento del ruolo che determinate attività economiche rivestono nella tutela di interessi pubblici qualificati. Un esempio emblematico di tale rinnovata configurazione dell'azione statale è rappresentato dal rafforzamento dei meccanismi di sostegno e di protezione delle imprese considerate strategiche, al fine di preservarle da potenziali acquisizioni ostili, indipendentemente dalla presenza o meno dello Stato nella loro compagine azionaria.

Il tema della conciliabilità tra l'esigenza di proteggere specifici *asset* strategici nazionali e il funzionamento di un mercato unico europeo, retto da una politica della concorrenza uniforme, costituisce da tempo oggetto di un vivace e articolato dibattito³. Le restrizioni introdotte at-

³ Si veda tra gli altri in B. Raganelli e F. Marconi, *Foreign Investment Screening Beyond the Covid-19 Challenge Overcoming the Emergency*, in «Banca Impresa e Società», 3, pp. 459-520, 2021; B. Raganelli e F. Marconi, *Emergenza, Crisi Economica e Golden Power*, in «Con-

traverso misure di stampo protezionistico possono infatti rappresentare un elemento di tensione interna al mercato unico con importanti ripercussioni sulla tenuta sistemica.

Molti Stati membri europei – in forme e con modalità diverse – prevedono nei propri ordinamenti nazionali la possibilità di esercitare «poteri speciali», attivando il c.d. *foreign direct investment screening mechanism*, attraverso cui lo Stato ha, tra le altre cose, la facoltà di dettare specifiche condizioni all'acquisto di partecipazioni, di porre il veto all'adozione di determinate delibere societarie e di opporsi all'acquisto di quote a prescindere dalla partecipazione dello Stato nella compagine azionaria della società⁴.

Come noto, la Commissione è intervenuta più volte per monitorare il fenomeno. In un primo momento, con la Comunicazione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari, aveva individuato dei criteri di compatibilità della normativa sui poteri speciali con la disciplina europea⁵. L'obiettivo era quello di informare le autorità nazionali e gli operatori economici circa l'interpretazione delle disposizioni del Trattato relative ai movimenti di capitali e al diritto di stabilimento, oltre che le eccezioni alle regole generali sulla libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali, che possono legittimare gli Stati mem-

correnza e Mercato», 1, 2021; P. Kowalski, *Will the Post-Covid World Be Less Open to Foreign Direct Investment?*, in R.E. Baldwin e S.J. Evenett (a cura di), *Covid-19 and Trade Policy: Why Turning Inward Won't Work*, A voxEU.org Book, 2020, secondo cui le conseguenze della crisi COVID-19 potrebbero essere ben peggiori di quella della crisi economico finanziaria degli anni 2008-2009, se non addirittura di quelle della Grande Crisi del 1929.

⁴ Tra i primi scritti sul tema si veda tra gli altri, M. Lamandini, *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in «Giur. Comm.», I, 2016, pp. 671 ss.; F. Gaspari, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici. La nuova golden share tra diritto interno, comunitario e comparato*, Torino, Giappichelli, 2015; G. Scarchillo, *Dalla Golden Share al golden power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo comparato*, in «Contr. e Impr.», 2, 2015, pp. 619 ss.; F. Bassan, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in «Studi sull'integr. eur.», 2014, pp. 57 ss.; A. Forte, *I poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale*, in «Nomos», 1, 2014, pp. 1 ss.; E. Freni, *Golden share: raggiunta la compatibilità con l'ordinamento comunitario?*, in «Gior. Dir. Amm.», 1, 2013, pp. 25-33; G. Napolitano, *Dalla golden share al golden power*, in R. Chieppa, C.D. Piro e R. Tuccillo (a cura di), *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023; M. Carpagnano, *Il rapporto tra la disciplina golden power e le altre discipline di settore*, in R. Chieppa, C.D. Piro e R. Tuccillo (a cura di), *Golden Power*, Milano, La Tribuna, 2023; R. Chieppa, *Disciplina e prassi applicativa del golden power italiano anche alla luce del regolamento UE sul controllo degli investimenti esteri diretti (IDE)*, in J. Mosciandese e R. Cafari Panico (a cura di), *Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza*, Torino, Giappichelli, 2022.

⁵ Gu n. C220 del 19 luglio 1997. Si vedano sul punto, tra gli altri, A. Sacco Ginevri, *L'espansione dei golden powers tra sovranismo e globalizzazione*, in «Riv. trim. Dir. ec.», 2019, pp. 151 ss.; L. Fumagalli, *The Global Rush Towards National Screening Systems on Foreign Direct Investments: A Movement Facing No Limits? Remarks from the Point of View of Public International Law*, in G. Napolitano (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening – Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2020.

bri ad adottare sia provvedimenti discriminatori che non⁶.

Come noto l'Unione europea ha competenza esclusiva in materia di investimenti esteri diretti ai sensi dell'art. 207 TFUE e la Corte di Giustizia dell'UE è stata chiamata dalla Commissione a vagliare la compatibilità con i Trattati delle differenti normative domestiche di controllo sugli investimenti esteri diretti. Così

è stato fatto per la *golden share* italiana⁷, l'*action spécifique* francese e altri Paesi europei, quali Portogallo, Regno Unito, Francia, Belgio, Spagna e Germania, che avevano invocato la tutela delle proprie imprese per ragioni di ordine pubblico⁸.

Si è quindi cercato di far convergere le discipline nazionali, superandone le asimmetrie e favorendone l'armonizzazione, nella

⁶ Sono discriminatori i provvedimenti che limitano gli investitori UE, salvo motivi di ordine pubblico, sicurezza o sanità, e devono rispettare il principio di proporzionalità. Le indicazioni della Commissione UE hanno portato a procedure d'infrazione contro il d.l. n. 332/1994 sui poteri speciali (*golden share*) e contro altri Stati membri come Portogallo, Regno Unito, Francia, Belgio, Spagna e Germania. Sul punto, tra i vari, A. Lang, *I poteri speciali dello Stato nelle società privatizzate (golden shares)*, in «Rivista italiana di diritto pubblico comunitario», 5, 2003, pp. 711 ss.; M. Clarich, *Le privatizzazioni e i poteri speciali dello Stato azionista*, in «Giornale di diritto amministrativo», 2002, pp. 801 ss.; F. Munari, *La golden share tra diritto interno e diritto comunitario*, in «Diritto del commercio internazionale», 1, 2004, pp. 327 ss.; P. Mengozzi, *La golden share e i limiti comunitari ai poteri speciali dello Stato*, in «Il Diritto dell'Unione europea», 2003, pp. 23 ss.; S. Weatherill, *Public Security and the Free Movement of capital: The Golden Shares Cases*, in «Common Market Law Review», 2003, pp. 1545 ss.; M. Condinanzi e A. Lang, *Libertà di stabilimento e golden share: la giurisprudenza della Corte di giustizia*, in «Il Diritto dell'Unione europea», 2005, pp. 491 ss.

⁷ Con la sentenza 26 marzo 2009 la Corte ha ritenuto non conforme alle disposizioni comunitarie la definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali da parte dello Stato italiano, così come attuati dall'art. 1, comma 2, del DPCM 10 giugno 2004 (Corte Giust. 26 marzo 2009, causa C-326/07, Commissione v. Italia, su deferimento della Commissione per la *golden share* in ENI, ENEL, Finmeccanica e Telecom – Ip/06/859). L'Italia interveniva nuovamente, precisando i criteri di esercizio dei poteri speciali con il DPCM 20 maggio 2010 con cui era stato modificato quello del 2004, ma la Commissione apriva una nuova procedura di infrazione, la n. 2009/2255. Per una disamina più approfondita sul tema si vedano tra gli altri, F. Gaspari, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici. La nuova golden share tra diritto interno comunitario e comparato*, Torino, Giappichelli, 2015; M. Lamandini, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello Stato: dalla golden share al golden power*, in *Diritto societario europeo e internazionale*, a cura di M. Benedettelli e M. Lamandini, Torino, UTET, 2016, pp. 107 ss.; R. Garofoli, *Golden power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, cit.; L. Scipione, *La Golden share nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in «Le società: mensile di inf. giurid. dell'imp., Riv. di Dir. e prat. comm., soc. e fisc.», 7, 2010, pp. 855 ss.; G. De Rosa, *La Corte di Giustizia condanna i criteri della golden share*, in «Riv. it. di Dir. pubbl. comun.», 6, 2009, pp. 1649 ss.; M. Salerno, *Sulle golden shares l'Italia è costretta ad un nuovo passo indietro: troppa discrezionalità nell'esercizio dei poteri*, in «Dir. pubbl. comp. ed eur.», 3, 2009, pp. 1358 ss.

⁸ Soltanto la normativa belga aveva superato il vaglio di compatibilità con le disposizioni comunitarie operato dalla Corte di Giustizia. In ordine cronologico: sentenza 4 giugno 2002, C-483/99, *Commissione v. Francia, caso Elf-Aquitaine*; sentenza 4 giugno 2002, C-503/99, *Commissione v. Belgio, caso Société nationale de transport par canalisations e Distrigaz*; sentenza 12 maggio 2003, C-98/01, *Commissione v. Regno Unito, caso British Airport Authority*; sentenza 13 maggio 2003, C-463/00, *Commissione v. Spagna, riferibili a Repsol, Telefonica, Corporacion bancaria Argentina*; sentenza 28 settembre 2006, C282/04 e C-283/04, *Commissione v. Paesi Bassi, relative a telecomunicazioni e servizi postali*; sentenza 23 ottobre 2007, C-112/05, *Commissione v. Germania, caso Volkswagen*; sentenza 10 novembre 2011, C-212/09, *Commissione v. Portogallo, caso GALP – Petroleos e Gas de Portogallo*.

adozione del Regolamento (UE) 2019/452⁹, che stabilisce un quadro europeo per il controllo degli investimenti esteri diretti (IED) nell'Unione, al fine di proteggere la sicurezza e l'ordine pubblico. Istituisce un meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri e la Commissione Europea per valutare gli IED potenzialmente minacciosi e consente alla Commissione di emettere pareri su tali investimenti. Il quadro mira a migliorare la capacità dell'UE di individuare e affrontare i rischi posti da specifici investimenti esteri, con un sistema comune di controllo degli investimenti diretti esteri capaci di dar luogo a fenomeni «predatori», pur salvaguardando la competenza degli Stati membri in materia di sicurezza nazionale¹⁰. Un importante traguardo per porre un freno alle asimmetrie e agli squilibri nelle condizioni di

investimento tra imprese europee e imprese di Stati extra-UE, attraverso l'istituzione di un meccanismo di cooperazione tra Stati membri e Commissione a protezione di un bene comune nella c.d. «arena economica globale»¹¹.

Il Regolamento ha lasciato agli Stati membri la competenza per l'ammissione degli investimenti esteri diretti, per ragioni legate alla necessità di tutelare l'ordine pubblico e la pubblica sicurezza dei singoli Stati. La Commissione riserva per sé il ruolo di emettere pareri non vincolanti quando l'operazione di investimento prevista incide sugli interessi di più Stati membri o sugli interessi dell'Unione. La stessa interviene solo in modo sussidiario senza alcun potere decisionale proprio.

La giurisprudenza europea ha chiarito che i motivi di ordine pub-

⁹ Nel considerando del Regolamento, si ribadisce la piena consapevolezza dell'ordinamento europeo circa il ruolo degli investimenti esteri diretti per la crescita dell'Unione europea, attraverso il rafforzamento della competitività per mezzo della creazione di posti di lavoro e di economie di scala, dell'apporto di capitali, tecnologie, innovazione e competenze, dell'apertura di nuovi mercati per esportazioni. È fatto salvo il diritto degli Stati membri di derogare al principio della libera circolazione dei capitali attraverso l'adozione di misure che impongano restrizioni per motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza.

¹⁰ L'art. 1, paragrafo 2, del Regolamento citato fa infatti salva la competenza esclusiva di ciascuno Stato membro per la sicurezza nazionale, come previsto dall'art. 4, paragrafo 2, TUE e con essa il diritto degli Stati membri di tutelare gli interessi essenziali della propria sicurezza, coerentemente all'art. 346 TFUE.

¹¹ Sul punto si veda G. Napolitano, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in «Riv. della Reg. dei Merc.», 1, 2019, secondo cui l'intervento normativo potrebbe prestarsi a due interpretazioni: da un lato potrebbe essere considerato quale «semplice correttivo a un programma che rimane saldamente orientato alla liberalizzazione e all'integrazione dei mercati», dall'altro potrebbe essere ritenuto come uno dei primi e «più organici tentativi di affermare una nuova sovranità europea nell'arena economica globale, eventualmente declinabile anche in chiave protezionista». In termini più generali si vedano anche: S. Vellucci, *The New Regulation on the Screening of FDI: The Quest for a Balance to Protect EU's Essential Interests*, in «Dir. comm. int.», 1, 2019, pp. 142 ss.; B.P. Amicarelli, *Il controllo degli investimenti stranieri nel regolamento europeo 2019*, in «Giorn. Dir. amm.», 3, 2019, pp. 753-764; S. Gliubich, *Il Regolamento europeo per il controllo degli investimenti diretti esteri. Opportunità od occasione mancata per i «poteri speciali» dell'Unione europea*, in *Golden power*, Roma, 2019, Dipartimento per le Informazioni della Sicurezza della Repubblica, pp. 39.

blico e sicurezza possono essere invocati solo in caso di «minaccia effettiva e sufficientemente grave per uno degli interessi fondamentali della società». Resta tuttavia una certa elasticità di interpretazione che necessiterebbe di essere meglio arginata, per contenere in qualche modo e presidiare il margine di manovra lasciato nelle mani dei Governi di turno nella definizione delle condizioni in cui gli investimenti stranieri possono essere effettuati sul loro territorio¹².

L'emergenza sanitaria e la conseguente crisi economica hanno creato le condizioni per invocare nuove esigenze di protezione a livello nazionale oltre che europeo¹³. Atti e comportamenti del decisore pubblico hanno impattato sul piano delle libertà individuali e su quello delle attività economiche, alimentando un vivace dibattito su modi

e mezzi di azione e reazione comune¹⁴. Il contagio ha colpito l'Unione Europea già indebolita da conflitti interni e tensioni centripete, senza un'unione fiscale e politica cui aggrapparsi. La gestione della crisi economica conseguente è stata resa ancor più difficile dalla complessità dei processi decisionali e dall'interazione tra molteplici livelli di governo dotati di responsabilità politica.

Da un lato gli Stati europei hanno invocato la solidarietà sancita dai Trattati per far fronte alle difficoltà¹⁵, alla ricerca di una strategia comune europea per fronteggiare gli effetti della crisi, dall'altro, hanno spesso preferito adottare misure domestiche e prendere iniziative di stampo protezionista a difesa dell'economia e delle imprese nazionali di carattere strategico¹⁶. L'approccio non è mutato

¹² Art. 65, par. 1, lettera b), Tratt. FUE. La Corte di Giustizia, con la sentenza del 14 marzo 2000, nella causa C-54/99, *Association Église de scientologie de Paris et Scientology International Reserves Trust c. Premier ministre*.

¹³ In risposta alla crisi economica generata dal COVID-19, la Commissione europea, con le Comunicazioni del 13 marzo 2020 (COM(2020) 112) e del 26 marzo 2020 (2020/C 99 I/01), ha invitato gli Stati membri a «preservare l'integrità del mercato unico e proteggere gli asset strategici europei», raccomandando di «utilizzare tutti gli strumenti disponibili a livello unionale e nazionale per evitare che la crisi determini una perdita di risorse e tecnologie critiche». In particolare, la Commissione ha sollecitato l'uso dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti, per tenere conto dei rischi connessi a «infrastrutture sanitarie critiche, all'approvvigionamento di fattori produttivi essenziali e ad altri settori strategici», così da prevenire acquisizioni suscettibili di compromettere la sicurezza o l'ordine pubblico dell'Unione.

¹⁴ Sul tema vedi più diffusamente B. RAGANELLI, *Stato di emergenza e tutela dei diritti e delle libertà fondamentali*, in «Dir. econ.», III, 2020, pp. 1 ss.

¹⁵ Decisi a segnare una nuova tappa nel processo di integrazione europea intrapreso con l'istituzione delle Comunità europee nel rispetto, tra le altre cose, dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, nel 1992 gli Stati contraenti hanno istituito l'Unione Europea (Preambolo Tratt. UE). In questo contesto la stessa si è impegnata a promuovere la coesione economica, sociale e territoriale e la solidarietà tra gli Stati Membri e questi ultimi ad assistersi reciprocamente in base al principio di leale cooperazione (artt. 3-4).

¹⁶ Si pensi ai casi di restrizione alla libera circolazione delle merci, alle restrizioni alla libera circolazione delle persone, rispetto alle quali con una comunicazione del 16 marzo 2020 (C(2020)1753) la Commissione europea aveva evidenziato la possibilità per gli Stati membri di reintrodurre controlli temporanei alle frontiere interne, specificando tuttavia che tali controlli devono essere giustificati da motivi di politica pubblica e di sicurezza interna e conformi al Codice

nella fase di ripresa e resilienza, cui ha fatto seguito l'aggravarsi delle tensioni a est e nel vicino medio-oriente. Ciò ha inevitabilmente influenzato le politiche riguardanti gli investimenti esteri di molti paesi¹⁷.

La Spagna è stata tra i primi Stati a intervenire per salvaguardare i propri interessi strategici. Il Real Decreto n. 8/2020, successivamente modificato, ha introdotto cambiamenti significativi nel quadro normativo che disciplina i movimenti di capitali e

gli investimenti esteri¹⁸. Soggetti agli obblighi sono gli investitori stranieri residenti al di fuori dell'Unione Europea e dell'EFTA (European Free Trade Association), segnando una differenza rispetto al modello italiano che, in alcuni aspetti, uniforma il trattamento degli investitori europei a quelli extra-UE¹⁹. Nonostante l'ampliamento delle situazioni che richiedono l'autorizzazione preventiva²⁰, il Real Decreto si applica solo ai settori strategici indicati dal Rego-

frontiere Schengen; o, ancora, alle misure di protezione delle imprese nazionali in alcuni settori strategici di cui si parlerà oltre.

¹⁷ Ad oggi sono quattordici gli Stati membri che dispongono di un meccanismo di filtraggio degli investimenti esteri diretti: Austria, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Paesi Bassi, Polonia, Romania, Portogallo, Finlandia e Spagna. L'elenco dei meccanismi di filtraggio notificati dagli Stati membri a norma dell'articolo 3, paragrafo 8, del Regolamento 2019/452, disponibile al seguente link https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/june/tradoc_157946.pdf. La Commissione europea mette a disposizione del pubblico un elenco di meccanismi di *screening* degli Stati membri in costante aggiornamento. Si tenga conto che la compatibilità di questi meccanismi con il diritto comunitario dipende principalmente dall'obiettivo perseguito dal filtraggio: solo gli investimenti esteri che possono costituire una minaccia per la sicurezza e l'ordine pubblico possono essere destinatari di tali previsioni.

¹⁸ Il *Real Decreto-ley* del 17 de marzo 2020, n. 8, *De medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del Covid-19*, così come modificato dal successivo *Real Decreto-ley* del 31 marzo 2020, n. 11, *Por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al Covid-19*, è intervenuto sulla *Ley* 4 luglio 2003, n. 19, recante il *régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales*, aggiungendo il nuovo articolo 7-bis, oltre a modificare articoli preesistenti. In particolare, è stata sospesa la liberalizzazione degli investimenti esteri diretti in specifici settori strategici, per proteggere le aziende spagnole da eventuali acquisizioni da parte di investitori non comunitari che potessero approfittare del calo congiunturale dei loro valori azionari. Tali investimenti sono stati subordinati all'ottenimento di un'autorizzazione preventiva, condizione essenziale per la loro validità e legalità, con sanzioni previste in caso di mancato rispetto della disposizione. Il governo spagnolo ha giustificato la temporanea sospensione del regime liberalizzato avanzando ragioni legate alla sicurezza nazionale, alla salute pubblica e all'ordine pubblico, in risposta agli effetti della crisi legata al Covid-19 sul valore delle aziende strategiche.

¹⁹ Rientrano nel campo d'applicazione gli investimenti che implicano l'acquisizione di almeno il 10% del capitale sociale di un'azienda spagnola o che attribuiscono all'investitore il controllo o una partecipazione significativa nella sua gestione.

²⁰ La procedura spagnola di autorizzazione agli investimenti esteri prevede che il Governo decida entro sei mesi sulla domanda: se non interviene, il silenzio equivale a rigetto. Diversamente dall'Italia, dove il silenzio dopo 45 giorni vale come autorizzazione implicita. Per investimenti tra 1 e 5 milioni di euro, o per operazioni in corso all'entrata in vigore del *Real Decreto-ley* n. 8/2020, si applica una procedura semplificata gestita dalla Direzione Generale per il Commercio Internazionale, con termine di 30 giorni lavorativi. Operazioni sotto 1 milione di euro sono esentate. Il Governo può fissare soglie di esenzione diverse; quella di 5 milioni è transitoria.

lamento comunitario, spesso ripresi letteralmente²¹. Degna di nota la previsione secondo cui gli investimenti interessati dalla modifica normativa sono quelli effettuati da investitori stranieri²² residenti al di fuori dell'Unione europea e della *European Free Trade Association*²³, distinguendosi in questo punto dall'impostazione italiana che ha invece per alcuni profili equiparato gli investitori europei a quelli extra-UE²⁴.

In Germania, l'esercizio dei poteri speciali si fonda sulla possibilità, da parte del Ministero federale dell'Economia e del Clima (BMWK), di esaminare e, se necessario, bloccare o condizionare acquisizioni da parte di investitori esteri. L'obiettivo è proteggere la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico, soprattutto in settori considerati sensibili. Tra questi rientrano la difesa, l'energia, le telecomunicazioni, le infrastrutture critiche e le tecnologie emergenti come

semiconduttori, intelligenza artificiale e biotecnologie. Un aspetto peculiare della normativa tedesca è la soglia di controllo: in alcuni settori strategici, basta l'acquisto del 10% delle quote per far scattare la revisione governativa, mentre in altri la soglia è fissata al 25%. Questo riflette la volontà di prevenire acquisizioni anche parziali che potrebbero compromettere la sovranità tecnologica del Paese.

In Francia gli investimenti esteri diretti sono regolati dal *Code monétaire et financier*²⁵, che sancisce la libertà delle relazioni finanziarie tra la Francia e altri Paesi. Tuttavia, per tutelare gli interessi nazionali, è previsto un meccanismo di autorizzazione preventiva da parte del Ministero dell'Economia ogniqualvolta un investitore estero intenda acquisire un'impresa francese. Il *Décret* n. 1590/2019 relativo agli *investissements étrangers*²⁶, nell'ambito del

²¹ Tra questi figurano le infrastrutture critiche; le tecnologie strategiche come intelligenza artificiale, robotica, semiconduttori e sicurezza informatica; le risorse fondamentali; le imprese con accesso a informazioni sensibili e i media.

²² Il nuovo sistema di *screening* degli investimenti esteri diretti si applica anche quando l'investitore straniero: a) è direttamente o indirettamente controllato dal governo, compresi gli enti statali o le forze armate, di un Paese terzo; b) ha effettuato investimenti o è già stato coinvolto in attività che incidono sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in uno Stato membro e in particolare nei settori di seguito elencati; c) è stato oggetto di un'azione amministrativa o giudiziaria in uno Stato membro, nel suo Paese o in qualsiasi altro Paese terzo per aver intrapreso attività illegali o criminali.

²³ I Paesi EFTA sono l'Islanda, il Liechtenstein, la Norvegia e la Svizzera. Il Regno Unito come noto è uscito dall'Unione europea.

²⁴ Sono considerati «investitori esteri» anche le società UE/EFTA controllate da società non UE/non EFTA, se la controllante detiene almeno il 25% del capitale o dei diritti di voto o ne esercita comunque il controllo. Il Governo può estendere il controllo a investimenti rilevanti per sicurezza, ordine pubblico o salute. Recenti misure hanno esteso lo screening anche agli investitori europei in società quotate o per investimenti sopra 500 milioni di euro, avvicinando il modello spagnolo a quello italiano.

²⁵ Codice monetario e finanziario francese: *Partie législative, Livre Ier, Titre V*, artt. da l. n. 151-1 a l. n. 151-7; *Partie réglementaire, Livre Ier, Titre V, Chapitre Ier*, artt. da r. n. 151-1 a r. n. 153-18.

²⁶ Il *Décret* n. 2014-479 del 14 maggio 2014, anche detto «Décret Alstom» (in quanto coincidente con il tentativo di acquisizione della società francese Alstom da parte di gruppi industriali,

«Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises», funge in un certo senso da elemento precursore degli effetti della crisi COVID-19 e della Comunicazione della Commissione europea²⁷. Nel tempo sono state rafforzate le sanzioni deterrenti che il Ministero dell'Economia e delle Finanze può adottare nei confronti degli investitori stranieri che violino le disposizioni normative. La normativa tenta di bilanciare l'esigenza di attrarre investimenti con quella di tutelare settori strategici fondamentali per l'economia nazionale, incrementando gradualmente l'ingerenza dei poteri speciali nelle procedure di investimento²⁸.

3. L'esigenza di definire regole comuni a tutela del mercato unico

Il tema della compatibilità dell'esercizio dei poteri speciali da parte dei governi nazionali con il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) continua a essere oggetto di dibattito, in ragione dei possibili effetti lesivi nei confronti degli investitori, delle potenziali interferenze con la libertà di stabilimento e la libera circolazione dei capitali, nonché

del rischio di ostacolare il corretto funzionamento del mercato unico.

Gli orientamenti europei sono finalizzati a coordinare le risposte che gli Stati membri possono adottare nell'attuale contesto emergenziale e a rafforzare la tutela offerta dai singoli paesi europei, per evitare che la congiuntura economica sfavorevole favorisca acquisizioni predatorie a danno degli operatori industriali e commerciali europei, incluse le piccole e medie imprese. L'assunto è che, in un mercato unico e integrato come quello europeo, deve tenersi conto delle possibili interdipendenze nelle posizioni dei diversi Stati membri.

Si cerca quindi di favorire l'adozione di nuovi e organici meccanismi di controllo, per far fronte ai casi in cui l'acquisizione o il controllo di una determinata impresa, infrastruttura o tecnologia comporti un rischio per la sicurezza o l'ordine pubblico nell'UE. Si pongono le basi per una vera e propria politica comune degli investimenti finalizzata, tra le altre cose, a far fronte al tema della sicurezza nell'Unione oltre che dell'Unione e per incoraggiare l'investimento transfrontaliero, nel quadro di una politica economica orientata ai principi di «un'economia

tra cui General Electric e Siemens) o «Décret Montebourg» (dal nome del Ministro che ne ha proposto l'adozione).

²⁷ Il Governo francese ha rafforzato il controllo sugli investimenti esteri, ampliando i documenti richiesti per l'autorizzazione preventiva e creando un quadro normativo più strutturato. Le norme si applicano a investitori stranieri, francesi non domiciliati e società controllate da tali soggetti.

²⁸ Il modello francese prevede una procedura a due fasi, con la seconda attivata solo per ulteriori verifiche sugli interessi nazionali e possibile imposizione di condizioni. Il silenzio del Ministro equivale a rigetto, ma le imprese possono richiedere un parere preventivo entro due mesi, favorendo trasparenza e gestione proattiva degli investimenti esteri.

di mercato aperta e in libera concorrenza» e di non discriminazione²⁹.

Permane il rischio concreto che le misure protezionistiche adottate, individualmente e con distinte gradazioni di intensità, da parte dei diversi ordinamenti nazionali rappresentino nuovi muri eretti tra Stati membri, anziché favorire la coesione necessaria per far fronte comune contro le altre grandi potenze economiche mondiali, presentando «campioni europei» e non più solamente nazionali. Tali misure, infatti, finiscono per delineare un quadro di riferimento disordinato e instabile, che contribuisce a minare definitivamente l'Unione senza di fatto proteggere da invasioni più aggressive provenienti dall'esterno dei confini europei.

Nella prospettiva di migliorare l'efficacia del quadro UE per la sicurezza e l'ordine pubblico, ampliando il meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri e la Commissione si pone oggi la proposta di rego-

lamento per rafforzare il controllo degli investimenti esteri diretti (IED) nell'Unione, destinato ad abrogare il Regolamento 2019/452³⁰.

L'intervento mira principalmente a rafforzare la sicurezza e l'ordine pubblico nell'Unione Europea nel contesto degli investimenti esteri, includendo sia gli Investimenti Diretti Esteri (IDE), sia quelli realizzati da investitori stranieri tramite imprese stabilite nell'UE. Viene ampliato l'ambito di applicazione a media e informazione, materie prime critiche, infrastrutture di trasporto, tecnologie emergenti. Saranno soggette a controllo anche le operazioni intra-UE quando l'investitore diretto è controllato da soggetti di Paesi terzi, così da evitare elusioni tramite veicoli societari europei. Ne risulta rafforzato il ruolo della Commissione europea, che potrà intervenire di propria iniziativa, avrà potere di mediazione e decisione in caso di disaccordo tra Stati membri, potrà formulare pareri

²⁹ Sul punto tra gli altri, S.R. Cuendet, *Filtrage des investissements directs étrangers dans l'UE et Covid-19: vers une politique commune d'investissement fondée sur la sécurité de l'Union*, in «Eur. Papers», 5, 1, 2020, pp. 597-611.

³⁰ L'8 maggio 2025 il Parlamento europeo ha approvato in prima lettura la proposta di regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti (IED), un passaggio importante perché mira a rafforzare e armonizzare il sistema europeo di screening degli investimenti provenienti da Paesi terzi, in un contesto di crescente attenzione alla sicurezza economica e alla sovranità industriale. Tra i principali emendamenti approvati dal Parlamento europeo l'8 maggio 2025 si legge che «L'Unione accoglie con favore gli investimenti esteri, in quanto contribuiscono alla crescita dell'UE migliorandone la competitività, creando posti di lavoro ed economie di scala ed apportando capitali, tecnologie, innovazione e competenze. L'articolo 21, paragrafo 2, TUE stabilisce che le politiche e le azioni dell'Unione mirano a preservarne i valori, gli interessi fondamentali, la sicurezza, l'indipendenza e l'integrità. Tali principi e obiettivi sono alla base della politica commerciale comune dell'Unione di cui all'articolo 207 TFUE, anche in relazione agli investimenti esteri. In tale contesto, gli impegni internazionali assunti nell'ambito dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economici (OCSE) e degli accordi commerciali e di investimento conclusi con paesi terzi permettono all'Unione e agli Stati membri di adottare, per motivi di sicurezza o di ordine pubblico, misure restrittive degli investimenti esteri diretti (IED), purché siano rispettate alcune condizioni» (https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-10-2025-0102_IT.html).

vincolanti sugli investimenti che presentano rischi significativi. I meccanismi nazionali di screening dovranno rispettare criteri comuni, riducendo la frammentazione attuale che rende il sistema costoso e poco prevedibile per gli investitori. Di conseguenza ci si aspetta che un investimento possa essere autorizzato, soggetto a condizioni ovvero prescrizioni, oppure bloccato se ritenuto pericoloso per la sicurezza o l'ordine pubblico³¹.

Tra le lacune che il regolamento intende colmare vi è la previsione di una forma di controllo, anche per gli «investimenti nell'UE con controllo estero», ovvero effettuati da un sog-

getto dell'UE controllato da un investitore di paesi terzi, in capo al quale permane il potere decisionale in merito all'investimento. Tipologia di investimenti che presenta potenzialmente gli stessi rischi per la sicurezza o l'ordine pubblico di quelli diretti effettuati a partire da paesi terzi.

4. L'impostazione italiana: peculiarità e questioni

In Italia la prima attribuzione al Governo di taluni poteri speciali di carattere derogatorio rispetto al diritto privato risale alla stagione delle privatizzazioni negli anni Novanta³², sistematizzata nel 2012³³ con un pro-

³¹ La proposta prevede obblighi di notifica minimi per gli investimenti esteri. Propone un processo di revisione più approfondito, inclusa una fase di screening obbligatoria e possibilità di indagini d'ufficio per operazioni non notificate. In caso di notifica di osservazioni o pareri da parte della Commissione o di uno Stato membro, si prevede la sospensione degli investimenti fino al completamento del controllo.

³² D.L. n. 332/94 Corte Giust. 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione v. Germania*, in *Racc.*, I-8995, p.to 72, e la giurisprudenza ivi citata. La disciplina in materia di *golden share* è stata ritenuta incompatibile con il diritto europeo. I profili di criticità evidenziati dalle istituzioni europee hanno riguardato, in particolare: la genericità dei presupposti di esercizio, l'eccessiva discrezionalità nell'esercizio dei poteri attribuiti all'esecutivo, l'assenza di proporzionalità dello strumento che, anche a fronte di partecipazioni azionarie minoritarie, consentiva al socio pubblico di esercitare penetranti poteri di veto o di gradimento. In dottrina, S. Cassese, *I controlli pubblici sulle privatizzazioni*, in «Giorn. Dir. amm.», 2001, pp. 857; G. Rossi, *Privatizzazione e diritto societario*, in P. Marchetti (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia – saggi, leggi e documenti*, Milano, Giuffrè, 1995, pp. 125 ss.; F. Bonelli, *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Milano, 1996; P.G. Jaeger, *Problemi attuali delle privatizzazioni in Italia*, in «Giur. comm.», I, 1992, pp. 989 ss.; S. Mezzacapo, *I «nuovi poteri speciali» del Governo italiano sulle attività d'impresa e sugli assets di «rilevanza strategica»* (per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, nonché per i settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni), in «Diritto banca e mercati finanziari», 26, 4, 2012; F. Bonelli, *La «golden share» all'italiana: regole comunitarie e regole interne in materia di «poteri speciali»*, in S. Amoroso, G. Morbidelli e M. Morisi (a cura di), *Istituzioni, mercato e democrazia: liber amicorum per gli ottanta anni di Alberto Predieri*, Torino, Giappichelli, 2002, pp. 56 ss.

³³ D.L. 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla l. 11 maggio 2012, n. 56, recante *Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*. In particolare, l'art. 1 è rubricato *Poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale*, mentre l'art. 2 fa riferimento ai *Poteri speciali inerenti agli attivi strategici*. Prima di tale intervento di sistematizzazione, la tutela degli interessi strategici in ambito economico aveva trovato alcune declinazioni normative non coordinate con le disposizioni vigenti a livello nazionale in materia di concentrazioni, contenute nella legge 10 ottobre 1990, n. 287. È il caso ad esempio della previsione della c.d. *poison pill* per contrastare scalate ostili di società partecipate in maniera rilevante dallo Stato (legge 23 dicembre 2005, n. 266, art. 1, commi 381-384) e dell'attribuzione dal 2011 alla Cassa Depositi e Prestiti della competenza autorizzazione ad assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale in termini di

cesso che ha delineato la moderna configurazione comunemente nota come «golden power»³⁴. Questi poteri, inizialmente limitati alle sole imprese pubbliche in fase di privatizzazione, sono stati estesi alle società pubbliche e/o private che operano in settori strategici. L'obiettivo è garantire la tutela di importanti interessi nazionali attraverso criteri rigorosi.

Come noto, la disciplina attribuisce al Governo la facoltà di porre il veto su delibere, atti o operazioni di imprese che gestiscono attività strategiche; imporre condizioni o prescrizioni in caso di acquisizione di partecipazioni societarie; opporsi all'acquisto di partecipazioni qualora ciò

possa compromettere la sicurezza o l'ordine pubblico. L'ambito oggettivo di applicazione è stato progressivamente ampliato attraverso successivi decreti del Presidente del Consiglio dei ministri (DPCM), in attuazione dell'art. 2 del d.l. 21/2012, e in coordinamento con il Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti (*Fdi Screening Regulation*).

Nel corso del tempo, il Governo italiano ha progressivamente rafforzato i meccanismi di controllo sugli investimenti europei ed esteri in settori considerati sensibili e strategici. Sono state introdotte misure antisacalata con l'obiettivo di contrastare

strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese.

³⁴ La tematica del *golden power* costituisce oggetto di un'amplessissima riflessione dottrinale. Senza alcuna pretesa di esaustività, si rinvia a B.P. Amicarelli, *Il golden power fra istruttoria viziata e principio di legalità*, in «Giorn. dir. amm.», 5, 2021, pp. 646 ss.; B. Argiolas, *Il golden power tra Stato e mercato*, in «Gior. Dir. amm.», 6, 2022, pp. 721 ss.; L. Belviso, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, Giappichelli, 2023; R. Chieppa, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del d.l. 21/2022 e della legge di conversione 51/2022*, in «Federalismi.it», 16, 2022; R. Chieppa, C.D. Piro e R. Tuccillo (a cura di), *Golden power*, Milano, La Tribuna, 2023; S. De Nitto, *Il Golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale: alla ricerca di un delicato equilibrio*, in «Dir. amm.», 2, 2022, pp. 553 ss.; L. Fiorentino, *Verso una cultura del golden power*, in *Quaderno del Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica – Golden power*, 2021, pp. 20 ss.; D. Gallo, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell'Unione europea: il caso delle banche*, in «Riv. regol. merc.», 1, 2021, pp. 26 ss.; R. Garofoli, *Golden power: mercato e protezione degli interessi nazionali*, in «Federalismi.it», 17, 2019; A. Gemmi, *La golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento*, in «P.A. Pers. e Amm.», 1, 2020, pp. 381 ss.; D. Ielo, *Riflessioni sul sindacato del giudice amministrativo sui cosiddetti «golden powers»*, in «Rivista interdisciplinare sul diritto delle amministrazioni pubbliche», 4, 2021, pp. 59 ss.; A. Ilacqua, *L'ascesa dei golden powers. Dallo Stato imprenditore allo Stato protettore*, in «Il diritto dell'economia», 1, 2023, pp. 429 ss.; C.S. Lucarelli, *L'esercizio dei golden powers: criticità attuali e prospettive future*, in «Giur. Comm.», 6, 2023, pp. 1011 ss.; L. Masotto, *Il golden power alla prova del procedimento e del processo amministrativo*, in «Giorn. dir. amm.», 5, 2022, pp. 662 ss.; G. Napolitano, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in «Gior. Dir. amm.», 1, 2019, pp. 549 ss.; G. Napolitano (a cura di), *Foreign Direct Investment screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2020; A. Paccione, *Il golden power e il principio di legalità*, in «Gior. dir. amm.», 5, 2022, pp. 655 ss.; A. Sandulli, *La febbre del golden power*, in «Riv. trim. dir. pubbl.», 3, 2022, pp. 743 ss.; A. Sandulli, *Esercizio dei poteri speciali e sorte dell'impresa strategica*, in «Giorn. dir. amm.», 4, 2023, pp. 463; G. Scarchillo e A. Imperia, *Golden powers: una terza via per l'intervento pubblico in mercati internazionali strategici*, in «Dir. comm. int.», 3, 2023, pp. 591 ss.; R. Spagnuolo Vigorita, *Golden power: per un nuovo paradigma di intervento dello Stato nell'economia*, in «Rivista Interdisciplinare sul Diritto Delle Amministrazioni Pubbliche», 4, 2021, pp. 112 ss.

operazioni speculative in un contesto emergenziale caratterizzato dalla volatilità dei mercati e dalla vulnerabilità del sistema economico nazionale.

L'estensione dei settori strategici ha riguardato le reti 5G e cybersicurezza³⁵, la sanità e i settori alimentare, finanza e assicurazioni³⁶ e con la legge n. 10/2023 molte delle misure adottate in nome dell'emergenza sono state rese permanenti, stabilizzando un regime ampio e strutturato. È stato tra le altre cose precisato che la verifica riguarda il controllante ultimo dell'operazione, anche se la società veicolo ha sede nell'UE, per evitare pratiche elusive. Inoltre, sono state introdotte forme di compensazione e accesso privilegiato a fondi pubblici per le imprese che subiscono vincoli o prescrizioni nell'ambito delle procedure di *golden power*. È stata l'introduzione della possibilità per la Presidenza del Consiglio dei Ministri di avviare d'ufficio il procedimento finalizzato all'eventuale esercizio di poteri speciali, anche qualora le imprese coinvolte non abbiano effettuato la notifica preventiva prevista.

Con specifico riferimento al settore finanziario, è stato ampliato il raggio d'azione riguardante i soggetti obbligati alla notifica preventiva e il decreto liquidità ha introdotto modifiche al Testo Unico della Finanza, conferendo alla Consob la facoltà

di stabilire temporaneamente soglie inferiori per garantire la tutela degli investitori e promuovere l'efficienza del mercato. Il d.l. n. 21/2022 – c.d. d.l. Ucraina – ha previsto misure volte a semplificare le procedure amministrative, come la pre-notifica e la definizione anticipata a livello amministrativo, eliminando il coinvolgimento del Consiglio dei ministri. È stata anche prevista la possibilità di articolare il procedimento in fasi distinte: ad esempio, quella relativa alla cooperazione amministrativa istituita dal regolamento UE/452/2019 tra la Commissione europea e gli Stati membri, oppure quella sanzionatoria, attivata in caso di violazione degli obblighi relativi alla notifica o alle prescrizioni stabilite. Il *golden power* è stato quindi ridefinito e potenziato con *focus* su difesa, sicurezza, 5G e *cloud* nazionale, e si è introdotto l'obbligo per le aziende di presentare un «piano annuale degli acquisti» per beni e servizi di rilevanza strategica³⁷. Resta una disciplina stratificata e articolata, che combina fonti diverse, con raggio d'azione molto ampio che si estende ben oltre i settori tradizionali, che continua a porre questioni e rischi significativi.

Le criticità che emergono sono in sintesi riconducibili all'*incertezza regolamentare* – l'ampliamento progressivo dell'ambito di applica-

³⁵ D.l. n. 105/2019 convertito dalla l. n. 133/2019.

³⁶ D.l. n. 23/2020, c.d. decreto liquidità.

³⁷ DPCM n. 133/2022. Il Regolamento di semplificazione, invece, a introdotto la procedura di «prenotifica», consentendo agli operatori economici di trasmettere un'informativa sui progetti di operazione per ottenere, entro 30 giorni, una valutazione sull'assoggettabilità alla disciplina. L'obiettivo è snellire il procedimento e ridurre il numero spropositato di notifiche ritenute inutili.

zione e l'uso di definizioni ampie che rendono incerto quando sorga l'obbligo di notifica –; l'*interpretazione delle misure* alla tendenza ad esercitare la *discrezionalità* senza il necessario compendio dei principi-valori di proporzionalità e adeguatezza; l'*inefficienza amministrativa e il sovraccarico di costi per le imprese* – una mole di notifiche di cui oltre il 90% si conclude senza esercizio di poteri speciali. Elementi che da un lato aggravano i costi per le imprese, dall'altro rischiano di disincentivare gli investimenti stranieri e aggravare la perdita di competitività del Paese.

Uno Stato in continua evoluzione alla ricerca di un'identità e un ruolo di volta in volta mutevole all'interno del cangevole ordine mondiale: da imprenditore a regolatore³⁸, «salvatore» nelle fasi di crisi, «doganiere»³⁹ per incidere sul mercato e sugli assetti proprietari delle imprese e ancora, secondo alcuni, «stratega»⁴⁰, «supervisore»⁴¹, «protettore»⁴²; ora sempre più interventista.

Alcuni evidenziano i limiti di un esercizio opaco e asimmetrico

dei poteri speciali da parte del Governo, che avrebbe autorizzato operazioni di acquisizione da parte di banche appena ristrutturate (es. MPS), negandole a soggetti patrimonialmente più adeguati (es. Unicredit su BPM), così evidenziando un conflitto di interessi tra il ruolo di regolatore e quello di parte in causa⁴³. Se il Governo è parte attiva nell'acquisizione di una banca, viene violato il principio secondo cui le risorse per salvare una banca devono servire solo alla sua ripresa, non per darle un vantaggio competitivo sul mercato a danno di altri istituti «virtuosi» che non hanno chiesto aiuto pubblici.

Si continua a discutere di strumenti di intervento pubblico in economia, ma anche del rinnovato complesso rapporto tra autorità e libertà e della difficile ricerca di un equilibrio tra interesse pubblico, esercizio del potere e interesse alla conduzione di attività privata alla ricerca di un equilibrio, ovvero di un limite, argine o confine⁴⁴. Un *confine* che potremmo dire *dinamico* quello tra Stato e mercato, tra potere e libertà,

³⁸ S. Cassese, *La nuova Costituzione economica*, Bari, Laterza, 2021, p. 395.

³⁹ G. Napolitano, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in «Gior. Dir. amm.», 1, 2019, pp. 549 ss.

⁴⁰ R. Garofoli, *Golden Power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in «Federalismi.it», 17, 2019, p. 2.

⁴¹ L. Fiorentino, *Verso una cultura del golden power*, in *Quaderno del Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica – Golden power*, 2021, p. 24.

⁴² A. Ilacqua, *L'ascesa dei golden powers. Dallo Stato imprenditore allo Stato protettore*, in «Il diritto dell'economia», 1, 2023, p. 429.

⁴³ P. Reichlin, «La Stampa», 2 dicembre 2025.

⁴⁴ In letteratura si è posta l'attenzione anche sull'intervento del giudice amministrativo e la tutela riconosciuta in giudizio dai privati e le misure di sostegno pubblico a favore delle imprese lese dai provvedimenti di esercizio del *golden power*. Tra gli altri, P. Abbatiello, *Golden power: Cosa resta ai privati?*, in «Il diritto amministrativo», 1, 2026.

che rischia inevitabilmente di essere spostato in qua o in là in base ai «valori» di riferimento, le «necessità» e le «circostanze».

5. L'impatto sulle imprese: alcuni casi e distorsioni

L'esercizio del potere da parte del Governo può manifestarsi in forma di veto, opposizione o imposizione di specifiche condizioni e prescrizioni con quest'ultima che rappresenta la fattispecie più frequente di esercizio. I poteri di veto e di opposizione, che limitano al massimo grado l'autonomia privata delle imprese, devono essere adottati, in ossequio al principio di proporzionalità, come estrema *ratio* e quando l'imposizione di specifiche condizioni o prescrizioni non siano in grado di tutelare in modo adeguato gli interessi pubblici garantiti dalla disciplina⁴⁵.

La fattispecie più frequente di esercizio dei poteri speciali avviene sotto forma di prescrizioni e condizioni, che non bloccano completamente il compimento dell'operazione, come accade negli altri casi, ma si limitano a circoscriverla per renderla compatibile con la tutela degli interessi nazionali. Di fatto, si

tratta comunque di una limitazione dell'autonomia privata, che può essere più o meno incisiva a seconda del contenuto dei vincoli imposti. L'applicazione delle prescrizioni e condizioni è poi soggetta al controllo di un comitato di monitoraggio costituito con il singolo decreto di esercizio dei poteri speciali, che ne deve indicare criteri, modalità e amministrazione responsabile.

L'esercizio dei poteri speciali ha avuto e continua ad avere impatti significativi sugli assetti organizzativi, sulla *corporate governance* e sull'operatività delle società coinvolte, specialmente quando si tratta di società quotate e titolari di attivi strategici⁴⁶.

Nella prassi applicativa si osserva che le prescrizioni intervengono frequentemente in modo diretto sulla *governance* e sugli assetti organizzativi interni dell'impresa. L'obiettivo è spesso quello di approntare misure strutturali per tutelare l'autonomia della società e del suo *management*. Possono essere imposte modifiche statutarie per garantire gli interessi strategici dello Stato, con l'effetto di stabilizzare tali previsioni anche a fronte della temporaneità dei patti parasociali o del variare degli azionisti.

⁴⁵ Tra i casi di veto ed opposizione tra il 2020 e il 2022, si evidenzia il caso Alpi Aviation SRL (2021), in cui fu disposto il veto sull'acquisto del 75% della società da parte della cinese Mars (HK) Information Technology Co. (società indirettamente a controllo statale).

⁴⁶ Sul punto, Osservatorio golden power-Assonime, *Proposte di revisione della normativa in materia di poteri speciali*, Documento Programmatico 2025, che propone il riordino organico della disciplina in un Testo Unico dei poteri speciali per garantire coerenza, prevedibilità e allineamento al diritto UE; Assonime, *Golden Power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali*, in «Note e Studi», 7, 2023, nel quale si evidenzia, anche attraverso l'analisi del caso Pirelli, come l'esercizio dei poteri speciali possa incidere significativamente sugli assetti di *governance* delle società quotate e sollevare interrogativi in merito alla prevedibilità e alla proporzionalità dell'intervento governativo.

Tra i casi registrati negli ultimi anni viene spesso citato il caso Pirelli, quale recente significativo esempio della pervasività delle misure imposte su una società quotata. La decisione fu presa in occasione del rinnovo del patto parasociale che disciplinava la *governance*. L'operazione vedeva coinvolti il socio di maggioranza relativa una SRL controllata da China National Tire & Rubber Corporation LTD – CNRC, a sua volta controllata indirettamente dal governo centrale cinese tramite SASAC e Camfin SPA. L'esercizio dei poteri speciali fu motivato con la necessità di tutelare un *asset* strategico: i sensori CYBER impiantabili su pneumatici, capaci di raccogliere dati rilevanti per la sicurezza nazionale. Inoltre, Il Governo ha tenuto in considerazione il fatto che il socio di maggioranza relativa era indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica di un Paese non appartenente all'Unione Europea (Stato cinese/SOE). Sono state imposte apposite prescrizioni che miravano a tutelare l'autonomia di Pirelli e del suo *management*, con una limitazione definita «sterilizzazione» delle prerogative del socio cinese. Alcune prevedevano anche il divieto di esercitare attività di direzione e coordinamento su Pirelli.

In questo caso le prescrizioni possono anche incidere sulle competenze del CdA e sui *quorum* deliberativi. Nel caso Pirelli fu richiesto che per le delibere consiliari relative agli attivi strategici e alla nomina e revoca dei dirigenti con responsa-

bilità strategica la proposta fosse riservata all'Amministratore delegato e che qualsiasi decisione contraria potesse essere adottata solo con il voto di almeno i 4/5 del Consiglio.

In alcuni casi può essere richiesta la presenza nel CdA di un membro con specifici requisiti quali la cittadinanza italiana esclusiva, l'abilitazione di sicurezza personale, l'assenso del Governo. Le prescrizioni possono definire il ruolo di figure chiave, come l'Amministratore delegato, che nel citato caso Pirelli fu prescritto dovesse essere indicato dal socio italiano.

Viene spesso richiesta l'istituzione di una specifica unità organizzativa (o Organizzazione di sicurezza) preposta alle attività rilevanti per la sicurezza nazionale, dotata di piena autonomia economica, finanziaria e gestionale del personale.

Il *golden power* può avere un impatto significativo anche sull'operatività e sul controllo, come nella previsione di un gradimento governativo per alcune figure chiave dell'organizzazione aziendale. Esso impone un controllo durevole da parte del potere pubblico sull'attività considerata strategica. Le società sono tenute ad adottare *policies* specifiche e piani per la sicurezza interna al fine di impedire il trasferimento di *know-how* aziendale specifico al di fuori del territorio nazionale. Le prescrizioni possono richiedere l'adozione di piani adeguati di sviluppo, investimento e manutenzione degli *asset* ritenuti strategici e l'effettuazione degli investimenti già previsti. Può essere richiesta la localizzazione di specifiche

funzioni aziendali o *asset* sul territorio italiano, o il divieto di trasferire stabilimenti all'estero per un periodo determinato. Le società devono garantire la regolare prosecuzione delle attività strategiche per gli interessi pubblici nazionali, inclusa la continuità dei contratti con la pubblica amministrazione e le forze armate. Nel caso citato, sono state imposte limitazioni significative al socio acquirente, in particolare, al socio cinese è stato prescritto di non esercitare attività di direzione e coordinamento sulla società, una sorta di «sterilizzazione» delle prerogative connesse al controllo.

Le società sono soggette a specifici obblighi informativi, sotto forma di previsione di un flusso informativo regolare all'autorità pubblica, spesso sotto forma di relazione semestrale, per monitorare l'adempimento delle condizioni previste. Inoltre, devono essere fornite informazioni preventive in merito a operazioni che possono ridurre la capacità tecnologica, operativa o industriale nelle attività strategiche, o che incidono sulla *governance* (es. variazioni degli assetti societari, delocalizzazione di attività strategiche, cessioni di rami d'azienda).

Quanto ai profili di vigilanza ed *enforcement*, la violazione delle condizioni imposte comporta la sospensione dei diritti di voto e degli altri diritti non patrimoniali connessi alla partecipazione rilevante. Le delibere adottate in violazione sono nulle, e si applicano sanzioni pecuniarie fino al doppio del valore dell'operazione.

Di fatto, l'impatto del *golden power* si traduce in una limitazione incisiva dell'autonomia privata, sia pure motivata da ragioni di sicurezza e interesse nazionale, nonché nell'introduzione di vincoli organizzativi e gestionali volti a preservare l'integrità degli attivi e delle tecnologie considerate strategiche per l'interesse nazionale.

Nel caso TIM/Vivendi l'esercizio dei poteri speciali è avvenuto in seguito all'acquisto del controllo di fatto di TIM da parte di Vivendi. Furono imposte prescrizioni e condizioni sia sui profili di *governance*, sia su quelli operativi e gestionali. Si è istituita un'unità organizzativa, organizzazione di sicurezza, preposta alle attività aziendali rilevanti per la sicurezza nazionale, dotata di piena autonomia economico-finanziaria e gestionale. Inoltre, è stata prevista la presenza in CdA di un componente con legale rappresentanza, con esclusiva cittadinanza italiana e abilitazione di sicurezza personale (Nos) ed è stata richiesta la nomina di un funzionario alla sicurezza, scelto da una terna proposta dalla Presidenza del Consiglio dei ministri. Ulteriori condizioni sono state in quel caso previste per garantire gli investimenti sugli *asset* considerati strategici, la fornitura e i contratti con le forze armate e le altre amministrazioni dello Stato, e il mantenimento in Italia delle attività di produzione, manutenzione, ricerca e sviluppo degli apparati di rete e dei sistemi informativi.

Il TAR del Lazio ha confermato la sanzione amministrativa inflitta a

TIM tramite il decreto dell'8 maggio 2018, per la mancata notifica, nel 2017, del cambiamento del controllo societario a favore di Vivendi. Questa decisione si inserisce in un quadro complesso di contenziosi avviati dopo l'accertamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri, relativo all'obbligo di notifica per l'acquisizione di partecipazioni per il trasferimento di controllo⁴⁷. Il giudice amministrativo riprende e ribadisce la giurisprudenza Syngenta in tema di poteri speciali, secondo cui l'esecutivo, in considerazione degli interessi pubblici coinvolti, possiede un'ampia discrezionalità sia nella valutazione della compatibilità dell'operazione con le esigenze pubblicistiche, sia nella definizione delle prescrizioni da imporre ai privati. Il principio è confermato dal Consiglio di Stato⁴⁸. I poteri speciali dello Stato, pur ritenuti compatibili con le libertà sancite a livello europeo, richiedono un'analisi rigorosa in termini di necessità e proporzionalità degli interventi concreti. Nel caso specifico, TIM era tenuta alla notifica del mutamento di controllo non surrogabile con semplici comunicazioni. La sanzione irrogata è stata ritenuta congrua poiché calcolata sui ricavi generati dai soli attivi strategici e comprendente anche le operazioni infragruppo.

Un altro esempio nel quale il Governo ha esercitato poteri speciali sotto forma di prescrizioni e condizioni è il caso Retelit nel 2018, una società a quei tempi non quotata, che aveva notificato l'operazione dopo l'assemblea che aveva nominato un nuovo CdA e modificato gli assetti di *governance*. La ragione era legata al fatto che i cambiamenti nella *governance* erano stati ritenuti tali da incidere sulla disponibilità degli attivi strategici e minacciare la sicurezza delle reti. Il Governo ha esercitato poteri speciali attraverso richieste finalizzate a garantire la continuità del servizio e la funzionalità operativa della rete, l'impiego di adeguati investimenti, il mantenimento sul territorio nazionale delle funzioni di gestione e sicurezza delle reti. Tuttavia, il provvedimento del Governo è stato annullato dal TAR del Lazio nel 2020 per un difetto di competenza procedimentale.

Un altro caso interessante di esercizio di poteri speciali è *quello che ha riguardato l'intervento del Governo italiano nell'operazione UniCredit-Banco BPM*, dove la peculiarità sta nell'estensione del ricorso al *golden power* ad un settore che non rientra in quelli tradizionali di difesa ed energia, nel superamento del «controllo di investimenti esteri diretti extra-UE» e nell'ampliamento

⁴⁷ I provvedimenti sono stati impugnati da Vivendi davanti al TAR Lazio, che ha respinto il ricorso con la sentenza del 6 settembre 2022, n. 11508, successivamente confermata dal Consiglio di Stato il 5 luglio 2023 con la sentenza n. 6575. TIM ha invece presentato ricorso straordinario al Presidente della Repubblica e, in particolare, ha impugnato il decreto dell'8 maggio 2018 relativo all'applicazione di una sanzione economica pari a 74.312.342,44 euro.

⁴⁸ Consiglio di Stato, sezione IV, sentenza del 9 gennaio 2023, n. 289.

significativo della nozione di «interesse nazionale». Nella vicenda furono coinvolti due istituti italiani, e non un investimento estero, con ciò sollevando interrogativi sulla legittimità e sull'opportunità dell'intervento. L'esercizio da parte del Governo di poteri speciali avvenne sotto forma di imposizione di condizioni e vincoli in considerazione della necessità di preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale.

Con la sentenza 12 luglio 2025 n. 13748 il TAR Lazio si è espresso sul ricorso di UniCredit contro il DPCM del 18 aprile 2025, che aveva imposto prescrizioni sull'offerta di scambio volontaria di UniCredit finalizzata all'acquisizione delle azioni di Banco BPM. Il ricorrente aveva ritenuto le prescrizioni eccessivamente gravose, sproporzionate, poco chiare e tali da compromettere la propria autonomia industriale e sostenuto che l'operazione non rientrasse negli obiettivi della normativa sul *golden power*, destinata a proteggere gli *asset* strategici nazionali da investitori extra-UE. Il TAR Lazio ha accolto parzialmente il ricorso, giudicando alcune prescrizioni non pienamente proporzionate all'esercizio dei poteri speciali previsti dalla disciplina.

La decisione assume particolare rilevanza perché, da un lato, evidenzia l'importanza di garantire proporzionalità e ragionevolezza nelle misure adottate; dall'altro lato, ribadisce il principio secondo cui anche le operazioni all'interno dell'UE, o quelle tra soggetti nazionali, possono

legittimare un intervento governativo qualora vadano a influire su *asset* finanziari ritenuti strategici, quali il risparmio privato, il credito alle piccole e medie imprese oppure la stabilità del mercato interno.

Infatti, se da una certa prospettiva l'intervento può essere letto come un tentativo di tutela della pluralità bancaria e della concorrenza interna, appare evidente la frizione con i principi europei di concorrenza e di libera circolazione dei capitali. A questo si aggiunge il rischio di tensione eccessiva dello strumento che può essere portato a punto di lacerazione se la discrezionalità interpretativa non è bilanciata, come sopra evidenziato, con proporzionalità ed adeguatezza. Con conseguenti dubbi di legittimità di uno strumento che può rischiare di essere strumentalizzato e, tra le altre cose, produrre l'effetto distorsivo di rallentare il consolidamento bancario interno, utile a consentire di competere adeguatamente su scala europea e globale.

La decisione del giudice amministrativo di primo grado assume rilevante importanza da diversi punti di vista. Innanzitutto riconosce la legittimità dell'estensione del *golden power* al settore finanziario e la compatibilità con il diritto UE, purché l'intervento sia fondato su presupposti oggettivi, specifici e proporzionati; afferma che la «sicurezza economica» può rientrare nella nozione di sicurezza nazionale, legittimando in astratto l'intervento statale anche in operazioni bancarie; censura solo

due delle 4 prescrizioni⁴⁹, mentre conferma le prescrizioni relative al sostegno al risparmio gestito e alla cessazione delle attività in Russia, ritenute proporzionate e coerenti con interessi strategici nazionali.

La sentenza del TAR Lazio segna pertanto un precedente rilevante perché conferma la legittimità in astratto dell'applicazione del *golden power* al settore bancario come strumento di tutela della sicurezza economica, ma ribadisce i limiti di proporzionalità, adeguatezza e motivazione, censurando prescrizioni eccessivamente invasive. Evidenzia tuttavia la questione di compatibilità con la cornice giuridica europea, in particolare con la disciplina sulle concentrazioni e con le libertà fondamentali del mercato interno.

La vicenda rischia di sfociare in una procedura di infrazione o in un ordine formale di revoca del decreto, con conseguenze rilevanti sul piano giuridico, considerato il riparto di competenze tra Stati e UE, ma anche sul piano politico, considerato il rapporto tra sovranità economica nazionale e integrazione europea⁵⁰.

6. Come rafforzare l'efficacia e affidabilità del sistema: alcune proposte

Dall'analisi che precede emerge un quadro regolatorio che negli ultimi tempi ha consentito di rafforzare la capacità del Paese di difendere gli interessi strategici, ma che necessita di un'attività di *fine-tuning* per consentire di superare le potenziali distorsioni.

Sarebbe auspicabile un chiaro intervento a livello europeo che consentisse di definire regole comuni, per fare ancora un passo verso il pieno funzionamento del mercato unico, per sviluppare una strategia comune europea a difesa degli interessi strategici dell'Unione complessivamente intesa. Una sistematizzazione e armonizzazione a livello europeo – con regole del gioco chiare e valide per tutti e adeguati argini alla discrezionalità – favorirebbe un quadro regolatorio equilibrato all'interno del mercato unico e limiterebbe le forme di arbitraggio, ma è un passaggio che richiede tempo e coesione politica difficile da pretendere da un organismo che si trascina con varie manifestazioni di «gigantismo da un lato e nanismo dall'altro»⁵¹.

⁴⁹ Quella sul mantenimento quinquennale del rapporto impieghi/depositi, ritenuta sproporzionata e priva di adeguata istruttoria e quella sul portafoglio di *project finance*, per assenza di limiti temporali e invasività nella politica aziendale.

⁵⁰ A luglio 2025 la Commissione aveva inviato una lettera preliminare all'Italia, chiedendo chiarimenti sul DPCM del 18 aprile e segnalando possibili violazioni dell'art. 21 Reg. concentrazioni (Reg. CE n. 139/2004). A valle della sentenza TAR di luglio la Commissione prende atto della sentenza e intensifica l'analisi. Dopo l'estate apre una fase informale di dialogo per ottenere informazioni dettagliate dal Governo italiano e il 10 ottobre 2025 la Commissaria ai Servizi finanziari, Maria Luís Albuquerque, dichiara pubblicamente che l'UE è pronta ad agire per tutelare il mercato unico, non escludendo una procedura di infrazione o un intervento diretto *ex art.* 21 Reg. 139/2004.

⁵¹ S. Cassese, *Editoriale*, in «Corriere della sera», 9 ottobre 2025.

Invece il dibattito tra Stati e dentro gli Stati resta aperto e fortemente condizionato dalla strategia politica di ciascun Governo sul palcoscenico europeo e globale e risente dell'influenza più o meno esplicita esercitata da potenze extra UE. È necessario investire impegno nella convergenza verso un'unione politica e fiscale, che rappresentano un nodo che incaglia molti altri progetti di sviluppo comune. È opportuno che i singoli Governi si incontrino e definiscano cosa intendono ritenere strategico per gli interessi comuni oltre che nazionali, che si coordinino e armonizzino le normative nazionali e le procedure amministrative, che definiscano comuni regole, presupposti ed eccezioni. Ciò al fine di evitare che condizioni di volta in volta mutevoli consentano di evocare l'emergenza e diventino pretesto per alterazioni più o meno permanenti dello stato di diritto, finendo per alimentare arbitraggi regolamentari all'interno del mercato unico.

Nell'attesa vale comunque la pena mettere mano al *framework* regolatorio nazionale, che risulta ancora caratterizzato da frammentazione, eccessiva complessità e stratificazione, ovvero sovrapposizione con altre discipline; definizioni non uniformi; mancanza di una efficace

tipizzazione delle prescrizioni e delle condizioni che il Governo può imporre; criteri poco chiari che portano spesso a notifiche inutili e motivazioni deboli; nel contempo si traduce in oneri sproporzionati per le imprese, in termini di lunghezza dei tempi, costi amministrativi e rischio sanzioni. Ciò può aumentare l'incertezza per gli investitori, con possibili effetti negativi sulla competitività del Paese e mercato unico europeo⁵².

Con il recepimento a fine 2024 nell'ordinamento nazionale delle direttive UE n. 2022/2555 (Network and information system security – NIS 2) e n. 2022/2557 (Critical Entity Resilience – CER)⁵³ l'Italia ha aggiornato e potenziato la protezione delle infrastrutture critiche e dei servizi essenziali italiani, affiancando e rendendo più efficace la normativa nazionale sul *golden power*.

Manca tuttavia una adeguata opera di riordino, semplificazione e coordinamento della disciplina nazionale ed europea in senso lato anche nella forma del Testo Unico.

Per questo è necessario un processo di razionalizzazione e sistematizzazione della normativa nazionale, in linea con quella europea, che consenta anche di chiarire i nessi e rapporti con la disciplina antitrust, mercati finanziari, vigilanza bancaria

⁵² Di contro vale la pena segnalare che i dati Banca d'Italia sugli investimenti diretti in Italia non segnalano evidenti riduzioni.

⁵³ L'Italia ha recepito la direttiva UE NIS2 con il d.lgs. n. 138/2024, entrato in vigore il 16 ottobre 2024. La direttiva (UE) 2022/2557 (CER) è stata invece recepita tramite il d.lgs. n. 134/2024, pubblicato il 23 settembre 2024. La NIS2, relativa alla cibersicurezza, ampliando i settori protetti, impone obblighi più stringenti per gli operatori. La CER, invece, si concentra sulla resilienza delle entità critiche, sia digitali che fisiche, anche nell'ambito della Golden Power che regola gli investimenti strategici.

e assicurativa, *cybersecurity*. Ciò potrebbe consentire di definire regole di coordinamento tra PCM e autorità indipendenti – AGCM, CONSOB, IVASS, Banca d'Italia – così limitando il rischio di duplicazioni, conflitti interpretativi e allungamento dei tempi decisionali. L'istituzione di un meccanismo di coordinamento stabile tra Presidenza del Consiglio dei Ministri e autorità indipendenti aiuterebbe a prevenire possibili contrasti e rendere più snello il procedimento. Con l'occasione si potrebbe chiarire meglio anche la sorte relativa ai pegni, i regimi concessori le operazioni infragruppo prive di effetti reali sul controllo.

L'*ambito di applicazione* della disciplina nazionale dovrebbe essere meglio definito, in modo armonizzato con tutti gli altri paesi europei, escludendo di regola le operazioni e i soggetti intra-europei, nel rispetto del principio di libera circolazione dei capitali e delle regole di funzionamento del mercato unico europeo. Le eccezioni riguardanti operazioni e soggetti intra-europei dovrebbero essere condivise a livello europeo, ricomprese in un *numerus clausus*, e accompagnate da un meccanismo di vaglio *ex ante* rimesso ad un organismo indipendente di rango europeo, dotato di adeguati poteri di vigilanza.

Il quadro potrebbe quindi essere supportato da strumenti di *soft law*, che possano aiutare a chiarire i casi che non rientrano nell'ambito di applicazione, riducendo le notifiche non necessarie.

Dal punto di vista procedurale per rendere il sistema più affidabile

e meno esposto all'esercizio puramente discrezionale del potere, sarebbe utile una definizione di regole semplici e uniformi sui tempi, il calcolo dei giorni e le proroghe, nonché una maggiore e migliore valorizzazione della pre-notifica, unitamente all'introduzione di strumenti di monitoraggio indipendente come i *monitoring trustees* per verificare l'attuazione delle prescrizioni. Nel contempo, il sistema beneficerebbe di una maggiore trasparenza sui DPCM di esercizio del potere speciale, che consenta agli operatori di avere più informazioni anche se con l'opportuna tutela della confidenzialità di alcuni profili.

Per alleggerire, semplificare e accelerare il processo, si potrebbe valutare di introdurre un meccanismo di silenzio-assenso per i casi più semplici e rafforzare il dialogo preliminare con l'amministrazione attraverso la previsione di modelli e formulari da mettere a disposizione su una *piattaforma digitale di dialogo*. Potrebbe essere gestita dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri e resa accessibile su registrazione agli operatori, fornendo supporto in caso di dubbi, e garantendo trasparenza senza compromettere la tutela alla riservatezza di alcune informazioni.

La previsione di una «tassonomia» dei presupposti e condizioni per gli obblighi di notifica aiuterebbe ad orientare le imprese. Ne beneficerebbe anche il controllo sull'esercizio dei relativi poteri affidato alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, che come noto consente

la piena contestazione della proporzionalità tra i poteri esercitati e le concrete esigenze di perseguimento dell'interesse pubblico, in linea con i requisiti della Corte di Giustizia che accettano limitazioni alla libera circolazione dei capitali solo se basate su «criteri oggettivi e controllabili dal giudice».

Utile e opportuno sarebbe anche chiarire la natura ed efficacia delle raccomandazioni contenute nelle delibere di non esercizio, nel senso della vincolatività o meno, anche al fine di ponderare il rischio di una non conformità e le relative conseguenze.

Infine, ma non di minore importanza, per un *enforcement* efficace, è auspicabile una messa a punto del sistema sanzionatorio. Quello previsto dalla disciplina in vigore alimenta incertezze e causa inefficienze per l'amministrazione da un lato e per le imprese dall'altro. È percepito come poco predeterminabile. Non è tanto il fatto che le sanzioni pecuniarie possono raggiungere importi elevati, fino a percentuali significative del fatturato, quanto che non sono chiaramente predeterminabili e sempre proporzionate alla violazione. Non esistono, infatti, criteri chiari e trasparenti per la loro determinazione. Cosa che rende ampio il margine di esercizio della discrezionalità dell'amministrazione, in quanto svincolata da parametri oggettivi che fungano da elementi di contenimento. Ciò può nutrire il timore delle imprese di incorrere in sanzioni sproporzionate e così indurle a notificare anche ope-

razioni marginali o irrilevanti, contribuendo alla proliferazione delle cc.dd. notifiche «prudenziali».

Il sistema sanzionatorio potrebbe essere migliorato temperando la funzione punitiva e deterrente con i principi di proporzionalità e trasparenza. Un sistema più proporzionato, trasparente e predeterminabile richiederebbe sanzioni commisurate alla gravità della violazione, distinguendo tra violazioni formali (es. ritardo nella notifica) e violazioni sostanziali (es. omessa notifica di un'operazione rilevante o mancato rispetto di prescrizioni). Occorrerebbe esplicitare i parametri come il valore dell'operazione, il grado di rischio per la sicurezza nazionale e l'eventuale recidiva. Si potrebbero in questo modo più facilmente irrogare sanzioni dissuasive, ma non tali da scoraggiare gli investimenti o alimentare reazioni difensive, contenendo la corsa alle notifiche.

Al contempo la previsione di un *obbligo di motivazione* dei criteri applicati rispetto a ciascuna decisione sanzionatoria assunta potrebbe rendere lo strumento più efficace e in ultima istanza giovare al Paese. Potrebbe infatti contribuire a rafforzare la legittimità dell'azione amministrativa da un lato e la fiducia degli operatori dall'altro. Nel contempo, l'adozione di *linee guida* ufficiali da rendere disponibili sulla piattaforma digitale di dialogo di cui sopra, aiuterebbe le imprese a comprendere meglio e distinguere i casi di violazione grave dalle irregolarità minori, e in ultima analisi limitare incom-

prensioni, incertezze e conseguente contenzioso.

In ultima analisi, un sistema di regole più semplice, chiaro, coordinato, accompagnato da meccanismi di *enforcement* efficaci, che assicurino – con trasparenza e proporzionalità – un adeguato argine all'esercizio della discrezionalità, potrebbe portare benefici in termini di certezza del diritto, riduzione dei costi ammi-

nistrativi e delle inefficienze a carico di imprese e amministrazione. Così rafforzando l'efficacia e affidabilità del sistema a tutela degli interessi strategici dello Stato, senza minare la competitività del Paese. Ciò consentirebbe di avere uno strumento di esercizio di poteri speciali sterilizzato, nei limiti del possibile, da distorsioni con cui continuare a difendere gli interessi strategici del Paese.

ABSTRACT: Market Competition, Rules and Special Powers in an Unstable Geopolitical Context (J.E.L.: K2; K3)

Safeguarding the State's strategic interests without undermining its competitiveness, disrupting the functioning of the European Single Market, or contravening the principles of a market economy remains a persistent and intricate challenge. This article analyzes the evolution of the legal framework regulating the screening of foreign direct investments, with particular emphasis on the expansion of special governmental powers prompted by recent geopolitical developments and the European Union's increasing demands for enhanced oversight. The broadening of the regulatory perimeter, the lowering of materiality thresholds, and the surge in notifications call into question the proportionality of the measures and their alignment with the principles of competition and economic freedom enshrined in Union law. The paper focuses on the challenges arising from an expansive and insufficiently predictable exercise of governmental discretion, as well as the interpretative uncertainties faced by economic operators. It argues for a coherent and comprehensive legislative reorganization, aiming at achieving an adequate balance between national security imperatives and the integrity of the European Single Market and contains some proposals to strengthen the effectiveness and reliability of the system.

KEYWORDS: Market competition; Special powers; Foreign direct investment screening; Golden power; Security; Strategic interests.

