

Corso di laurea in Economia & Management

Cattedra: Diritto Pubblico dell'Economia

Interesse nazionale e controllo degli investimenti esteri: il Golden Power tra il caso Leonardo e la regolazione dei mercati finanziari.

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATORE

Giorgio Maria Riccardo Lavenia

CANDIDATO

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

<i>Prefazione.....</i>	<i>4</i>
<i>Capitolo I.....</i>	<i>7</i>
<i>Sovranità nazionale: I poteri speciali dello Stato e i suoi interessi strategici</i>	<i>7</i>
1.1. La protezione dell'interesse nazionale in un'economia globalizzata	7
1.2. La genesi dei poteri speciali: evoluzione storica del Golden Power	13
1.3. Golden Power e libertà di mercato: tensione costituzionale	18
1.4. Golden Power e trasparenza democratica: accountability, limiti e garanzie procedurali	22
<i>Capitolo II</i>	<i>26</i>
<i>Il Golden Power, le sfide UE e i primi casi emblematici.....</i>	<i>26</i>
2.1. Estensione dell'applicabilità del Golden Power: dai servizi di difesa alle infrastrutture critiche	26
2.2. Il regolamento UE 2019/452 e il coordinamento europeo: cooperazione, notifica e conflitti tra Stati membri	28
2.3. Casi emblematici: Telecom Italia, Pirelli	33
2.3.1. Il caso Telecom Italia (TIM): infrastrutture di rete e sicurezza cibernetica	33
2.3.2. Il caso Pirelli: tutela del know-how e governance societaria	36
<i>Capitolo III.....</i>	<i>38</i>
<i>Il caso emblematico: Leonardo S.p.A.</i>	<i>38</i>
3.1. Storia e assetto societario di Leonardo S.p.A. : da Finmeccanica alla leadership tecnologica globale	38
3.2. Settori operativi e progetti sensibili: difesa, aerospazio e innovazione dual-use	43
3.3. Golden Power e Leonardo: quadro giuridico	45
3.4. Casi studio: operazioni rilevanti e interventi del Governo	48
<i>Capitolo IV</i>	<i>53</i>
<i>La più recente evoluzione del Golden Power: i mercati finanziari.....</i>	<i>53</i>
4.1. Golden Power e regolazione finanziaria: freno all'attrattività degli investimenti?	53
4.2. Il ruolo di Consob e Banca d'Italia: vigilanza e coordinamento con la Presidenza del Consiglio	59
4.3. L'incognita del Golden Power all'interno delle banche.....	65
4.3.1. Il caso Unicredit-Commerzbank, il Golden Power nel risiko bancario	67
<i>CONCLUSIONI.....</i>	<i>72</i>
BIBLIOGRAFIA	75

Prefazione

Nel contesto del Golden Power, che esamineremo a breve, una delle prime questioni da menzionare è il processo di globalizzazione, evento scatenante che ha ridisegnato l'economia internazionale, ponendo quindi nuovi problemi da affrontare e nuove soluzioni¹. Tramite la globalizzazione, negli ultimi vent'anni si sono visti un generoso aumento dei flussi di capitali dall'estero e anche una crescente integrazione dei mercati. Questi due elementi incidono sul ruolo che lo Stato ha tradizionalmente svolto nell'economia, rendendo necessario un ripensamento degli strumenti di intervento pubblico e di sicurezza nazionale.

L'apertura dei mercati verso l'estero e la liberalizzazione dei movimenti di capitale (entrambe conseguenze dirette del processo di globalizzazione) hanno favorito la crescita degli investimenti diretti esteri, contribuendo così allo sviluppo economico, all'occupazione e all'integrazione dei sistemi produttivi. Questi nuovi investimenti esteri, tuttavia, hanno anche sollevato nuove vulnerabilità legate al controllo di asset strategici, infrastrutture critiche e tecnologie sensibili. Queste vulnerabilità riguardano soprattutto il fatto che potrebbero cadere troppo facilmente sotto il controllo di attori esterni all'Italia e all'Unione Europea, tramite operazioni societarie o altri metodi. Tutto ciò potrebbe portare alla creazione di problemi relativi ai settori strategici nazionali (difesa, telecomunicazioni, settore bancario ecc.). In questo contesto, la sicurezza relativa agli scambi economici esteri e alle operazioni societarie estere ha chiaramente assunto una rilevanza crescente, affermandosi come uno standard strutturale delle politiche pubbliche, accanto alle tradizionali declinazioni della sicurezza militare e dell'ordine pubblico.

Nel corso degli ultimi decenni, inoltre, la posizione che lo Stato ricopriva nei settori strategici ha visto una profonda evoluzione quando, da uno Stato prevalentemente imprenditore, tramite la *Golden Share*, si è passati alle privatizzazioni delle società pubbliche. La necessità di mantenere la propria sovranità e la propria attenzione a tutela degli interessi generali dello Stato ha portato nel 1994 all'attribuzione allo Stato di poteri speciali. Tali poteri sono applicabili ai settori strategici italiani, nonostante manchi l'effettiva partecipazione azionaria dello Stato all'interno delle imprese, ormai del tutto o quasi privatizzate².

Anche l'Unione Europea, col passare del tempo, con l'evolversi dei mercati e con l'aumento di un'economia sempre più globalizzata ha riconosciuto che gli investimenti esteri capita talvolta che possano incidere sulla sicurezza e sull'ordine pubblico degli Stati membri, legittimando di conseguenza l'adozione di alcuni meccanismi di controllo (come appunto il Golden Power),

¹ Senato della Repubblica – Ufficio Valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo, Documento di analisi n.28, 2023

² Pellegrini, Diritto pubblico dell'economia, CEDAM, 2023

applicabili nei settori strategici da parte degli Stati membri. Questa consapevolezza è stata resa concreta da parte delle istituzioni europee tramite la creazione di un quadro europeo di cooperazione e coordinamento in materia di screening degli investimenti, destinato a conciliare il rapporto fra l'apertura del mercato interno e la tutela degli interessi essenziali degli stati membri³.

È proprio in questa tensione, tra apertura economica e salvaguardia della sovranità e della sicurezza nazionale, che si colloca l'istituto dei poteri speciali dello Stato, comunemente noto come Golden Power.

Nell'ordinamento italiano, il Golden Power rappresenta uno strumento di intervento eccezionale attraverso il quale il Governo può incidere e porre il proprio diritto di veto su operazioni societarie e assetti proprietari relativi a settori che si possono identificare come strategici per la sicurezza o per l'interesse nazionale, al fine di prevenire situazioni di grave pregiudizio per questi ultimi⁴. Il Golden Power si inserisce quindi in un più ampio processo di trasformazione del ruolo dello Stato nell'economia, che dopo aver abbandonato il modello dello Stato come imprenditore tramite la *Golden Share* in seguito alle privatizzazioni degli anni '90, necessita di riaffermarsi a tutela degli interessi italiani, e riesce a soddisfare questa necessità assicurando la funzione di garante della sicurezza economica e della stabilità del sistema tramite la propria sovranità e i permessi europei⁵.

Questo elaborato si propone di svolgere un'analisi sistemica e critica riguardo all'evoluzione, la natura giuridica e la modalità di esercizio del Golden Power nell'ordinamento italiano, inserendolo nel più ampio spettro del diritto pubblico dell'economia e del diritto dell'Unione Europea. L'analisi inizia ricostruendo il contesto istituzionale nel quale il Golden Power si è affermato, soffermandosi successivamente sulla progressiva estensione del suo ambito applicativo in Europa e attraverso dei casi concreti (Leonardo S.p.A. o il caso Unicredit Commerzbank). Nell'ambito del secondo caso l'esercizio dei poteri speciali assume una particolare delicatezza, per via delle interconnessioni sistemiche e del ruolo centrale svolto dagli intermediari finanziari internazionali. In tale prospettiva, l'analisi del caso consente di valutare criticamente la potenzialità e i limiti dell'intervento statale nei mercati dei capitali.

Verrà quindi esaminato il bilanciamento tra, in primo luogo, le esigenze di sicurezza economica e di ordine pubblico e tutela dell'affidamento degli operatori economici, e in secondo luogo, la necessità di attrarre investimenti esteri in Italia, evitando che vengano allocati in altri paesi.

³ Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni – Rafforzare il quadro europeo per il controllo degli investimenti esteri diretti, COM 2017, 494 final,

⁴ Senato della Repubblica – Ufficio Valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo, Documento di analisi n.28, 2023, cit.

⁵ Assonime, Golden Power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali - Note e Studi n.7/2023

Nel suo complesso, la tesi mira a fornire delucidazioni e spiegazioni riguardo al Golden Power come strumento di diritto pubblico dell'economia, interrogandosi sulla sua idoneità a rispondere alle nuove sfide poste dalla competizione geopolitica ed economica globale e sulle prospettive di una possibile evoluzione in senso europeo.

Capitolo I

Sovranità nazionale: I poteri speciali dello Stato e i suoi interessi strategici

1.1. La protezione dell'interesse nazionale in un'economia globalizzata

Nel processo evolutivo delle modalità attraverso le quali gli Stati mettono in atto la propria sovranità economica, hanno avuto grande influenza la globalizzazione dell'economia, la quale dagli anni Ottanta ad oggi è stata sempre in continua crescita, la liberalizzazione dei movimenti di capitale¹ e l'integrazione dei mercati finanziari e produttivi. In particolare, sia l'apertura dei mercati che la crescente mobilità dei capitali hanno aumentato i pericoli che fino a quel momento erano stati utilizzati per legittimare l'intervento pubblico diretto, il quale inizialmente si concretizzava tramite le partecipazioni pubbliche dello Stato. Quando però lo Stato è passato da imprenditore a regolatore, nel corso degli anni Ottanta, dopo le liberalizzazioni che hanno di fatto eliminato o ridotto le partecipazioni dello Stato nelle imprese, è allora stato necessario un ripensamento degli strumenti giuridici deputati alla tutela dell'interesse nazionale nel contesto di un'economia sempre più interconnessa².

Nel contesto europeo, la libertà di circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento costituiscono pilastri dell'ordinamento dell'Unione Europea. Questi ultimi sono essenziali per la realizzazione concreta del mercato interno e per la promozione della concorrenza, ma, a partire già dagli anni Novanta, le istituzioni europee hanno riconosciuto che tali libertà non possono essere considerate assolute. Queste, infatti, devono essere bilanciate con esigenze imperative di interesse generale, come sicurezza e ordine pubblico. In questa prospettiva, la protezione dell'interesse nazionale ha

¹ Consiglio delle Comunità europee, Direttiva 88/361/ CEE, 1988

² Senato della Repubblica – Ufficio Valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo, Documento di analisi n.28, 2023, cit.

progressivamente assunto in maniera naturale una dimensione non più esclusivamente militare o territoriale, ma anche economica, tecnologica e finanziaria.

È chiaro che la dicitura “interesse generale” sia intrinsecamente legata alla rilevanza strategica di alcuni settori dell’economia. Si parla di molti settori, come infrastrutture energetiche, reti di telecomunicazione, sistemi di trasporto, tecnologie avanzate e per concludere anche il settore finanziario/bancario.

La perdita di controllo su questi asset che abbiamo definito strategici, o ancor peggio la loro acquisizione da parte di soggetti esteri, che potrebbero, fra l’altro, potenzialmente non essere allineati ai nostri interessi nazionali, può determinare situazioni di vulnerabilità sistemica e incidere sulla sicurezza economica e sull’autonomia decisionale dello Stato³.

Parlando di acquisizioni estere da parte di soggetti non allineati agli interessi nazionali, nel decreto legge 15 marzo 2012, n. 21 una delle due tipologie di poteri speciali che sono contemplati consiste nella possibilità di imporre il diritto di veto o specifiche condizioni o impegni in caso di acquisto di partecipazioni in imprese che svolgono attività di rilievo strategico per il sistema della difesa e della sicurezza nazionale e che detengono attivi strategici nei settori dell’energia, dei trasporti, delle comunicazioni o sono ad alta intensità tecnologica. Nel decreto inoltre sono indicati i presupposti e le specifiche fattispecie di applicabilità per i singoli macrosettori; è però fondamentale spiegare che in questo caso condicio sine qua non per applicare tale decreto è che ricorra un’ipotesi ascrivibile alla nozione di “trasferimento di partecipazioni”.

In questo contesto allora, nel corso del tempo si afferma il concetto fondamentale di “sicurezza economica”, cioè la capacità dello Stato di preservare il controllo sulle sue risorse strategiche essenziali per lo sviluppo e la tutela dell’ordine e della sicurezza pubblica, esercitando quindi la propria sovranità.

Questo concetto di sicurezza economica viene riconosciuto anche a livello europeo, con la conseguente ammissione dell’Europa che alcuni investimenti esteri in entrata possono avere effetti pregiudizievoli. Questi effetti, inoltre, non si manifesterebbero

³ Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica, Golden Power, GNOSIS, Rivista italiana di intelligence, numero speciale, 2019

esclusivamente sul piano economico, comunque fondamentale, ma anche in termini di sicurezza⁴.

Questo riconoscimento ha segnato un passaggio rilevante nel superamento di una concezione puramente liberista nel mercato interno europeo.

La risposta dell'Unione Europea a tali esigenze si è concretizzata nell'adozione del Regolamento UE 2019/452, che ha istituito un quadro chiaro per il controllo degli investimenti diretti esteri (IDE) nell'Unione.

L'Europa tramite questo regolamento ha introdotto un meccanismo di cooperazione e scambio di informazioni che è volto a consentire una valutazione totale e coordinata degli investimenti che potenzialmente possono risultare sensibili, pur lasciando comunque impregiudicata la competenza degli Stati in materia di sicurezza nazionale. Così facendo, l'Unione ha formalmente riconosciuto la legittimità di strumenti nazionali di screening degli investimenti, purché fondati su criteri di proporzionalità, trasparenza e non discriminazione.

Nel solco di questa evoluzione si colloca l'esperienza italiana, il quale ordinamento a partire dalla stagione delle privatizzazioni, ha infatti progressivamente avvertito l'esigenza di dotarsi di strumenti idonei a tutelare l'interesse nazionale nei settori strategici, pur in un contesto di apertura al mercato. Questo è un momento delicato per l'Italia, in quanto i poteri speciali dello Stato mirano a preservare sicurezza e ordine pubblico, ma, allo stesso momento, è fondamentale fare attenzione a non scoraggiare potenziali investimenti esteri, che altrimenti potrebbero defluire verso altre economie straniere. Il cambiamento avviene dopo la fase della golden share, rivelatasi incompatibile con il diritto dell'Unione Europea in quanto eccessivamente discrezionale e indeterminata riguardo ai poteri attribuiti allo Stato. Così il legislatore ha introdotto un nuovo modello di intervento pubblico, fondato sui poteri speciali del governo, comunemente noti come Golden Power.⁵ La sua ratio risiede nella necessità di conciliare l'apertura ai capitali internazionali con la tutela di interessi essenziali dello Stato.

Il Golden Power rappresenta uno strumento di natura pubblicistica, motivo per cui attraverso i poteri speciali il Governo può intervenire su operazioni societarie e assetti

⁴ Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/452, cit.

⁵ Senato della Repubblica – Ufficio Valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo, Documento di analisi n.28, 2023, cit.

proprietari che incidono su settori qualificati come strategici. Esso però non è configurato come un ritorno allo Stato imprenditore, non avendo fondamenti societari come quote di partecipazione, né come una forma di controllo generalizzato sull'economia, ma come un meccanismo eccezionale e selettivo, specifico e finalizzato a prevenire situazioni di grave pregiudizio⁶.

Con il passare del tempo, anche il Golden Power ha subito alcune modifiche, evolvendosi e ampliandosi così da porsi a difesa di nuove minacce e della vulnerabilità del sistema economico. Oltre ai settori strategici tradizionali, il legislatore ha ampliato l'applicabilità anche a settori come l'aerospazio, energia, telecomunicazioni (...) ma soprattutto il settore finanziario e bancario. Tale estensione è stata giustificata dalla crescente interconnessione tra stabilità finanziaria e sicurezza economica, come evidenziato anche dalle autorità di vigilanza nazionali⁷.

Per quanto riguarda il settore finanziario, è opportuno fare alcune specifiche in ambito comunitario.

Partiamo dicendo che l'Europa da sempre rappresenta la principale destinazione di investimenti diretti esteri. Questo perché è sempre stata favorevole nel riceverli per via dei notevoli benefici che essi apportano all'economia e, conseguentemente, all'occupazione. Di fatto, risulta che l'UE abbia uno dei regimi di investimento più aperti al mondo e che, collettivamente, i suoi Stati membri abbiano il minor numero di restrizioni agli investimenti esteri diretti⁸.

In materia di IDE da e verso l'estero la Commissione europea ha spiegato in modo chiaro la sua propria prospettiva⁹:

- L'investimento diretto "in uscita" aiuta significativamente la competitività delle industrie europee aumentando la loro produttività.

⁶ Camera dei deputati, Servizio Studi – Dipartimento Attività produttive, D.L. 187/2022: Misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici, 2022, cit.

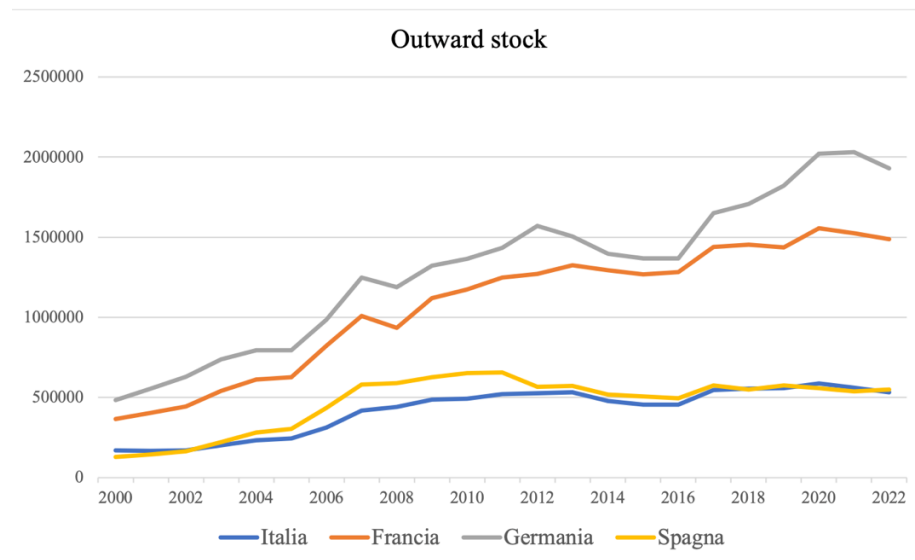
⁷ Senato della Repubblica – Ufficio Valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo, Documento di analisi n.28, 2023, cit.

⁸ Ocse, indice sulla restrizione al commercio di servizi, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/services-trade-restrictiveness-index/oecd-stri-country-note-ita_tra.pdf, aggiornamento continuo

⁹ Commissione Europea, Comunicazione Towards a comprehensive european international investment policy, 2010

Figura 1, Flussi di investimenti esteri in uscita,

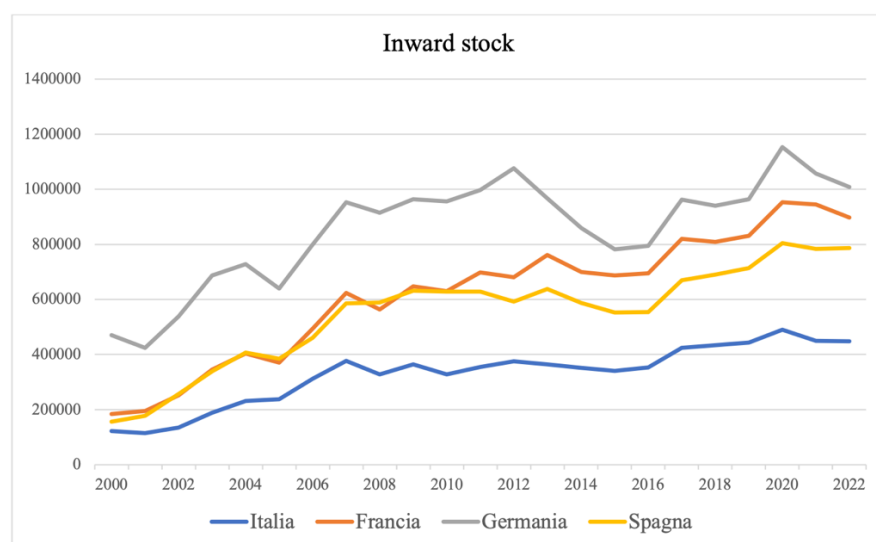
<https://unctadstat.unctad.org/datacentre/dataviewer/US.FdiFlowsStock>



- L'investimento diretto 'in entrata' crea posti di lavoro, migliora l'allocazione delle risorse, dà luogo a innovazioni tecnologiche e aumenta la concorrenza e gli scambi.

Figura 2, Flussi di investimenti esteri in entrata,

<https://unctadstat.unctad.org/datacentre/dataviewer/US.FdiFlowsStock>



L'Europa, al mondo, è così tanto attrattiva per via dei fondi sovrani (le cui disponibilità finanziarie sono contenute principalmente nel continente asiatico o nel medio orientale) per la qualità e l'alto valore aggiunto del sistema produttivo. I fondi sovrani sono fondi di investimenti posseduti direttamente da Stati sovrani, che generalmente operano su scala mondiale e sono costituiti da strumenti finanziari come obbligazioni, azioni societarie e beni patrimoniali. A partire dagli anni Novanta i fondi sono sempre più cresciuti, in termini sia di numeri sia di importanza, particolarmente attivi durante la crisi del 2007, hanno contribuito anche a ricapitalizzare i grandi istituti finanziari che avevano subito gravissime perdite per via della crisi sistemica dei mutui subprime¹⁰. È quindi chiaro il pericolo che rappresentano, nel momento in cui grandi fondi stranieri decidono di acquisire quote e partecipazioni importanti all'interno di imprese italiane ed europee strategiche. Per questo motivo sono emerse molte preoccupazioni in diversi Stati membri, tra cui l'Italia, per i potenziali risvolti politico strategici, specialmente con riguardo ai Fondi Sovrani di paesi che non garantiscono il principio di reciprocità e con grandissime disponibilità finanziarie.

In base alle parole della Commissione europea, queste acquisizioni possono effettivamente consentire ai paesi di utilizzare le attività a scapito non solo del vantaggio tecnologico ma anche della sicurezza e dell'ordine pubblico dell'UE.

Così, per rispondere alle paure degli Stati membri per gli eventuali risvolti dovuti all'aumento degli investimenti esteri diretti in Europa si è fatta carico la Commissione in diverse occasioni nel corso del 2017 e ha evidenziato come (in quel momento era ancora così) non esistesse ancora un compiuto quadro giuridico a livello UE che affrontasse i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico e per questo ha deciso di definire un nuovo quadro in due distinti documenti:

- La Comunicazione *Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando al contempo gli interessi fondamentali* [Com(2017)494 final];
- La Proposta di Regolamento che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea [Com(2017)487 final]

¹⁰ Enciclopedia Treccani, voce fondi sovrani

Nel perfezionamento dell'ultimo provvedimento, l'Italia è intervenuta in materia con l'articolo 14 del decreto legge 16 ottobre 2017, n. 148 (convertito dalla legge 4 dicembre 2017, n. 172, recante Disposizioni urgenti in materia finanziaria per esigenze indifferibili) che ha inserito il comma 1-ter all'art. 2 del decreto legge 15 marzo 2012, n. 21, recante disciplina sul golden power, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56. Così con il nuovo comma il legislatore italiano ha deciso di inserire, tra gli altri, anche il settore delle infrastrutture finanziarie all'interno del perimetro degli interessi essenziali del nostro Paese, così da poterlo includere nell'esercizio dei poteri speciali.

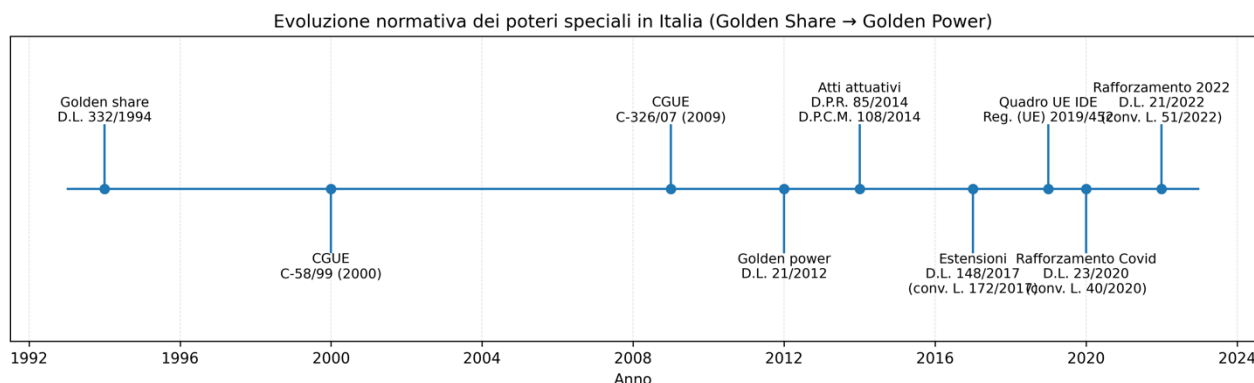
È fondamentale però specificare che per la protezione dell'interesse nazionale, in un'economia globalizzata, è richiesto un equilibrio molto delicato tra le esigenze di sicurezza e i principi di libero mercato. Infatti, l'esercizio dei poteri speciali deve essere circoscritto, deve essere proporzionato e deve essere fondato su presupposti oggettivi. Questo al fine di evitare derive protezionistiche che sarebbero incompatibili con l'ordinamento europeo e di preservare la fiducia degli investitori. Così il Golden Power si inserisce coerentemente all'interno dello Stato regolatore, che interviene non per sostituirsi al mercato ma per correggerne distorsioni e prevenire rischi sistemici¹¹.

In conclusione, la tutela dell'interesse nazionale nell'economia globalizzata non può essere affidata a strumenti rigidi o meramente difensivi, ma richiede meccanismi flessibili e adattivi, capaci di rispondere alle nuove sfide poste dalla competizione economica e geopolitica, collocandosi all'intersezione tra sovranità statale, mercato e sicurezza economica

1.2. La genesi dei poteri speciali: evoluzione storica del Golden Power

Figura 3, Evoluzione normativa dei poteri speciali (1994-2022)

¹¹ Assonime, Golden Power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali - Note e Studi n.7/2023, cit.



È nel contesto dell'ampia trasformazione del ruolo pubblico dello Stato nell'economia che, a partire dagli anni Novanta, si colloca la nascita dei poteri speciali dello Stato italiano, e cioè il Golden Power. Il periodo delle privatizzazioni, che ha visto lo Stato perdere del tutto o quasi la propria partecipazione azionaria all'interno di moltissime imprese, è stato un momento di grande ristrutturazione del settore pubblico e di progressiva integrazione europea. In questo momento nasce la necessità di individuare degli strumenti idonei che possano preservare gli interessi strategici del paese anche a fronte della dismissione delle partecipazioni statali nelle imprese operanti nei settori sensibili.

Il primo modello che l'ordinamento italiano ha adottato è stato quello della Golden Share. Questo venne introdotto tramite il decreto legge 31 maggio 1994, n.332, poi convertito con delle modificazioni della legge 30 luglio 1994 n.474¹⁸.

Questi decreti prevedevano l'attribuzione allo Stato di poteri speciali, esercitabili grazie a clausole statutarie inserite nelle società privatizzate.

Le clausole si sostanziavano in diritti di veto applicabili su determinate operazioni straordinarie e nella possibilità dello Stato di potersi opporre all'acquisto di partecipazioni rilevanti e anche nella nomina di amministratori o sindaci. Si trattava di prerogative connesse alla posizione azionaria che rimaneva allo Stato all'interno delle società, finalizzate a garantire il controllo su imprese di interesse strategico nei settori della difesa, energia, telecomunicazioni o trasporti.

Le direttive sulla Golden Share però si sono presto gradualmente scontrate e rivelate incompatibili sotto il profilo della compatibilità con il diritto dell'Unione Europea. La Corte di Giustizia, infatti, più volte ha affermato che le direttive dei poteri speciali fossero fin troppo indeterminate e discrezionali. Il timore della Corte era che potessero costituire delle restrizioni alla libera circolazione

¹⁸ Decreto legge 31 maggio 1994, n.332, convertito con modificazioni dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 1994

dei capitali e alla libertà di stabilimento, nei casi in cui non fossero giustificati da motivi imperativi di interesse generale e non rispettassero i principi di proporzionalità e trasparenza¹⁹.

In particolare, la Corte ha censurato l'ampiezza e l'indeterminatezza dei poteri attribuiti all'autorità pubblica, ritenendo che potessero spaventare gli investitori stranieri²⁰.

Dopo che queste criticità sono state evidenziate in sede europea, il legislatore italiano ha fatto retrofront, dovendo superare il modello della Golden Share in favore di una riforma organica.

La riforma si è concretizzata con il decreto legge 15 marzo 2012, n.21, successivamente convertito con le modificazioni della legge 11 maggio 2012, n.56²¹.

Questi nuovi decreti hanno introdotto un nuovo sistema di poteri speciali del Governo, cioè il Golden Power, passando da una legittimazione di intervento che era fondata su diritti societari connessi alla partecipazione azionaria statale a un modello fondato sulla natura pubblicistica, esercitabile quindi indipendentemente dalla presenza dello Stato all'interno del Capitale Sociale.

Il decreto legge n.21 del 2012 ha designato due ambiti principali del diritto di intervento del Governo che comprendono da un lato i settori di difesa e sicurezza nazionale e dall'altro le attività strategiche nei settori energetici, della comunicazione e dei trasporti. Il Governo, quindi, è stato investito del potere di imporre condizioni, opporsi all'acquisto di partecipazioni e opporre il veto a determinate delibere societarie qualora tali comportassero un grave pregiudizio per gli interessi dello Stato²². A differenza della Golden Share, il nuovo sistema è adesso costruito su presupposti normativi più determinati, prevedendo l'individuazione preventiva degli asset strategici mediante atti regolamentati e non entrando in contrasto con le linee europee.

¹⁹ Corte di giustizia dell'Unione Europea, sentenza 23 maggio 2000 causa C-58/99, Commissione delle Comunità europee c. Repubblica italiana;

Corte di giustizia dell'Unione Europea, sentenza 26 marzo 2009, causa C-326/07, Commissione delle comunità europee c. Repubblica italiana

²⁰ Corte di giustizia dell'Unione Europea, sentenza 26 marzo 2009, causa C-326/07, commissione delle Comunità europee c. Repubblica italiana

²¹ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, convertito con modificazioni della legge 11 maggio 2012, n.56, in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 2012

²² Senato della Repubblica – Ufficio Valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo, Documento di analisi n.28, 2023, cit. ;

Decreto legge 15 marzo 2012, n.21 cit.

Attuando la riforma del 2012, sono stati adottati il D.P.R. 25 marzo 2014, n.85 (relativo ai settori dell'energia, trasporti e comunicazioni²³) e il D.P.C.M. 6 agosto 2014 n.108 (relativo invece all'individuazione delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale²⁴). Questi ultimi provvedimenti hanno avuto la funzione di delimitare in maniera più per la sfera applicativa dei poteri speciali, rispondendo alle esigenze di determinatezza e prevedibilità richieste dall'Unione.

Negli anni successivi, la sfera applicativa del Golden Power è stata progressivamente ampliata, riflettendo così l'evoluzione del contesto tecnologico e geopolitico. In particolare, tramite alcuni interventi normativi adottati dal 2017, è stata estesa l'applicabilità anche ai settori ad alta intensità tecnologica e alle infrastrutture digitali, coerentemente con la crescita delle tecnologie emergenti e delle reti di comunicazione per la sicurezza nazionale²⁵.

Un ulteriore punto di svolta è stata l'adozione, a livello europeo, del Regolamento 2019/452²⁶.

L'Europa, infatti, capendo la potenziale pericolosità di alcuni investimenti esteri diretti all'interno del mercato unico, ha deciso di agire a livello comunitario per garantire sicurezza e mantenere il controllo degli asset strategici.

Il regolamento, di cui si è parlato anche in precedenza, ha istituito un sistema di controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione e, pur non imponendo agli Stati membri l'introduzione di meccanismi di screening, il regolamento formalizza la legittimità di tali strumenti, prevedendo un sistema di cooperazione e scambio di informazioni tra Stati membri e Commissione europea. Il regolamento disciplina un'ampia gamma di investimenti che sono volti a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra investitori di paesi terzi, comprese le entità statali, e imprese che esercitano un'attività economica in uno Stato membro.

Il regolamento inoltre lascia in delega agli Stati il dovere di valutare i rischi per la sicurezza, lasciando quindi agli Stati membri una certa indipendenza.

Inoltre, il regolamento afferma l'importanza di istituire un meccanismo che consenta agli Stati membri di cooperare e di assistersi reciprocamente nel caso in cui un investimento estero diretto in uno Stato membro possa incidere ed essere pregiudizievole sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in altri Stati membri.

²³ D.P.R. 25 marzo 2014, n.85, Regolamento per l'individuazione delle attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 2014

²⁴ D.P.C.M 6 agosto 2014 n.108, Regolamento concernente l'individuazione delle attività strategiche per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 2014

²⁵ Camera dei deputati, Servizio Studi –Dipartimento Attività produttive, D.L. 187/2022: Misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici, 2022, cit.

²⁶ Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/452, cit.

Pertanto, il regolamento sancisce che dovrebbe essere possibile per gli Stati membri formulare osservazioni allo Stato membro in cui l'investimento in questione è in fase di realizzazione o è stato già realizzato, indipendentemente dal fatto che tale Stato membro disponga di un meccanismo di controllo o che tale investimento sia oggetto di un controllo in corso. Le richieste di informazioni, le risposte e le osservazioni degli Stati membri dovrebbero inoltre essere trasmesse alla Commissione. La disciplina italiana del Golden Power si è così inserita in un contesto sovranazionale più strutturato, caratterizzato da un coordinamento europeo in materia di sicurezza economica.

Tornando però all'interno dei confini nazionali, la fase di maggiore espansione dei poteri speciali è avvenuta nel contesto dell'emergenza da COVID-19. Tramite il decreto "liquidità" 8 aprile 2020, n.23²⁷, il legislatore ha nuovamente ampliato temporaneamente l'ambito di applicazione.

È stato infatti aggiunto l'obbligo di notifica a un numero più ampio di operazioni, includendo ulteriori settori che prima non erano considerati, come quelli finanziario, creditizio e assicurativo. La giustificazione di tale intervento si evince dalla necessità di prevenire acquisizioni opportunistiche di imprese indebolite dalla crisi economica, in un contesto di forte volatilità dei mercati dovuto alla pandemia.

Sono poi arrivati altri interventi normativi nel 2022 e nel 2023. Questi non hanno fatto altro che consolidare e rendere strutturali alcune misure introdotte durante la pandemia, rendendo più forti i sistemi di controllo e prevedendo un coordinamento più intenso tra amministrazioni competenti²⁸.

L'evoluzione normativa evidenzia una tendenza alla stabilizzazione del Golden Power come strumento ordinario di tutela dell'interesse nazionale, non più limitato a situazioni eccezionali ma inserito stabilmente nell'architettura del diritto pubblico dell'economia.

Nel complesso, il percorso evolutivo dei poteri speciali testimonia il passaggio da un modello fondato su prerogative azionarie, legato alla presenza dello Stato nel capitale delle imprese, a un sistema di controllo amministrativo strutturato, fondato su criteri normativi più determinati e inserito in un quadro europeo di cooperazione. Tale evoluzione riflette la trasformazione della nozione di sovranità economica in un contesto globalizzato, nel quale la tutela dell'interesse nazionale si realizza

²⁷ Decreto legge 8 aprile 2020, n.23, convertito con modificazione della legge 5 giugno 2020, n.40, in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 2020

²⁸ Senato della Repubblica – Ufficio Valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo, Documento di analisi n.28, 2023, cit. ;

Decreto legge 21 marzo 2022, n.21, convertito con modificazioni della legge 20 maggio 2022, n. 51 in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 2022

attraverso strumenti giuridici sofisticati, capaci di bilanciare apertura dei mercati e salvaguardia dei propri asset strategici.

1.3. Golden Power e libertà di mercato: tensione costituzionale

Nel momento in cui il Golden Power venne introdotto nell'ordinamento italiano e poi con il suo progressivo rafforzamento, si sollevò una questione sistematica, cioè la compatibilità dei poteri speciali (oltre che con i principi europei di cui si è parlato prima) con i principi della nostra Costituzione, posti a presidio, dai padri costituenti, della libertà economica e della garanzia di concorrenzialità del mercato.

Proprio lo scontro tra tutela dell'interesse nazionale e tutela delle garanzie costituzionali costituisce uno dei nodi centrali del diritto pubblico dell'economia.

L'art.41 della Costituzione, primo articolo da citare in merito, mette già alcuni vincoli rispetto alla libera iniziativa economica: riconosce la libertà di iniziativa economica privata ma la subordina comunque al rispetto dell'utilità sociale e soprattutto ne vieta l'esercizio nel momento in cui questo si pone in contrasto con la sicurezza, la libertà e la dignità umana²⁹. Tale disposizione, che già non si propone di affermare una libertà economica intesa in senso assoluto, prevede dunque la possibilità di limiti e conformazioni, purché essi si fondino su esigenze di interesse generale e su una base legislativa.

In questa prospettiva, il Golden Power è strumento di intervento pubblico che può, qualora sia necessario, incidere sull'esercizio dell'attività economica. Tuttavia l'intervento non può avvenire in via generale, ma in relazione a operazioni societarie, ritenute suscettibili di pregiudicare interessi essenziali dello Stato.

Seguono all'articolo 41 il 42 e il 43. Questi ultimi esplicitano in via costituzionale rispettivamente il principio di proprietà privata e la possibilità di riservare o trasferire allo Stato, a enti pubblici o a comunità di lavoratori o utenti, determinate imprese che si riferiscano a servizi pubblici essenziali o a fonti di energia o situazioni di monopolio e che abbiano carattere di interesse generale³⁰.

Notiamo come nonostante la ratio legis del Golden Power non si basi su motivi espropriativi o di nazionalizzazione, esso può comunque portare al trasferimento presso la gestione dello Stato, imprese che operano nei settori strategici e di interesse pubblico. Il trasferimento di tali imprese sotto la

²⁹ Articolo 41 della Costituzione, in Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana, del 27 dicembre 1947

³⁰ Articoli 42 e 43 della Costituzione, in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, del 27 dicembre 1947

gestione dello Stato avviene senza contrastare la Costituzione e inoltre può incidere indirettamente sull'assetto proprietario delle imprese, in quanto può condizionare o impedire l'acquisizione di partecipazioni rilevanti. Ne deriva la necessità di verificare che tali poteri siano esercitati nel rispetto del principio di legalità e dei criteri di proporzionalità e ragionevolezza.

Bisogna aggiungere inoltre che il principio di legalità, che possiamo desumere tramite gli articoli 23, 41 e 97 della Costituzione (es: art.41 - [...]La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali), impone che ogni limitazione della sfera giuridica dei privati necessiti sempre di un fondamento legislativo e di una previsione legislativa sufficientemente determinata³¹.

Più volte la Corte costituzionale ha affermato che l'intervento pubblico nell'economia, infatti, deve essere sempre sorretto da una disciplina chiara nei presupposti e nelle modalità di esercizio, così da evitare forme di discrezionalità eccessiva o arbitraria. Ne è un esempio la sentenza della Corte Costituzionale del 24 febbraio 1964, n. 14, riguardante la nazionalizzazione dell'energia elettrica (e di conseguenza indirettamente anche la creazione dell'ENEL), nella quale la Corte spiega come, essendo l'energia elettrica di preminente interesse generale, lo Stato possa scegliere come perseguire l'utilità generale, spiegando che in questo caso l'eccezione (appunto, la nazionalizzazione dell'energia) fosse proprio prevista dall'art. 43 della costituzione³².

In fattispecie simili a questa è nata la crisi della Golden Share, censurata dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea per via dell'ampiezza e dell'indeterminatezza dei poteri che attribuiva allo Stato e che si ponevano in contrasto con gli articoli 49 e 63 del TFUE³³.

Per questo motivo la Corte di giustizia dell'unione europea ha emesso le sentenze C-58/99 e C-326/07. Queste ultime hanno evidenziato come l'attribuzione allo Stato di poteri speciali esercitabili in modo così discrezionale potesse costituire una restrizione alla libera circolazione dei capitali, facendo riferimento all'articolo 63 del TFUE e alla libertà di stabilimento facendo riferimento all'articolo 49 del TFUE. Questo qualora tale libertà non fosse giustificata da motivi imperativi di interesse generale e non fosse proporzionata rispetto all'obiettivo perseguito³⁴.

In particolare, all'interno della C-326/07, la Golden Share è stata ritenuta dalla Corte incompatibile con il diritto europeo. La Golden Share, infatti, per via dei motivi già descritti (ad esempio la

³¹ Corte Costituzionale, sentenza 19 dicembre 1990, n. 548, in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana

³² Corte Costituzionale, sentenza 24 febbraio 1964, n. 14, in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana

³³ Unione europea, Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), versione consolidata, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, artt 49 e 63, 2016

³⁴ Corte di Giustizia dell'Unione europea, Commissione delle Comunità europee c. Repubblica Italiana, Sentenza 23 maggio 2000, causa C-58/99 e sentenza 26 marzo 2009, causa C-326/07

discrezionalità, l'arbitrarietà o l'indeterminatezza) è stata giudicata potenzialmente dissuasiva per gli investitori esteri all'acquisizione di partecipazioni.

Con il decreto legge 15 marzo 2012, n.21³⁵, si è passati dalla Golden Share al Golden Power; il decreto "autorizza" il Governo a compiere i seguenti atti:

1. Imporre specifiche condizioni relative alla sicurezza di approvvigionamenti, sicurezza delle informazioni, trasferimenti tecnologici, controllo delle esportazioni in caso di acquisto di partecipazioni di imprese che svolgono ruoli strategici per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale
2. Veto all'adozione di delibere, atti od operazioni dell'assemblea o degli organi di amministrazioni di una società di cui al primo punto, compresi quelli aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa o di società controllate, il trasferimento all'estero della sede sociale, la modifica dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie [...]
3. Opposizione all'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in un'impresa di cui al primo punto da parte di un soggetto diverso dallo Stato italiano, enti pubblici italiani o soggetti da questi controllati, qualora l'acquirente venga a detenere, direttamente o indirettamente, anche attraverso acquisizioni successive, per interposta persona o tramite soggetti altrimenti collegati, un livello della partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale.

Tramite questo passaggio, il legislatore delinea i casi di applicabilità e fa rientrare l'intervento statale all'interno del perimetro richiesto dall'Unione in termini di maggiore chiarezza e compatibilità. Grazie al D.P.R. 25 marzo 2014, n. 85, infatti è stato istituito un regolamento con lo scopo di individuare e sancire quali fossero le c.d. attività di rilevanza strategica nei settori di energia, trasporti e comunicazioni³⁶.

Così, a differenza del modello precedente, il Golden Power si fonda su poteri amministrativi esercitati in presenza di presupposti individuati tramite normativa e soggetti a controllo giurisdizionale (e non arbitrari e basati sulla residua partecipazione statale).

È infatti essenziale, al fine di garantire trasparenza e prevedibilità, l'individuazione preventiva degli asset strategici grazie ad atti regolamentati, sia in materia di energia, trasporti e comunicazione sia in termini di difesa e sicurezza nazionale.³⁷

³⁵ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21 cit.

³⁶ D.P.R. 25 marzo 2014, n.85, cit.

³⁷ D.P.C.M. 6 agosto 2014, n. 108, cit.

Comunque la tensione costituzionale continua ad esistere nell'ambito della formale legale.

C'è ancora dell'incertezza riguardo al principio di proporzionalità, il quale impone chiaramente un rapporto di bilanciamento tra l'interesse pubblico e la compressione delle libertà economiche.

Anche il regolamento UE 2019/452, del quale abbiamo già parlato in precedenza, nonostante riconosca la competenza degli Stati nelle materie di sicurezza nazionale interna, chiede che i meccanismi di screening siano trasparenti, non discriminatori e proporzionati³⁸.

È un parametro che inevitabilmente si riflette sul piano interno e che impone un'interpretazione del golden power coerente con le indicazioni europee.

Infatti i poteri speciali dello Stato, oltre che collocarsi a metà fra sicurezza e libero mercato devono rispecchiare anche l'integrazione europea. Secondo la riflessione di G. Napolitano, che rappresenta una parte della riflessione giuridica generale, lo strumento dei poteri speciali può essere considerato l'espressione di una "rinascita selettiva" dello Stato regolatore, chiamato a presidiare ambiti strategici senza mai abbandonare il paradigma del mercato³⁹; altri invece hanno esposto il rischio di uno "sviamento protezionistico", nel caso in cui l'intervento statale superi i confini della tutela degli interessi essenziali e si trasformi in una barriera all'ingresso per i capitali stranieri⁴⁰. In questo caso però gli effetti della crescita economica e dell'occupazione sarebbero con tutta probabilità devastanti. Continuando con le tensioni costituzionali, un ulteriore profilo da attenzionare è quello concernente l'articolo 97⁴¹ della Costituzione. L'articolo impone il rispetto dei principi di buon andamento e imparzialità dell'amministrazione. L'esercizio del Golden Power, che è caratterizzato da valutazioni tecniche e discrezionali molto complesse, deve essere sorretto, per essere compatibile con l'art. 97, da un'adeguata istruttoria e da valide motivazioni, al fine di garantire la sindacabilità giurisdizionale del provvedimento⁴². Per questo motivo, la configurazione del Golden Power come potere amministrativo è soggetta al controllo del giudice, il quale costituisce l'elemento di garanzia richiesto rispetto al rischio di decisioni arbitrarie, decisioni, fra l'altro, che sono state motivo di polemiche dall'Europa.

È fondamentale specificare inoltre che la capacità del legislatore di mantenere l'intervento entro limiti chiari e verificabili, è un elemento cardine dal quale dipende la compatibilità costituzionale rispetto

³⁸ Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/452, cit.

³⁹ Napolitano, L'irresistibile ascesa del Golden Power e la rinascita dello Stato doganiere, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2019, p. 549 ss.

⁴⁰ L. Arnaudo, a l'économie comme à la guerre. Note su Golden power, concorrenza e geoeconomia, in *Mercato Concorrenza regole*, 2017, p. 449 ss.

⁴¹ Articolo 97 della Costituzione, in *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*, del 27 dicembre 1947

⁴² A. Sandulli, La febbre del golden Power,, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2022, p. 743 ss.

ai poteri speciali. Se è concepito come uno strumento eccezionale che è volto a tutelare interessi essenziali in presenza di minacce concrete e attuali, il Golden Power può essere ricondotto entro l'alveo dell'art. 41 della Costituzione e dei principi di proporzionalità e ragionevolezza. Tuttavia un'estensione eccessiva o indeterminata rischierebbe di alterare l'equilibrio costituzionale tra libertà di mercato e intervento pubblico.

Per concludere, la tensione tra Golden Power e tra Costituzione si riflette in un processo di bilanciamento, di imparzialità dell'amministrazione garantita da un giudice, e la necessità di un intervento mirato e non arbitrario, e previsto ex ante dalla legge.

Il diritto costituzionale e quello dell'Unione europea forniscono i limiti entro cui l'esercizio dei poteri speciali dello Stato può essere condotto, richiedendo che la tutela dell'interesse sia perseguita attraverso gli strumenti, proporzionati e sottoposti a controllo giurisdizionale. In questa prospettiva, il Golden Power rappresenta una manifestazione paradigmatica della trasformazione dello Stato nell'economia globalizzata: non un dominus del mercato ma un garante della sicurezza e dell'interesse nazionale.

1.4. Golden Power e trasparenza democratica: accountability, limiti e garanzie procedurali

In seguito all'espansione del Golden Power all'interno dell'ordinamento italiano, si è andato ad affermare sempre di più il tema della trasparenza democratica e della responsabilità nell'esercizio del potere pubblico.

Abbiamo già parlato di tutela dell'interesse nazionale, libertà di mercato, coerenza e compatibilità costituzionale ed europea; adesso, però, ci spostiamo sul tema delle garanzie procedurali e sui meccanismi di controllo che sono stati posti a presidio dell'esercizio dei poteri speciali per evitare derive discrezionali o zone grigie decisionali.

È nel già citato decreto legge 15 marzo 2012, n.21⁴³ (convertito con modificazioni dalla legge 11 maggio 2012, n.56) che configura i poteri speciali come delle prerogative attribuite al Governo che trova origine il Golden Power; tali prerogative del Governo vengono esercitate tramite provvedimenti amministrativi che vengono adottati in conformità di già determinati presupposti normativi istituiti dal legislatore.

⁴³ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.

Ad oggi, infatti, la natura amministrativa del Golden Power è ampiamente riconosciuta, sia da dottrina che da giurisprudenza e il relativo esercizio è sottoposto ai principi generali dell'azione amministrativa, in primis il principio di legalità.

È proprio sul principio di legalità che si fondano i presupposti, l'oggetto e le modalità di esercizio del potere, che devono appunto in base a tale principio sempre essere predeterminati ex ante dalla legge, al fine di ridurre la discrezionalità che già tante volte abbiamo definito essere particolarmente problematica, sia per motivi di compatibilità europea e costituzionale (e di deriva etica) sia per garantire la prevedibilità delle decisioni⁴⁴. Proprio tramite alcuni atti regolamentari (D.P.R. 25 marzo 2014, n. 85 e D.P.C.M 6 agosto 2014, n.108⁴⁵) vengono individuati preventivamente gli asset strategici, così da delimitare il potere e il perimetro di azione del Governo.

Accanto al principio di legalità, un altro principio fondamentale che assume rilievo è quello della trasparenza, che trova il suo fondamento nell'articolo 97 della Costituzione e nella legge 7 agosto 1990, n. 241, recante nuove norme in materia di procedimento amministrativo^{46 47}.

L'esercizio dei poteri speciali dello Stato deve quindi essere sorretto da un'adeguata istruttoria e da una motivazione esplicita che sia idonea a rendere comprensibili le ragioni della decisione e a consentirne il controllo giurisdizionale.

La motivazione che precede l'azione in questo caso assume un ruolo centrale, soprattutto quando il Governo impone condizioni o oppone il veto a operazioni societarie, incidendo significativamente su posizioni giuridiche soggettive.

La sindacabilità giurisdizionale delle decisioni adottate in materia di poteri speciali costituisce un elemento essenziale di accountability. È proprio il giudice amministrativo che compete nella verifica della legittimità dei provvedimenti. È suo compito verificare con particolare riguardo in merito ai presupposti normativi, alla congruità della motivazione e alla proporzionalità delle misure adottate⁴⁸. È infatti fondamentale capire come il sindacato giurisdizionale pur non potendo sostituirsi alle valutazioni tecnico discrezionali dell'amministrazione, svolga una funzione fondamentale nel prevenire e correggere eventuali eccessi di potere⁴⁹.

⁴⁴ Garofoli, Golden Power: mercato e protezione degli interessi nazionali, in *Federalismi.it*, 2022

⁴⁵ D.P.R. 25 marzo 2014, n. 85 e D.P.C.M 6 agosto 2014, n.108, In *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*, cit.

⁴⁶ Articolo 97 della Costituzione, 1947, cit.

⁴⁷ Legge 7 agosto 1990, n.241, Nuove norme in materia di procedimento amministrativo e di diritto di accesso ai documenti amministrativi, in *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*, 1990

⁴⁸ Consiglio di Stato, Sez. IV, sentenza 28 gennaio 2021, n. 838, 2021

⁴⁹ F. Cintoli, La natura amministrativa della decisione sull'esercizio dei poteri speciali e la sua sottoposizione al sindacato del giudice amministrativo, in *Golden Power*, *Il Foro Italiano*, 2023

Altro principio fondamentale è quello della proporzionalità che viene richiamato dal già citato Regolamento UE 2019/452⁵⁰ che impone l'adeguatezza e la necessità delle misure adottate rispetto all'obiettivo perseguito ma soprattutto la non eccedenza rispetto a quanto solo strettamente richiesto per tutelare l'interesse pubblico.

Il regolamento europeo, nel delineare il quadro di cooperazione tra Stati membri e Commissione, sottolinea l'esigenza che i meccanismi di screening e verifica siano trasparenti, non discriminatori e prevedibili, rafforzando così la dimensione sovranazionale delle garanzie procedurali.

Altro profilo di trasparenza da evidenziare è quello del controllo parlamentare. Il decreto legge n.21 del 2012⁵¹ prevede il riporto di una serie di obblighi di informazioni al Parlamento da parte del Governo riguardo l'esercizio dei poteri speciali, consentendo così la possibilità di effettuare un monitoraggio politico delle decisioni governative⁵². Tale previsione contribuisce a colmare il potenziale deficit democratico connesso all'attribuzione al Governo di poteri incisivi in ambiti economicamente sensibili.

È stata poi la riflessione dottrinale ad evidenziare come l'espansione del Golden Power debba essere accompagnata da un rafforzamento dei meccanismi di responsabilità e controllo, al fine di evitare che l'intervento pubblico si traduca in uno strumento opaco o suscettibile di utilizzi distorsivi⁵³.

In particolare, è stato sottolineato che la legittimazione dello strumento dipende non solo dalla sua base normativa, ma anche dalla qualità del procedimento e dalla trasparenza delle decisioni adottate. Un altro fondamentale profilo è quello della non discriminazione. Ne emerge che le misure adottate dal Governo non si possono fondare su criteri che siano meramente nazionalistici o in base a valutazioni astratte che derivino da opportunità politiche; devono invece essere ancorate a elementi oggettivi e verificabili, connessi alla tutela dello Stato⁵⁴; in questa maniera il diritto dell'Unione europea continua a svolgere una funzione anche di parametro esterno di controllo, imponendo inoltre che le restrizioni alla libertà di stabilimento e alla circolazione dei capitali siano giustificate e proporzionate.

Tra gli altri profili che si sostanziano fra i temi di accountability un altro di cui tener conto riguarda la dimensione del controllo democratico.

⁵⁰ Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/452, cit.

⁵¹ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.

⁵² A. Sandulli, *la febbre del golden Power*, 2022, cit.

⁵³ Napolitano, *L'irresistibile ascesa del Golden Power e la rinascita dello Stato doganiere*, 2019, cit.

⁵⁴ Unione europea, Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), artt 49 e 63, 2016, cit.; Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/452, art. 3, cit.

L'esercizio dei poteri speciali dello Stato, infatti, non si esaurisce esclusivamente in una dinamica interna tra Governo e giudice amministrativo ma si inserisce in un contesto molto più ampio che coinvolge anche il Parlamento e come abbiamo visto anche in precedenza le istituzioni europee.

Sono previsti infatti una serie di obblighi periodici informativi al Parlamento, contenuti nella disciplina dei poteri speciali. Questi non hanno un valore meramente formale ma rappresentano uno strumento essenziale di controllo politico nell'uso di quello che può essere definito anche come un potere ad "alta incidenza economica"⁵⁵.

Tramite la trasparenza verso le Camere è consentita una valutazione ex post dell'adeguatezza e proporzionalità delle decisioni adottate, contribuendo a rafforzare la legittimazione democratica dell'intervento governativo.

Il Golden Power si colloca come abbiamo visto in precedenza in un equilibrio delicato a metà fra esigenze imperative di sicurezza nazionale e principi di trasparenza democratica (oltre che di tutela di approvvigionamenti esteri, compatibilità costituzionali e europee). La natura amministrativa del potere, l'assoggettamento ai principi della legge n. 241 del 1990, la sindacabilità giurisdizionale e il controllo parlamentare costituiscono elementi imprescindibili per garantire che l'esercizio dei poteri speciali avvenga nel rispetto dello Stato di diritto e del libero mercato.

In un contesto di crescente interconnessione economica e geopolitica, la credibilità del sistema dipende dalla capacità di coniugare efficacia decisionale e accountability, assicurando però che la tutela dell'interesse nazionale non si traduca in arbitrio amministrativo ma rimanga ancorata a criteri normativi chiari e verificabili.

⁵⁵ Senato della Repubblica – Ufficio Valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo, Documento di analisi n.28, 2023, cit.

Capitolo II

Il Golden Power, le sfide UE e i primi casi emblematici

2.1. Estensione dell'applicabilità del Golden Power: dai servizi di difesa alle infrastrutture critiche

Nel 2019 in particolare, e negli anni successivi inizia un'attenta fase di trasformazione molto significativa per quanto riguarda l'evoluzione del Golden Power rispetto all'originaria configurazione che era stata varata dal decreto legge 15 marzo 2012, n. 21.⁵⁶ Inizialmente nella sua prima impostazione, infatti, lo strumento contenuto nel decreto era prevalentemente ancorato ai settori della difesa, della sicurezza nazionale e alle attività di rilevanza strategica nei comparti dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Dal 2019 in poi, (in realtà anche da alcuni leggeri assestamenti precedenti, come il d.l. 16 ottobre 2017, n.148⁵⁷) l'applicabilità è stata progressivamente sempre più ampliata verso nuovi settori in risposta a nuove vulnerabilità tecnologiche e geopolitiche dovute alla sempre maggiore presenza di settori strategici per via dell'evoluzione delle tecnologie che si è verificata negli ultimi anni.

L'intervento mira a rendere la nozione di "infrastruttura critica" più ampia e a inserire all'interno anche le piattaforme digitali e i sistemi tecnologici complessi e suscettibili di incidere sulla sicurezza e sulla continuità di servizi che sono oggi essenziali.

La ratio di questo intervento può essere ricondotta a un duplice ordine di fattori:

1. Un primo rafforzamento degli strumenti di controllo preventivo, sollecitato dall'incremento di acquisizioni da parte di aziende al di fuori dell'Unione europea in settori ad alta intensità tecnologica, che non erano incluse nella normativa precedente, in quanto non operanti nei settori precedentemente contemplati dal legislatore.
2. L'esigenza di garantire un presidio statale su infrastrutture la cui vulnerabilità potrebbe incidere direttamente sulla sicurezza nazionale, esigenza posta dal rapido sviluppo delle reti di comunicazione elettronica, vista la rapidissima evoluzione del settore e la difficoltà normativa e intrinseca all'ambiente elettronico. (in particolare nel passaggio al 5G).

⁵⁶ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.

⁵⁷ Decreto legge 16 ottobre 2017, n.148

Il decreto legge 21 settembre 2019 n. 105, è recante disposizioni urgenti in materia di sicurezza nazionale cibernetica⁵⁸.

Attraverso questo provvedimento il legislatore ha riconosciuto la centralità delle infrastrutture digitali, la loro importanza per la sicurezza e la centralità dei sistemi informativi, ampliando così il raggio d'azione del Golden Power.

Il decreto, all'art.1, istituisce un perimetro di sicurezza nazionale cibernetica, definendo modalità e criteri per individuare nuovamente amministrazioni pubbliche, enti e operatori (pubblici o privati) inclusi nel c.d. "perimetro di sicurezza nazionale cibernetica". Per l'individuazione sono applicati i seguenti criteri:

1. Il fatto che il soggetto eserciti una funzione essenziale per lo Stato, inteso come la distribuzione di un servizio essenziale per il mantenimento di attività sociali, economiche o fondamentali per gli interessi dello Stato
2. La dipendenza della funzione da reti, sistemi informativi o informatici

È inoltre esplicitato, all'interno della normativa, all'art.5, che il Presidente del Consiglio dei ministri può disporre in caso di rischio grave e imminente per la sicurezza nazionale, nel caso in cui il rischio sia connesso alla vulnerabilità di reti, sistemi informativi e servizi informativi, ove indispensabile e esclusivamente per il tempo strettamente necessario, seguendo il criterio di proporzionalità la disattivazione di uno o più apparati o prodotti impiegati nelle reti.

L'estensione al dominio cibernetico segna un passaggio paradigmatico: la sicurezza nazionale non è più intesa esclusivamente in termini militari o energetici ma si declina anche come sicurezza di dati, di infrastrutture informatiche e di flussi informativi.

In questo momento, potrebbero sorgere alcune preoccupazioni viste le nuove direttive e i decreti legge. Infatti il rischio sembrerebbe essere quello di ritornare alla discrezionalità, all'arbitrarietà o all'indeterminatezza criticati dall'Europa in precedenza. Per via dei numerosi aggiornamenti della normativa, infatti, si potrebbe pensare che il governo, tramite i suoi decreti e la sua sovranità, possa inserire a suo piacimento all'interno delle normative settori che magari potrebbero non essere di vitale importanza per la sicurezza nazionale, forse per motivi politici o per favorire la crescita dell'economia italiana e allontanare gli investimenti esteri, così da mantenere preponderanti e invariate le partecipazioni interne al Paese.

Questo tuttavia non sarebbe possibile, in quanto è nell'interesse stesso del Governo che, all'interno del Paese, entrino capitali esteri e l'attrazione degli investimenti non scenda. Inoltre, la discrezionalità

⁵⁸ Repubblica Italiana, Decreto legge 21 settembre 2019, n. 105, Disposizioni urgenti in materia di perimetro di sicurezza nazionale cibernetica, convertito con modificazioni dalla legge 18 novembre 2019, n. 133, in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 2019

e la non prevedibilità citate precedentemente sono state superate e risolte tramite normative sempre più precise e attuali, che delimitano in maniera precisa le possibilità di applicazione del potere dello Stato.

Tornando al decreto del 2019, tale ampliamento della normativa si inserisce in un quadro europeo in cui il già citato regolamento UE 2019/452 ha istituito un meccanismo di cooperazione tra Stati membri per il controllo degli investimenti esteri diretti⁵⁹. Questo regolamento, che è il punto cardine della materia in termini europei, non impone agli Stati alcuno strumento di screening; tuttavia, legittima e coordina gli strumenti già esistenti, individuando, tra i fattori rilevanti per la valutazione dell'impatto di un investimento, anche le infrastrutture critiche, le tecnologie e l'accesso a informazioni sensibili. In tale prospettiva, l'evoluzione italiana appare coerente con un più ampio processo di rafforzamento degli strumenti di tutela della sicurezza economica a livello europeo.

Un altro importante momento nell'evoluzione delle normative riguardanti i poteri speciali dello Stato risale all'emergenza sanitaria del 2020, che ha rappresentato un ulteriore fattore di accelerazione. Con il decreto legge 8 aprile 2020, n. 23⁶⁰ (c.d. Decreto Liquidità), il legislatore ha temporaneamente ampliato l'ambito di applicazione del Golden Power, estendendo l'obbligo di notifica anche ad operazioni riguardanti ulteriori settori ritenuti strategici (soprattutto vista la particolarità del periodo), tra cui quelli finanziario e assicurativo.

In questo caso la ratio dell'intervento è stata esplicitamente collegata alla necessità di prevenire eventuali acquisizioni, che, visto il crollo generale dei mercati, potevano capitare, con fini opportunistici, a scapito di imprese italiane indebolite dalla crisi economica pandemica.

2.2. Il regolamento UE 2019/452 e il coordinamento europeo: cooperazione, notifica e conflitti tra Stati membri

In precedenza si è parlato molto del Regolamento UE 2019/452, in quanto quest'ultimo rappresenta un punto fondamentale all'interno dell'evoluzione dei poteri speciali dello Stato, vista finalmente l'istituzione di un quadro europeo, che possa coordinare tutti gli Stati membri ed evitare confusioni normative interne, ponendo anche dei vincoli alle normative interne degli Stati ed evitando la discrezionalità, l'indeterminatezza e l'imprevedibilità che tante volte sono state citate, criticate

⁵⁹ Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/452, cit.

⁶⁰ Decreto legge 8 aprile 2020, n.23, cit.

dall'Unione all'Italia, prima che venisse istituita la normativa dei poteri speciali, quando era ancora in vigore la Golden Share.

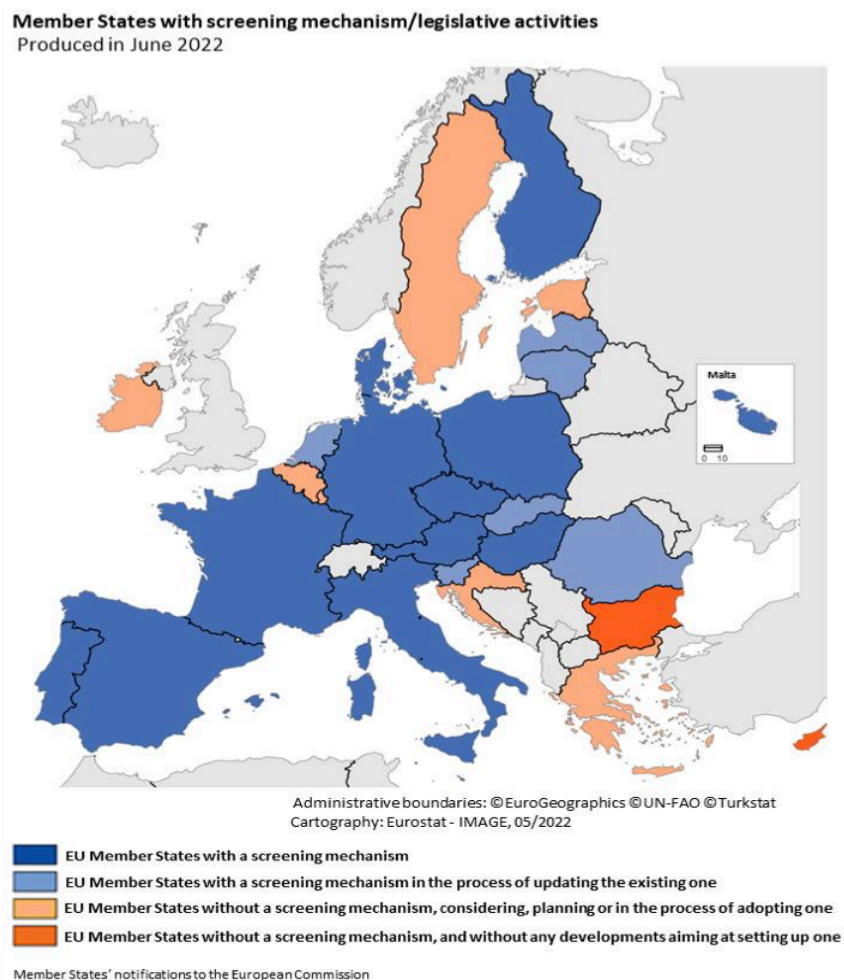
L'adozione (probabilmente tardiva) di questo regolamento rappresenta il passaggio fondamentale nel processo di europeizzazione della normativa sul controllo sugli investimenti esteri diretti.

Dal momento in cui Golden Power è chiaramente uno strumento strettamente nazionale, era fondamentale che venisse introdotto un regolamento comunitario, che oltre a regolamentare gli strumenti nazionali potesse anche coordinarli, senza però imporre la costituzione di questi ultimi ma solamente sistemando i già presenti⁶¹.

L'importanza di tale regolamento non è assolutamente da sottovalutare: è fondamentale che, in una scena politica caratterizzata da un'Unione europea sempre più forte, con la presenza di forti pensieri federalisti, e con l'esigenza di far fronte comune contro le grandi potenze straniere, (sicuramente più importanti, in termini economici e non, dei singoli Stati membri, ma in competizione con la più grande Unione, anche se si potrebbe parlare a lungo della concreta competitività di quest'ultima, visti soprattutto gli ultimi eventi geopolitici di inizio 2026 e del 2025), l'Europa possa avere un regolamento comune, che si occupi di regolamentare e coordinare gli strumenti nazionali, istituendo un piano di collaborazione e di screening comune, proprio per far fronte agli attacchi commerciali esteri e difendere la propria sovranità e gli interessi strategici dei singoli Stati.

⁶¹ Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/452, cit.

Figura 4, Administrative boundaries, Eurogeographics UN-FAO Turkstat Cartography: Eurostat – IMAGE 05/2022



Il fondamento giuridico del regolamento è rinvenibile nell'art. 207 TFUE, relativo alla politica commerciale comune⁶². Tale articolo del TFUE stabilisce infatti che la politica commerciale dell'Unione è fondata su principi uniformi, in particolare anche per quanto riguarda le misure di protezione commerciale.

Questa scelta non è neutra, ma colloca il controllo sugli investimenti esteri all'interno delle competenze esclusive dell'Unione in materia di relazioni economiche esterne e lascia la competenza degli Stati in materia di sicurezza nazionale impregiudicata; il Regolamento infatti non istituisce alcun sistema europeo centralizzato nei palazzi burocratici dell'Unione, ma disciplina il meccanismo di cooperazione e scambio di informazioni tra gli Stati e la Commissione, collocandosi quindi in un

⁶² Unione europea, Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, versione consolidata, in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, C202 del 7 giugno 2016, art. 207

delicato equilibrio fra il coordinamento sovranazionale e la preservazione delle sovranità nazionali degli Stati.

L'art.1 spiega che ciascuno Stato membro mantiene la facoltà di istituire, modificare o mantenere un proprio meccanismo di screening nel rispetto dei principi di trasparenza, non discriminazione e proporzionalità. L'articolo, infatti, spiega i principali scopi del regolamento chiarendo che subito al punto 2 dell'art. 1 che la competenza esclusiva degli Stati per la sicurezza nazionale rimane invariata e che nessuna disposizione limiterà il diritto degli Stati di decidere se controllare o meno un investimento estero diretto, chiarendo quindi che non vengono sostituiti i sistemi nazionali ma ne viene solo disciplinata l'interazione.⁶³

I punti focali della disciplina però sono contenuti negli artt. 6 e 7⁶⁴.

Nel momento in cui uno Stato esamina un investimento estero diretto che possa essere potenzialmente rilevante per la sicurezza o l'ordine pubblico, è tenuto a notificare determinate informazioni alla Commissione e agli altri Stati membri, i quali potranno formulare delle osservazioni qualora ritengano che tale investimento esaminato possa nuocere anche alla loro sicurezza od ordine pubblico; anche la Commissione può formulare dei pareri.

È bene chiarire però che, sebbene questi pareri non costituiscano alcun vincolo giuridico, lo Stato membro che li riceve dovrebbe tenerne una "debita considerazione" e, in caso di mancato ricevimento, ne deve fornire adeguata spiegazione.

In questo modo è istituita una sorta di responsabilità, di accountability che opera su più livelli, partendo dallo Stato che esamina il suddetto investimento e arrivando potenzialmente ad altri due livelli. Da un lato viene rafforzata la trasparenza fra gli Stati membri, evitando quindi che delle decisioni nazionali possano essere pregiudizievoli per altri Stati e produrre effetti indiretti per gli interessi strategici di questi; dall'altro dà alla Commissione un ruolo di coordinamento e monitoraggio non privando però gli Stati della decisione finale.

Così è stato creato un efficiente modello di cooperazione che si caratterizza come un sistema nazionale ma proveniente da un'autorità europea centralizzata, apartitica in termini statali ma che comunque riconosce la sovranità degli Stati.

Un altro articolo molto importante del regolamento è l'art.4.

Quest'ultimo elenca una serie di fattori che gli Stati membri e la Commissione possono prendere in considerazione nel processo di determinazione per capire quali possano essere gli effetti potenziali di un investimento sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, al fine di delimitare gli strumenti e fornire una

⁶³ Unione europea, regolamento UE 2019/452, art. 1

⁶⁴ Unione europea, regolamento UE 2019/452, artt. 6 e 7

linea condivisa: si parla di infrastrutture critiche, tecnologie, sicurezza negli approvvigionamenti di fattori produttivi essenziali, accesso a informazioni sensibili e libertà e pluralismo dei media⁶⁵.

Questo non è chiaramente un elenco esaustivo, che possa quindi comprendere tutti i fattori da prendere in considerazione, tuttavia contribuisce a orientare l'evoluzione dei sistemi nazionali, incluso il nostro sistema italiano, verso una concezione più ampia di sicurezza economica.

Tale coordinamento europeo ha assunto una grande rilevanza in un momento molto particolare nel contesto geopolitico ed economico del 2020, cioè nel contesto della pandemia da COVID-19 e delle successive tensioni.

Nel 2020, infatti, la Commissione europea ha adottato una comunicazione finalizzata a incoraggiare gli Stati membri a utilizzare pienamente i propri meccanismi di screening per proteggere le imprese strategiche da acquisizioni opportunistiche⁶⁶.

Consequentemente, anche le relazioni annuali pubblicate dalla Commissione sull'attuazione del regolamento hanno evidenziato un incremento significativo del numero di notifiche e una crescente diffusione dei meccanismi nazionali di screening all'interno dell'Unione⁶⁷.

L'adozione del regolamento europeo ha avuto delle conseguenze per l'ordinamento italiano, che ha dovuto adeguarsi in maniera procedurale ma anche sostanziale al nuovo sistema.

Infatti il nuovo meccanismo di notifica e cooperazione impone al Governo di trasmettere le proprie informazioni alla Commissione e agli altri Stati nel momento in cui un'operazione di controllo rientri nelle fattispecie di applicazione del regolamento, integrando il procedimento nazionale con una dimensione sovranazionale, rafforzando la trasparenza del sistema e introducendo un ulteriore livello di scrutinio.⁶⁸

Comunque, la compatibilità tra i meccanismi nazionali di screening e il diritto dell'Unione europea resta subordinata ai parametri elaborati dalla giurisprudenza della Corte di giustizia. Le restrizioni agli investimenti devono essere sempre giustificate da motivi imperativi di interesse generale e non possono eccedere quanto necessario per il perseguimento dell'obiettivo di sicurezza⁶⁹ e il coordinamento europeo contribuisce a rendere più omogenea l'applicazione di tali vincoli.

⁶⁵ Unione europea, regolamento UE 2019/452, art 4

⁶⁶ Commissione europea, Comunicazione della Commissione, Orientamenti agli Stati membri concernenti gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi e la protezione degli asset strategici europei, 2020

⁶⁷ Commissione europea, First Annual Report on the screening of the foreign direct investments into the Union, 2022

⁶⁸ Senato della Repubblica – Ufficio Valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo, Documento di analisi n.28, 2023, cit.

⁶⁹ Corte di giustizia dell'Unione Europea, sentenza 26 marzo 2009, causa C-326/07, Commissione delle comunità europee c. Repubblica Italiana

Il Regolamento UE 2019/452 non realizza una “federalizzazione” del controllo sugli investimenti esteri, ma introduce una forma di integrazione cooperativa che attenua l’isolamento dei sistemi nazionali. Per l’Italia, il Golden Power si inserisce in una rete di relazioni istituzionali che ne condizionano l’esercizio, rafforzando però al contempo la legittimazione europea dello strumento.

2.3. Casi emblematici: Telecom Italia, Pirelli

Come abbiamo visto, il Golden Power inizialmente era uno strumento previsto e orientato esclusivamente verso i settori della difesa e dell’energia; col passare del tempo però, con l’aumentare delle sfide globali e con l’evoluzione delle tecnologie anche la disciplina dei poteri speciali dello Stato ha trovato un’evoluzione, diventando anche meccanismo per la tutela della sicurezza economica e tecnologica. Questa evoluzione trova chiara manifestazione nei casi relativi all’applicazione dei poteri nei confronti di Telecom Italia S.p.A. (TIM) e Pirelli & C. S.p.A.

Tramite l’analisi di questi interventi è possibile rinvenire non solo le modalità tecniche dell’esercizio del Golden Power ma anche la trasformazione sostanziale della nozione di “interesse strategico”, che, come abbiamo visto in precedenza, è slittata fino alla dimensione digitale, industriale, tecnologica e come vedremo meglio dopo, anche nella dimensione economica.

In questi due casi l’intervento statale non è stato un mero veto integrale alle operazioni societarie, ma l’imposizione di prescrizioni conformative volte a garantire la protezione degli asset fondamentali. Così si evidenzia una linea coerente con il principio di proporzionalità, quale parametro di compatibilità con il diritto dell’Unione europea e con la libertà di circolazione dei capitali di cui agli artt. 49 e 63 del TFUE⁷⁰.

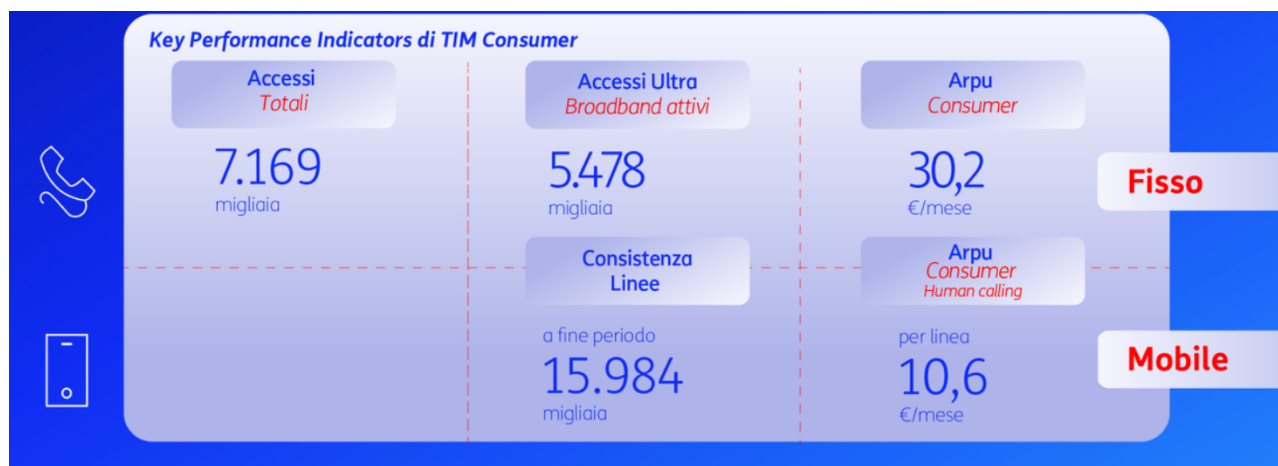
2.3.1. Il caso Telecom Italia (TIM): infrastrutture di rete e sicurezza cibernetica

TIM è una delle più importanti società italiane ed è la principale azienda nel settore delle telecomunicazioni, che offre sia in Italia che all’estero servizi di telefonia fissa, mobile, pubblica, telefonia IP, internet e televisione via cavo⁷¹.

⁷⁰ Unione europea, Trattato sul funzionamento dell’Unione europea (TFUE), , artt 49 e 63, 2016, cit.

⁷¹ Enciclopedia Treccani, Telecom Italia

Figura 5, KPI di TIM consumer, Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023, pubblicata nel 2024



La sua rilevanza strategica, oltre che per la presenza all'interno dei settori di cui abbiamo parlato in precedenza, si configura anche e soprattutto dal punto di vista economico.

Nella relazione finanziaria al 31/12/2023, l'intero gruppo ha registrato ricavi consolidati per circa 14,4 miliardi di euro, con un EBITDA after lease di circa 5,4 miliardi e un indebitamento finanziario superiore ai 20 miliardi⁷². A prima vista si evince subito il risultato netto, che evidenzia una perdita significativa, data probabilmente da una profonda ristrutturazione industriale.

Nel corso del 2024, è stata ceduta la rete fissa NetCo al fondo KKR, e ciò ha rappresentato un passaggio strategico, che è stato sottoposto alla disciplina del Golden Power. I risultati preliminari 2024, diffusi tramite comunicati di investor relation, confermano ricavi simili all'anno precedente, sempre infatti per 14 miliardi e un miglioramento di alcuni indicatori operativi, nonostante la trasformazione strutturale del gruppo⁷³.

Risulta chiaro da questi dati come il mix fra ambito operativo, importanza economica e centralità nel sistema digitale italiano rende tale azienda meritevole dell'applicazione dei poteri speciali, ove necessario al fine di tutelare la sicurezza nazionale.

Il caso che andremo adesso ad analizzare risale al 2017, quando, a seguito del rafforzamento del gruppo francese Vivendi S.A. all'interno del capitale sociale di Telecom, il Governo italiano ha ritenuto che la situazione fosse idonea ad attivare i suoi poteri previsti dal decreto legge 15 marzo

⁷² TIM S.p.A. , Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023, pubblicata 2024, www.gruppotim.it

⁷³ TIM S.p.A. , Comunicati Investor Relations su risultati 2024 e operazione Netco, 2024

2012, n.21⁷⁴, per eliminare la possibilità di un'ascesa societaria ostile da parte del gruppo francese ed evitare che la rete di telecomunicazione e servizi digitale più importante per l'Italia potesse cadere sotto un controllo straniero eccessivo; tutto ciò non vietando l'operazione ma ponendo degli obblighi specifici.

Tramite la delibera del Presidente del Consiglio dei ministri del 16 ottobre 2017, infatti, la Presidenza del Consiglio ha imposto specifiche prescrizioni relative agli asset strategici detenuti da TIM nel settore della difesa e della sicurezza nazionale⁷⁵.

Le misure adottate dal Governo non hanno impedito la partecipazione dell'investitore estero, nel pieno rispetto dei principi europei di libero mercato e di proporzionalità, ma hanno imposto obblighi al gruppo estero in materia di governance degli asset sensibili al gruppo, tutela delle informazioni classificate, mantenimento di strutture organizzative dedicate alla sicurezza e comunicazione preventiva di eventuali operazioni rilevanti.

Alcuni punti del decreto sono, per esempio:

1. l'istituzione di un'unità organizzativa preposta alle attività aziendali rilevanti per la sicurezza nazionale e con un'indipendenza garantita
2. La garanzia che all'interno del C.d.A. ci sia un componente con delega esclusiva sull'Organizzazione di sicurezza di cui al punto prima e che venga approvato dal Governo
3. la predisposizione di un "piano di security" che comprenda una ricognizione degli asset e delle attività strategiche
4. mantenere stabilmente sul territorio italiano le funzioni di gestione e sicurezza delle reti e dei servizi e delle forniture che supportano le attività strategiche
5. fornire preventiva informazione in merito ad ogni decisione che possa ridurre o cedere capacità tecnologiche, operative industriali ecc..
6. garantire la continuità e il mantenimento in Italia delle attività di produzione, fornitura, delle reti virtuali, sistemi informativi, reti di telecomunicazione

Questi sono solo alcuni degli obblighi vincolati dal Governo per tutelare l'interesse e la sicurezza nazionale.

Queste misure sono state possibili grazie al decreto legge 2019, n.105, che ha istituito il perimetro della sicurezza nazionale cibernetica; Tim in quanto principale operatore nazionale di

⁷⁴ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.

⁷⁵ Presidenza del Consiglio dei Ministri, Comunicato su esercizio poteri speciali nei confronti di Telecom Italia S.p.A., 16 ottobre, 2017

telecomunicazioni e per via della sua rilevanza finanziaria, che abbiamo visto precedentemente, è quindi rientrata pienamente nell'ambito applicativo delle nuove disposizioni.

2.3.2. Il caso Pirelli: tutela del know-how e governance societaria

Il caso Pirelli si colloca in un ambito diverso rispetto a TIM, ma comunque significativo.

Pirelli è una delle più storiche e importanti aziende italiane, da sempre leader nella produzione di pneumatici. È stato possibile far rientrare la società all'interno del novero delle aziende che operano in settori strategici in seguito all'evoluzione della disciplina dei poteri speciali; l'intervento dello Stato, che è avvenuto per via del controllo che esercita il gruppo cinese Sinochem, è stato possibile in quanto l'azienda è stata ritenuta strategica per la sicurezza economica per via delle catene tecnologiche, per la protezione del know-how e per la tutela dei dati industriali.

L'intervento si è fondato sulla qualificazione di determinate tecnologie sviluppate da Pirelli (incluse le sue soluzioni digitali smart integrate negli pneumatici) come asset di potenziale rilevanza strategica.

Anche Pirelli, così come TIM, è un colosso economico italiano: nonostante l'azienda, infatti, sia più piccola dell'altra, ma soprattutto più targettizzata verso un unico settore, ha comunque registrato, nel 2023, ricavi pari a circa 6,65 miliardi di euro, EBITDA di circa 1,6 miliardi e un utile di quasi mezzo miliardo⁷⁶. Fondamentali per la società sono gli investimenti in ricerca e sviluppo, che sono stati superiori a 250 milioni di euro, confermando l'importanza della tecnologia per il gruppo.

Andando però al caso specifico, dal 2015 la società è controllata dal gruppo cinese Sinochem (prima che nascesse la holding Sinochem era controllata dalla società Chem China, poi unita a Sinochem), che possiede circa il 34% di Pirelli, e nel 2023 il Governo italiano ha esercitato i suoi poteri speciali imponendo anche in questo caso delle prescrizioni sulla governance societaria e in particolar modo sui diritti del socio di controllo⁷⁷.

Le misure adottate hanno riguardato le limitazioni di alcuni diritti di veto, la tutela delle tecnologie sviluppate e la protezione delle informazioni sensibili e dei dati industriali.

Alcune delle misure sono state:

1. rispettare l'impegno di non esercitare attività di direzione e coordinamento, quindi assicurare piena autonomia a Pirelli in merito alla gestione dei rapporti con la clientela e con i fornitori, garantire che Pirelli non sia soggetta a istruzioni da parte del Gruppo Sinochem, non accettare

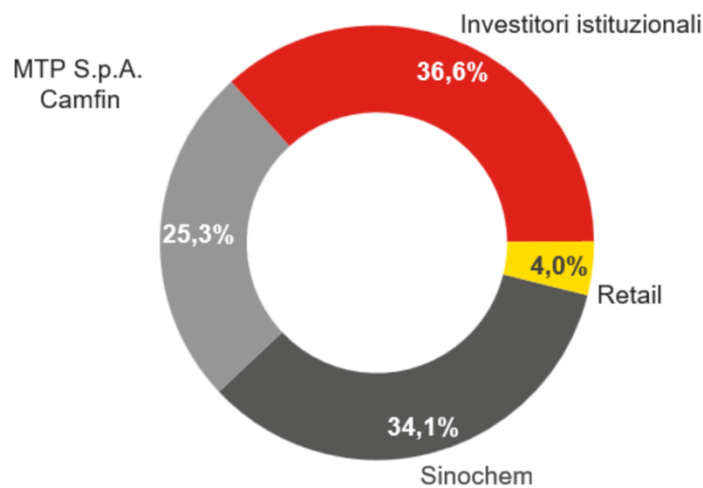
⁷⁶ Pirelli & C. S.p.A. , Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023, pubblicata nel 2024, www.pirelli.com

⁷⁷ Presidenza del Consiglio dei Ministri, Comunicato su esercizio poteri speciali nei confronti di Pirelli & C. S.p.A., 2023

servizi di tesoreria o altre funzioni di assistenza o coordinamento finanziario (cash pooling), non emanare direttive in merito al compimento di operazioni straordinarie di Pirelli, come quotazione di strumenti finanziari, acquisizioni, dismissioni

2. Impegnarsi a far sì che l'Amministratore delegato sia indicato da Camfin (holding italiana presieduta da Tronchetti Provera che detiene il 25% di Pirelli) e assicurarsi che 4 amministratori su 12 siano designati da Camfin

Figura 6, assetto proprietario di Pirelli S.p.A., 2025



Questi, insieme ad altri atti, delimitano come il Golden Power in questo caso sia stato utilizzato, non per imporre il veto sulla struttura societaria e sulla corporate governance, ma per assicurarsi che l'impresa, leader del settore e fondamentale azienda italiana, per i motivi relativi alla sicurezza strategica che sono stati citati all'inizio del capitolo, possa continuare la gestione in maniera indipendente, nominando i suoi amministratori e assicurano che la controllante cinese non possa immettersi nella gestione della società, evitando così l'eccessiva condivisione di dati e informazioni ma anche evitando lo spostamento degli stabilimenti Pirelli all'estero o la loro dismissione, lasciando quindi, di fatto, a Sinochem i diritti sulla distribuzione degli utili e la possibilità di scegliere un numero delimitato di amministratori.

Capitolo III

Il caso emblematico: Leonardo S.p.A.

3.1. Storia e assetto societario di Leonardo S.p.A. : da Finmeccanica alla leadership tecnologica globale

A questo punto dell'elaborato, è arrivato il momento di parlare di Leonardo S.p.A., una delle più importanti aziende italiane e una delle più importanti aziende nell'ambito difesa in Europa. Dopo aver superato la disamina e l'analisi iniziale sul Golden Power, sulle sue origini giuridiche e dopo aver visto i primi esempi di applicabilità, è arrivato il momento di entrare ancora di più nello specifico, arrivando ad analizzare Leonardo S.p.A. . L'azienda è fondamentale per la comprensione dei poteri speciali, in quanto opera nei settori strategici. La comprensione della posizione di Leonardo nel sistema dei poteri speciali, e più in generale nel quadro della sicurezza economica nazionale, però, richiede un'attenta ricostruzione della sua evoluzione storica e del suo assetto societario.

L'attuale configurazione del gruppo è il risultato di un lungo processo di trasformazione che inizia nel 1948 e arriva ad attraversare addirittura tre grandi fasi della storia economica italiana: si parte dal capitalismo pubblico delle partecipazioni statali, per poi arrivare alla stagione delle privatizzazioni degli anni Novanta e infine all'affermazione di un modello di impresa quotata a controllo pubblico parziale inserita in un momento di mercato globale altamente competitivo.

Le origini di Leonardo risalgono appunto a pochi anni dopo la fine della seconda guerra mondiale, cioè nel 1948, anno nel quale avvenne la costituzione di Finmeccanica (Società finanziaria Meccanica S.p.A.), come holding dell'IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale)⁷⁸.

È importante specificare che in quell'epoca, il sistema delle partecipazioni statali rappresentava uno degli strumenti fondamentali attraverso cui lo Stato perseguiva obiettivi di sviluppo industriale e modernizzazione tecnologica e in quel momento Finmeccanica nacque con il compito di coordinare e sviluppare le attività meccaniche, aeronautiche ed elettroniche del gruppo IRI, in un contesto in cui l'intervento pubblico nell'economia era considerato non solo legittimo, ma anche necessario per

⁷⁸ Leonardo S.p.A., Our history – A legacy for the future, 2024, <https://www.leonardo.com/en/about/history.it>

sostenere settori ad alta intensità di capitale e di innovazione, visto l'assetto proprietario pubblico di gran parte delle società italiane.

Nel corso dei decenni successivi, Finmeccanica consolidò la propria presenza nei comparti dell'aeronautica militare, dell'elettronica per la difesa e delle tecnologie spaziali, divenendo progressivamente uno dei principali poli protagonisti industriali europei nel settore della difesa, oltre che penetrando i settori definiti dall'ordinamento come "strategici" per entrare nella fattispecie dei poteri speciali. L'impresa inoltre si inseriva e si inserisce tuttora in un quadro in cui la distinzione tra finalità economiche e interesse pubblico risultava e risulta attenuata dalla funzione strategica attribuita allo Stato imprenditore⁷⁹.

L'importanza di questa azienda è evidenziata anche dal fatto che, la produzione di sistemi d'arma, velivoli e apparati elettronici avanzati non era solo mera attività industriale, finalizzata ad obiettivi di bilancio e di profitto, ma parte integrante della politica di sicurezza nazionale e della proiezione internazionale dell'Italia in ambito sia NATO che europeo.

Il modello delle partecipazioni statali arriva però ad una fine entrando in una crisi maturata tra la fine degli anni Ottanta e l'inizio degli anni Novanta, che determinò un mutamento radicale del contesto istituzionale in cui Finmeccanica operava. Fu il decreto legge 11 luglio 1992, n.333, convertito con modificazioni dalla legge 8 agosto 1992, n. 359, ad avviare formalmente il processo di privatizzazione delle grandi imprese pubbliche⁸⁰.

L'IRI fu trasformato in società per azioni e in quel momento prese avvio un graduale processo di dismissione delle partecipazioni, e proprio all'interno di tale cornice, anche Finmeccanica fu interessata da un percorso di apertura al mercato dei capitali⁸¹.

Questa quotazione rappresentò un passaggio di straordinaria rilevanza, donando a Leonardo la possibilità di raccogliere una grandissima quantità di capitali proprio tramite la quotazione e quindi passare da holding integralmente pubblica a società per azioni quotata, soggetta alla nuova disciplina del mercato mobiliare, alla vigilanza della Consob e agli obblighi informativi del Testo Unico della Finanza. Altro fattore da evidenziare inoltre è chiaramente il passaggio da proprietà pubblica a proprietà diffusa e aperta verso l'azionariato. Tuttavia è opportuno specificare che il processo non si tradusse in una completa privatizzazione; il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) mantenne infatti una partecipazione significativa nel capitale sociale, in virtù della rilevanza in termini di interesse nazionale e difesa pubblica. In questa maniera lo Stato ha configurato un modello

⁷⁹ Cassese, Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato? Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, 1996, p. 579 ss.

⁸⁰ Repubblica italiana, Decreto legge 11 luglio 1992, n. 333, convertito con modificazioni dalla legge 8 agosto 1992, n.359, in Gazzetta Ufficiale della Repubblica, 1992

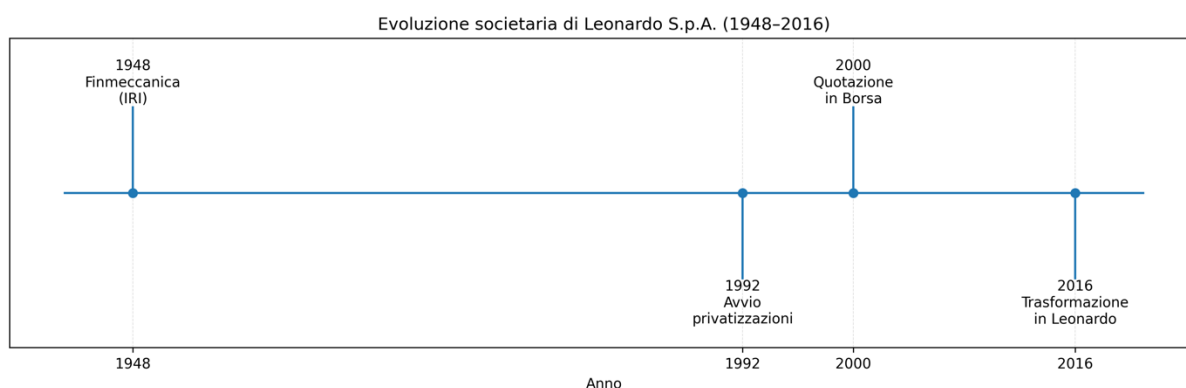
⁸¹ Finmeccanica S.p.A., relazione annuale 2000, sezione eventi societari e quotazione, 2001

ibrido nel quale l'impresa operava secondo logiche di mercato, pur conservando un ancoraggio strutturale all'interesse pubblico.

Questo assetto, che potremmo definire forse di “capitalismo pubblico”, ha consentito a Finmeccanica, e successivamente a Leonardo, di coniugare l'accesso a una gran moltitudine di capitali privati con la salvaguardia di indirizzi strategici coerenti con le esigenze della sicurezza nazionale. Il controllo pubblico non si esercita allora attraverso strumenti di Golden Share in senso classico, ma in primis attraverso la presenza azionaria del MEF, che come vedremo dopo possiede circa il 30% e poi tramite l'eventuale attivazione dei poteri speciali previsti dalla normativa del Golden Power.

Ci sono però altri momenti significativi nella storia di questa società. Uno dei momenti simbolicamente e strutturalmente decisivi si colloca nel 2016, quando Finmeccanica assunse finalmente la denominazione di Leonardo S.p.A.⁸² Il cambio nome non costituì un mero rebranding ma si inserì in un più ampio processo di riorganizzazione aziendale industriale che trasforma il gruppo in una c.d. “one company”.

Figura 7, Evoluzione societaria di Leonardo S.p.A.



Tale trasformazione implica il superamento del modello di una holding articolata in numerose controllate autonome in favore della creazione di un'unica entità operativa integrata, dichiarando come obiettivo il bisogno di migliorare l'efficienza, rafforzare la trasparenza e consolidare il posizionamento competitivo sui mercati internazionali.

Tramite questi cambiamenti, e alla storia della società, capiamo che la nuova Leonardo si presenta dunque come un gruppo industriale integrato, operante nei settori dell'aerospazio, della difesa e della

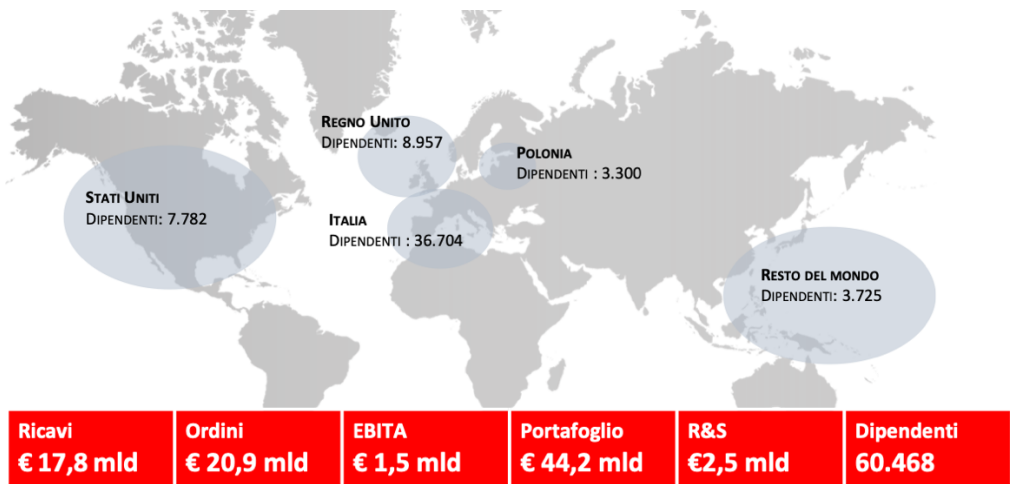
⁸² Leonardo S.p.A., relazione annuale 2016, comunicazione di cambio denominazione sociale, www.leonardo.it

sicurezza, con una forte vocazione tecnologica e una proiezione globale con un assetto societario che conferma la natura ibrida.

Secondo i dati aggiornati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2024, il MEF detiene una partecipazione pari a circa il 30,2% del capitale sociale⁸³. Il restante capitale è diffuso tra investitori istituzionali e azionisti privati, italiani ed esteri, in un contesto di flottante ampio e tipico delle grandi società italiane: abbastanza diffuso da rispecchiare il modello di governance aperta, ma pur sempre mantenuto “sotto controllo”.

La governance di Leonardo riflette pienamente il modello delle società per azioni quotate. L'assemblea degli azionisti, il Consiglio d'Amministrazione e il Collegio Sindacale operano nel rispetto della disciplina codicistica e del TUF. La presenza del MEF, seppur significativa, non altera formalmente la struttura di governance. Tuttavia incide sostanzialmente sugli equilibri assembleari e sulle scelte strategiche, soprattutto in relazione alla nomina degli organi sociali.

Figura 8, risultati del gruppo Leonardo nel 2024, Relazione sulla gestione al 31 dicembre 2024



Naturalmente anche dal punto di vista economico finanziario Leonardo si conferma uno dei principali gruppi industriali italiani e uno dei maggiori operatori europei nel settore della difesa e dell'aerospazio. Il bilancio 2024 evidenzia ricavi consolidati pari a circa 17,8 miliardi di euro, un EBITDA superiore a 1,5 miliardi di euro e un utile netto di oltre 1,159 miliardi di euro⁸⁴, configurandosi non solo come una delle più grandi imprese europee del settore, molto vicina per

⁸³ Ministero dell'Economia e delle Finanze, partecipazioni detenute dal MEF – società quotate, aggiornamento 2025, https://www.de.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/partecipazioni/elenco_partecipazioni/

⁸⁴ Leonardo S.p.A., Relazione sulla gestione al 31 dicembre 2024, <https://www.leonardo.com/documents/15646808/28608810/Bilancio+Integrato+2024.pdf?t=1741973485310>

esempio ai dati della rivale tedesca Rheinmetall che nonostante abbia un fatturato nettamente più basso, intorno a 9,9 miliardi ha un utile di 1,84 miliardi di euro, ma anche come una delle più grandi aziende italiane in generale, oltre che una delle più rilevanti sotto un punto di vista strategico.

Particolarmente significativo è il dato relativo al portafoglio ordini di Leonardo, che supera i 44,2 miliardi di euro.

Questo dato segnala in maniera evidente la solidità della domanda nei settori di riferimento, solidità che probabilmente è alterata, anche se vista la ormai normalità di tali eventi, più che un'alterazione si tratta quasi di un assestamento, dagli ultimi riscontri geopolitici del primo semestre del 2024, che hanno visto una serie di conflitti armati iniziare nella prima metà dell'anno, come il blitz americano in Venezuela o la delicata situazione mediorientale che invece vede l'Iran come protagonista, ma con gravi implicazioni anche per i paesi vicini, assoggettati da dinamiche relative a petrolio e allo strategico stretto di Hormuz.

Nel corso del 2024, i risultati trimestrali e le comunicazioni ufficiali al mercato hanno confermato il consolidamento della posizione competitiva del gruppo, con una crescita del portafoglio ordini e una stabilità dei ricavi, in un contesto internazionale caratterizzato anche in Europa da un aumento della spesa per la difesa⁸⁵. Questo probabilmente per tenersi al passo con le altre potenze e per allinearsi con i recenti termini NATO. L'esposizione ai mercati esteri è rilevante, e una quota significativa dei ricavi deriva da programmi multinazionali, elemento che rafforza la dimensione strategica dell'impresa non solo in chiave nazionale ma anche europea.

La rilevanza strategica di Leonardo comunque non può essere ridotta esclusivamente alla sua dimensione economica. Essa discende in modo primario dalla natura delle attività svolte. Il gruppo è coinvolto nella produzione di sistemi d'arma, velivoli militari, elicotteri, radar, sistemi elettronici avanzati e soluzioni per la cybersecurity. Tali ambiti rientrano pienamente tra quelli di rilevanza strategica individuati dal già più volte citato decreto legge 15 marzo 2012, n.21, che attribuisce al Governo poteri speciali in relazione agli asset operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale⁸⁶.

In questo quadro, Leonardo rappresenta un esempio assolutamente paradigmatico di impresa strategica nel merito del controllo pubblico parziale, la quale è anche inserita in un mercato globale ma strettamente connessa agli interessi essenziali dello Stato. La combinazione tra la partecipazione azionaria del MEF e quella della disciplina del Golden Power configura un sistema di tutela multilivello: da un lato, l'azionista pubblico assicura una presenza stabile nella governance; dall'altro,

⁸⁵ Leonardo S.p.A., Risultati 9M 2024, comunicato stampa 7 nov. 2024, sezione Investor Relations, www.leonardo.it

⁸⁶ Repubblica Italiana, Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.

i poteri speciali consentono un intervento ancora più mirato qualora operazioni societarie o modifiche degli assetti proprietari possano incidere sulla sicurezza nazionale.

La traiettoria di Leonardo, da holding del sistema IRI a gruppo tecnologico globale quotato, riflette dunque l'evoluzione del ruolo dello Stato nell'economia. Se nella fase delle partecipazioni statali lo Stato esercitava un controllo diretto e pervasivo, nella configurazione attuale esso opera attraverso strumenti più sofisticati e elaborati oltre che compatibili con il diritto europeo: partecipazione azionaria, disciplina societaria di mercato e, in ultima istanza, Golden Power. In tale assetto si coglie una sintesi tra sovranità economica e integrazione nei mercati finanziari internazionali.

3.2. Settori operativi e progetti sensibili: difesa, aerospazio e innovazione dual-use

Adesso verranno invece analizzati i settori operativi di Leonardo S.p.A. per comprendere, in modo pieno, nello specifico delle operazioni, le ragioni per cui il gruppo rientra, senza ambiguità, nel perimetro degli asset strategici rilevanti ai fini della disciplina del Golden Power; se prima si è ricostruita la storia societaria dell'impresa, adesso ci accingiamo a notare che nella natura concreta delle attività che Leonardo svolge, si manifestano le motivazioni specifiche del riferimento ai poteri speciali dello Stato: la strategicità della società non deriva solo dalla presenza dello Stato nella governance ma si radica nelle tecnologie che vengono sviluppate, nella tipologia dei clienti e nella posizione che occupa l'azienda nelle catene del valore della difesa e dell'aerospazio.

Leonardo opera come gruppo integrato in settori che sono contraddistinti da un'alta intensità tecnologica e da una coincidenza precisa con gli interessi pubblici fondamentali. Il settore della difesa, infatti, continua a rappresentare il nucleo delle attività più rilevanti. Si parla della progettazione di velivoli militari, sistemi radar e soluzioni elettroniche varie, che oltre ad essere delle mere attività industriali, sono anche collocate al centro delle politiche di sicurezza nazionale, oltre che a determinare l'importanza economica della società.

Una quota molto significativa dei ricavi deriva proprio dai segmenti legati alla difesa e all'elettronica per la sicurezza, il che emerge dalla nota finanziaria annuale al 31 dicembre 2024, mentre il portafoglio ordini, come è opportuno far notare nuovamente, è superiore ai 44 miliardi di euro, evidenziando il radicamento del gruppo nei sistemi di cooperazione internazionale⁸⁷.

⁸⁷ Leonardo S.p.A., Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2024, 2025, cit.

È ancora maggiore la rilevanza della società se questa viene contestualizzata nel contesto geopolitico contemporaneo, contesto nel quale la sicurezza non è più limitata esclusivamente alla dimensione militare intesa in senso tradizionale, ma ritengo che oggi rifletta anche la capacità degli Stati di mantenere la loro autonomia sulle tecnologie critiche e difenderle. In questa prospettiva Leonardo non è soltanto un operatore industriale, ma un attore della sovranità tecnologica italiana. La già citata cooperazione europea dell'azienda, o in termini NATO, implica la gestione oltre che la conoscenza di informazioni sensibili, rafforzando il legame tra l'attività economica e l'interesse pubblico strategico.

Settore molto importante della società è poi quello aerospaziale, che affianca quello della difesa e costituisce un ulteriore pilastro delle attività del gruppo, trattandosi di sistemi satellitari, piattaforme di osservazione della Terra e infrastrutture di comunicazione avanzate che presentano una natura intrinsecamente duale, in quanto sono utilizzabili sia per finalità civili che militari.

Anche l'Unione europea riconosce questa caratteristica nel Regolamento UE 2019/452 che individua tra i fattori rilevanti per lo screening degli investimenti esteri le infrastrutture critiche e le tecnologie chiave⁸⁸. Così l'attività aerospaziale del gruppo assume rilevanza trascendendo l'industria ma incidendo proprio sulla capacità dello Stato di operare in settori ad alta complessità tecnologica.

I bilanci inoltre rappresentano anche un ulteriore rafforzamento nella divisione aeronautica. Tale divisione, infatti, ha visto una grossa crescita del portafoglio ordini e una nuova stabilità dei ricavi, mentre i risultati comunicati confermano il consolidamento della posizione competitiva del gruppo nei mercati internazionali⁸⁹.

L'evoluzione più recente del gruppo mostra però un progressivo ampliamento delle attività nel campo dell'elettronica per la sicurezza e della cybersecurity. Questo sviluppo riflette una grande trasformazione del concetto di sicurezza, che oggi arriva ad includere anche la protezione delle infrastrutture digitali e dei dati. Il decreto legge 21 settembre 2019, n.105 ha formalizzato tale ampliamento, introducendo il perimetro di sicurezza nazionale cibernetica e riconoscendo la centralità delle infrastrutture digitali per la sicurezza dello Stato⁹⁰. Così le tecnologie sviluppate da Leonardo, che comprendono soluzioni avanzate per la protezione delle reti e la gestione di sistemi complessi, assumono un ruolo di primo piano.

È in questo ambito che emerge con evidenza la nozione di innovazione dual-use. Infatti molte tecnologie sviluppate sono suscettibili di utilizzo civile e militare: si tratta di sistemi di

⁸⁸ Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/452, cit.

⁸⁹ Leonardo S.p.A., Risultati 9M 2024, comunicato stampa 7 nov. 2024, sezione Investor Relations, www.leonardo.it

⁹⁰ Repubblica Italiana, Decreto legge 21 settembre 2019, n. 105, , convertito con modificazioni dalla legge 18 novembre 2019, n. 133 , 2019, cit.

comunicazione, piattaforme digitali, cybersecurity e tecnologie aeronautiche che enfatizzano la duplicità funzionale.

Il regolamento UE 2021/821 riconosce ai prodotti a duplice uso la necessità di controllare la circolazione di tali tecnologie, proprio in virtù delle loro implicazioni per la sicurezza nazionale⁹¹.

La dimensione duale consente di cogliere un altro importante elemento per l'analisi giuridica: anche la nozione di settore strategico non è più definita in modo statico o settoriale ma deve essere interpretata in chiave funzionale, tenendo quindi conto dell'impatto anche potenziale sulla sicurezza nazionale e sulla competitività economica. Leonardo rappresenta sotto questo profilo un caso paradigmatico di imprese in cui la dimensione industriale e quella strategica risultano profondamente intrecciate.

È alla luce di tali considerazioni che il collegamento con la disciplina sembra più facile: il decreto legge 15 marzo 2012, n. 21 che attribuisce al Governo poteri speciali in relazione a operazioni che coinvolgono società operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale⁹². La presenza di tecnologie avanzate, la partecipazione a programmi militari e aerospaziali e la gestione di informazioni sensibili costituiscono elementi oggettivi che giustificano l'inclusione di Leonardo nel perimetro di applicazione della normativa.

Così l'impresa si configura non soltanto come un operatore di rilievo, ma come un nodo strategico del sistema Paese. La sua attività incide sulla capacità dello Stato di garantire la sicurezza, di sviluppare innovazione tecnologica e di competere nei mercati globali ad alta intensità di conoscenza. Il Golden Power si inserisce dunque come strumento di tutela di questa dimensione complessa, consentendo un intervento mirato qualora operazioni societarie o modifiche degli assetti proprietari possano compromettere interessi fondamentali

3.3. Golden Power e Leonardo: quadro giuridico

Per quanto riguarda il quadro giuridico inerente all'applicazione del Golden Power a Leonardo S.p.A. bisogna imporre una riflessione che non si accontenta di ricostruire la normativa come nei capitoli precedenti. Se, infatti, sotto un certo punto di vista, la normativa dei poteri speciali nasce come

⁹¹ Parlamento e Consiglio europeo Regolamento UE 2021/821 del 20 maggio 2021 che istituisce un regime dell'Unione di controllo delle esportazioni, dell'intermediazione, dell'assistenza tecnica, del transito e del trasferimento di prodotti a duplice uso (rifusione), 2021

⁹² Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.

risposta alle censure europee sulla Golden Share e si sviluppa per la tutela degli interessi nazionali strategici, Leonardo è un'impresa che è strutturalmente collocata nel cuore dell'apparato industriale italiano e la normativa si confronta con essa. L'art. 1 del decreto legge 15 marzo 2012, n.21, attribuisce al Governo poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale⁹³; tuttavia, quando l'intera attività sociale coincide con tali settori, il potere speciale assume una funzione diversa rispetto ai casi TIM e PIRELLI esaminati in precedenza, casi nei quali si tratta di una reazione da parte dello Stato a delle modifiche o dei problemi sorti successivamente. Leonardo invece è un'azienda che opera pienamente e integralmente al centro dell'area e dei settori di interesse che sono selezionati per essere definiti come strategici.

Come osserva D'Alberti, il Golden Power sarebbe uno strumento di riequilibrio tra mercato e sicurezza, finalizzato alla creazione di una fattispecie nella quale lo Stato può intervenire non attraverso diritti incorporati all'interno delle quote societarie, ma tramite poteri amministrativi esterni e tipizzati⁹⁴. Nel caso di Leonardo però lo Stato non è un soggetto esterno: infatti è azionista di riferimento attraverso il MEF, il quale possiede come abbiamo visto nel paragrafo precedente circa il 30% del capitale sociale della società⁹⁵. A tal punto potrebbe sorgere una domanda: in questo caso, vista la grossa presenza azionaria, il Golden Power rappresenterebbe un presidio aggiuntivo o una duplicazione degli strumenti?

La dottrina più recente sottolinea che la presenza pubblica nel capitale sociale non esaurisce la funzione di tutela degli interessi strategici; Belviso, infatti, evidenzia come il Golden power operi in maniera diversa rispetto alla governance societaria, configurandosi come un potere amministrativo che può incidere anche sulla maggioranza dell'assemblea dei soci⁹⁶. È evidente infatti che la partecipazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze consente di attuare una sorta di indirizzo strategico, ma non si pone come un potere autoritario, esercitabile in operazioni straordinarie anche senza la maggioranza dei voti.

Nel caso di Leonardo, il rischio principale però non sembra essere tanto quello di un'eventuale acquisizione ostile, ipotesi fra l'altro resa addirittura meno possibile dalla struttura proprietaria, ma quanto la presenza di un progressivo trasferimento tecnologico che si rende concreto tramite cooperazioni internazionali o joint venture industriali. L'espansione dei poteri speciali inoltre risponde alla necessità da non trascurare di presidiare anche le catene del valore tecnologiche e non

⁹³ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.

⁹⁴ M. D'Alberti, *Il Golden Power in Italia: norme ed equilibri*, in G. Napolitano. *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, 2019, p.85

⁹⁵ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *partecipazioni detenute dal MEF*, 2025, cit.

⁹⁶ L. Belviso, *Golden Power. Profili di diritto amministrativo*, Giappichelli, Torino, 2023

soltanto gli asset formalmente classificati⁹⁷. Infatti Leonardo partecipa a programmi europei e transnazionali nei quali la condivisione del know-how costituisce un chiaro presupposto operativo, e proprio in questo contesto la linea di perimetro tra cooperazione e vulnerabilità potrebbe tendere ad assottigliarsi.

Il Regolamento UE 2019/452, nonostante come abbiamo visto non unisca le discipline nazionali, riconosce la legittimità degli strumenti di screening quando l'investimento incide su tecnologie critiche o sull'accesso a informazioni sensibili⁹⁸ e Leonardo rientra in pieno in questo ambito, in quanto come notato nel paragrafo precedente, opera in settori come l'elettronica per la difesa, i sistemi radar e la cybersecurity. Anche la Relazione al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali, mostra come il settore della difesa rappresenti uno dei principali ambiti di attivazione del sistema Golden Power⁹⁹, mostrando una tutela tutt'altro che episodica ma anzi sistemica.

La forte tensione tra la sovranità tecnologica e l'integrazione europea costituisce un ulteriore nodo critico. L'ascesa del Golden Power riflette la trasformazione dello Stato da un modello regolatore a un modello che invece è strategico, volto alla difesa degli interessi industriali, inoltre in un contesto geopolitico caratterizzato da una sempre maggiore competizione¹⁰⁰. Tale trasformazione però deve continuare a confrontarsi continuamente con i principi del mercato interno e con le libertà fondamentali garantite dal TFUE negli articoli 49 e 63¹⁰¹. Anche nel caso di Leonardo, l'esercizio del potere speciale non può tradursi in una chiusura protezionistica, piuttosto dovrebbe essere giustificato da esigenze concrete e proporzionate.

È fondamentale però ricordare sempre che il controllo sugli investimenti esteri, rappresenta oggi uno strumento fondamentale in termini di politica industriale, oltre che di sicurezza; tuttavia, al contempo, richiama la necessità di un'applicazione particolarmente rigorosa e motivata dal potere amministrativo¹⁰². Nel contesto di Leonardo, la valutazione governativa dovrebbe fondarsi su elementi oggettivi, cioè la natura dell'operazione, il soggetto coinvolto e l'impatto sugli asset, evitando generalizzazioni fondate esclusivamente sulla nazionalità dell'investitore.

Ulteriormente è chiaro che il provvedimento di esercizio del Golden Power, nonostante sia connotato da un'ampia discrezionalità in senso tecnico, resta comunque assoggettato al controllo del giudice amministrativo, e cioè sempre nei limiti della legittimità¹⁰³.

⁹⁷ A. Sandulli, *la febbre del golden Power*, 2022, cit.

⁹⁸ Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/452, cit.

⁹⁹ Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione annuale al parlamento sull'esercizio dei poteri speciali*, 2023

¹⁰⁰ Napolitano, *L'irresistibile ascesa del Golden Power e la rinascita dello Stato doganiere*, 2019, cit.

¹⁰¹ Unione europea, *Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE)*, artt 49 e 63, 2016, cit.

¹⁰² Garofoli, *Golden Power: mercato e protezione degli interessi nazionali*, in *Federalismi.it*, 2022

¹⁰³ E.M. Tepedino, *Golden powers: i poteri speciali del Governo al vaglio del Giudice amministrativo*, in *Amministrazione in cammino*, 2022

Bisogna ricordare che in ambito militare però la motivazione può fondarsi su elementi coperti dal segreto di stato o si potrebbe basare anche su valutazioni fornite dagli organismi di intelligence, le quali sarebbe una circostanza che inciderebbe sull'intensità del sindacato, il che imporrebbe un delicato equilibrio tra tutela della sicurezza e garanzie dello Stato di diritto.

In questi casi, Leonardo rappresenta un ottimo esempio per l'analisi del Golden Power. Infatti il potere speciale non opera come strumento di difesa occasionale rispetto a qualche iniziativa imprenditoriale esterna, ma come presidio permanente di un settore intrinsecamente strategico. La combinazione tra partecipazione pubblica e potere amministrativo configura un modello di tutela multilivello, nel quale lo Stato esercita una funzione di vigilanza strutturale senza rinunciare alla logica di mercato.

3.4. Casi studio: operazioni rilevanti e interventi del Governo

L'analisi dell'applicazione del Golden Power a Leonardo S.p.A. deve confrontarsi con la dimensione concreta dell'istituto. A differenza dei casi relativi alle telecomunicazioni o il caso Pirelli, nei quali l'esercizio dei poteri speciali ha avuto anche un carattere mediaticamente rilevante, nel comparto della difesa l'intervento del Governo si colloca in una dimensione più tecnica e meno esposta, ma comunque incisiva. Il settore, disciplinato dall'art.1 del decreto-legge 15 marzo 2012, n.21, riguarda direttamente le società operanti nella difesa e nella sicurezza nazionale, attribuendo al Governo il potere di opporsi, o in alternativa di imporre condizioni in presenza di operazioni che siano idonee ad arrecare il grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato, che abbiamo classificato nei primi precedenti¹⁰⁴.

La Relazione al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali del 2022, emessa dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri, mostra come il reparto difesa, rappresenti un'area costante di notifiche e di esercizio dei poteri conformativi¹⁰⁵. In particolare, vengono richiamati i casi nei quali l'esecutivo ha subordinato l'autorizzazione a operazioni societarie riguardo la permanenza sul territorio italiano di determinate capacità produttive o alla garanzia di continuità nelle forniture alle amministrazioni della difesa. Sebbene la relazione non indichi sempre in maniera nominativa le imprese coinvolte per ragioni di riservatezza, è indicato che le notifiche hanno riguardato imprese operanti nella produzione di sistemi elettronici e componentistica per la difesa, ambiti nei quali Leonardo svolge un ruolo

¹⁰⁴ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.

¹⁰⁵ Presidenza del Consiglio dei Ministri, relazione al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali, sezione difesa, 2022

primario nel sistema industriale nazionale, oltre che essere una delle poche aziende ad occuparsene ed anche la più importante¹⁰⁶.

Un caso particolarmente significativo, riportato nella relazione 2023, è in merito all'imposizione di alcune prescrizioni nell'ambito di un'operazione di riorganizzazione societaria nel settore dell'elettronica militare, anche questo settore nel quale Leonardo è tra i principali operatori nazionali¹⁰⁷. Le condizioni imposte hanno riguardato l'obbligo di mantenere in Italia determinate funzioni di progettazione e sviluppo, nonché la limitazione dell'accesso a informazioni classificate da parte di soggetti esteri. Tale intervento conferma la natura conformativa del Golden Power nel settore della difesa, che non è quindi un mero blocco dell'operazione quanto più una specie di rimodulazione in funzione della tutela dell'interesse nazionale.

Un ulteriore profilo applicativo emerge nelle operazioni di cooperazione industriale internazionale che coinvolgono la società. La Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023 mostra la partecipazione del gruppo a programmi con partner esteri in ambito aeronautico e missilistico, cioè il programma EuroMALE, che verrà approfondito a breve¹⁰⁸. Tali programmi, per loro natura, comportano scambi di tecnologia e integrazione di catene produttive transnazionali. In queste ipotesi, la disciplina dei poteri speciali si attiva oltre che per la modifica dell'assetto proprietario, più per la valutazione dell'impatto dell'operazione sugli asset tecnologici sensibili che vengono integrati e scambiati. La Relazione al Parlamento 2023 segnala che, nel settore della difesa, sono state adottate prescrizioni relative alla protezione delle informazioni classificate e alla segregazione di specifiche attività di ricerca e sviluppo¹⁰⁹, circostanza, anche in questo caso, coerente con la posizione di Leonardo quale detentore di competenze avanzate nel campo dell'elettronica per la difesa.

Nel comparto difesa, il Golden Power opera come presidio funzionale più che proprietario. La funzione autentica dell'istituto consiste nella tutela delle capacità strategiche e non solo delle partecipazioni azionarie¹¹⁰. Tale imposizione appare particolarmente evidente nel caso di Leonardo, ove l'intervento pubblico non si limita a prevenire acquisizioni ostili, ma mira a preservare l'integrità del patrimonio tecnologico.

Anche sotto il profilo degli impatti sul mercato dei capitali, i dati disponibili mostrano una sostanziale stabilità dell'attrattività del titolo Leonardo. La Relazione finanziaria 2023 registra una significativa

¹⁰⁶ Presidenza del Consiglio dei Ministri, relazione al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali, 2022, cit.

¹⁰⁷ Presidenza del Consiglio dei Ministri, relazione al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali, 2023

¹⁰⁸ Leonardo S.p.A., Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023, 2024, cit.

¹⁰⁹ Presidenza del Consiglio dei Ministri, relazione al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali, dati sulle prescrizioni nel settore difesa, cit.

¹¹⁰ C. Deodato, Considerazioni introduttive sull'origine, l'ascesa e la più autentica funzione del Golden power, introduzione tratta dal libro "Golden Power" di R. Chieppa, 2023

presenza di investitori istituzionali anche internazionali nell'azionariato¹¹¹, il che è un elemento che suggerisce come il rischio regolatorio connesso al Golden Power sia, tutto sommato, percepito come strutturale e prevedibile. L'intervento pubblico quindi nei settori strategici, se esercitato in modo proporzionato e trasparente, non determina necessariamente effetti che possano disincentivare gli investimenti esteri, la quale è un'accusa che è stata talvolta mossa in passato nei confronti dei poteri speciali italiani dalle istituzioni europee¹¹². Nel caso di Leonardo, sono l'assenza di veti clamorosi e la prevalenza di misure conformative a contribuire al mantenimento di un equilibrio tra tutela strategica e apertura al mercato.

Dal punto di vista del procedimento, l'esercizio dei poteri speciali avviene mediante un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato all'esito di un'istruttoria tecnica che coinvolge le amministrazioni competenti. Il procedimento è caratterizzato da tempi stringenti e da un grande margine di discrezionalità tecnica, ma resta sempre soggetto ai principi della legge n.241 del 1990 ed al sindacato del giudice amministrativo¹¹³. Nel settore difesa, tuttavia, la natura delle informazioni coinvolte può incidere sulla pubblicità del provvedimento e sull'intensità del controllo giurisdizionale.

Il Golden Power, nel caso di Leonardo S.p.A. opera prevalentemente come strumento di vigilanza preventiva e conformativa. L'intervento statale quindi, ovviamente non si traduce in una compressione indiscriminata dell'autonomia imprenditoriale, ma in una modulazione delle operazioni societarie alla luce delle esigenze di sicurezza nazionale. Leonardo, per la natura delle sue attività e per la rilevanza sistemica nel comparto militare, rappresenta uno dei principali terreni di applicazione di tale modello.

Leonardo è un caso paradigmatico, non tanto perché compaiono molti provvedimenti pubblici di esercizio pieno del Golden Power, ma soprattutto perché la sua attività ricade stabilmente nella bolla dell'art.1 del decreto-legge 21/2012 e perché, le fonti pubbliche, mostrano notifiche istruttorie, raccomandazioni e procedure semplificate su operazioni societarie e tecnologie sensibili.

Le fonti in questo caso mostrano soprattutto un uso preventivo e conformativo del meccanismo dei poteri speciali; questa minore visibilità pubblica è coerente con il settore della difesa e con la sua natura nella quale prevalgono riservatezza, l'istruttoria tecnica e la gestione preventiva del rischio.

Un caso espressamente documentato di applicazione della disciplina del Golden Power nel settore della difesa che ha coinvolto direttamente Leonardo S.p.A. è quello relativo al programma europeo

¹¹¹ Leonardo S.p.A., Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023, 2024, cit.

¹¹² F. Marconi, L'intervento pubblico dell'economia e il mutevole ruolo dello Stato, *Federalismi.it*, 2021

¹¹³ L. Masotto, il Golden Power alla prova del procedimento e del processo amministrativo, *Giornale di diritto amministrativo*, 2022

EuroMALE (European Medium Altitude Long Endurance Remotely Piloted Aircraft System), citato all'inizio del paragrafo.

Secondo quanto riportato nella Relazione al Parlamento in materia di poteri speciali del 2020, trasmessa dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri, Leonardo S.p.A. ha notificato al Governo, ai sensi dell'art. 1 del decreto-legge 15 marzo 2012, n.21, un'operazione avente ad oggetto la concessione di licenze d'uso di diritti di proprietà intellettuale nell'ambito del programma¹¹⁴.

La Relazione precisa che l'operazione rientrava nel perimetro applicativo dell'ormai a noi noto D.L. 21/2012, in quanto concernente un'impresa operante nel settore della difesa e avente ad oggetto asset suscettibili di rilevanza strategica ai fini della sicurezza nazionale¹¹⁵. Il programma EuroMALE costituisce infatti un progetto industriale europeo volto alla realizzazione di un sistema a pilotaggio remoto di media altitudine e a lunga autonomia, sviluppato in cooperazione tra Germania, Spagna, Francia e, per l'appunto, Italia.

La notifica attivava dunque il procedimento previsto dalla normativa sui poteri speciali, la quale attribuisce al Governo la facoltà di opporsi all'operazione o di imporre specifiche condizioni qualora essa comporti una minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale¹¹⁶.

La Relazione al Parlamento riferisce che, all'esito dell'istruttoria, il Consiglio dei Ministri, con delibera del 23 gennaio 2020, ha disposto il non esercizio dei poteri speciali, ritenendo che l'operazione non determinasse un grave pregiudizio per il sistema di difesa e sicurezza nazionale¹¹⁷. Tuttavia, la decisione non si è fermata al decretare il non esercizio, ma ha portato con sé alcune raccomandazioni volte a garantire la tutela degli interessi coinvolti. La relazione, tuttavia, non descrive il contenuto in dettaglio delle raccomandazioni, viste soprattutto la natura sensibile dell'operazione; tuttavia il Governo esercita pienamente la propria competenza istruttoria e valutativa e giunge alla decisione di non opposizione, nell'ambito di un controllo sostanziale e non meramente formale¹¹⁸.

Questo episodio consente alcune considerazioni:

1. Il caso dimostra che nel settore della difesa, il Golden Power, opera anche in relazione a operazioni che non incidono direttamente sull'assetto proprietario ma riguardano la circolazione di diritti di proprietà intellettuale e tecnologie sensibili. L'oggetto della notifica,

¹¹⁴ Presidenza del Consiglio dei Ministri, Relazione al Parlamento in materia di esercizio dei poteri speciali, sezione relativa a Leonardo S.p.A., - programma EuroMALE, 2020

¹¹⁵ Ibidem

¹¹⁶ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.

¹¹⁷ Presidenza del Consiglio dei Ministri, Relazione al Parlamento, delibera del 23 gennaio 2020

¹¹⁸ Ibidem

cioè la concessione delle licenze d'uso conferma che il perimetro applicativo del decreto si estende anche agli atti che possano incidere sull'integrità del patrimonio tecnologico strategico dell'impresa.

2. L'esito del non esercizio con le raccomandazioni, evidenzia la natura prevalentemente conformativa del potere nel comparto difesa. Il Governo non ha ravvisato un pregiudizio grave da giustificare l'opposizione, ma ha comunque ritenuto opportuno presidiare l'operazione mediante indicazioni finalizzate alla salvaguardia dell'interesse nazionale
3. Il caso EuroMALE si colloca in un contesto di cooperazione industriale europea e il programma, come indicato anche dalla documentazione societaria di Leonardo, si inserisce nei progetti congiunti tra Stati membri per lo sviluppo di capacità autonome nel settore dei sistemi a pilotaggio remoto¹¹⁹. L'intervento del Governo, inoltre, non si traduce in un ostacolo alla cooperazione europea, ma in una verifica della compatibilità dell'operazione con le esigenze di sicurezza nazionale.

Sotto il profilo giuridico, il caso rappresenta un esempio paradigmatico di applicazione del Golden Power nel settore difesa in assenza di conflittualità proprietaria. Non c'è alcuna scalata ostile o acquisizione da parte di soggetti extra-UE, ma un'operazione funzionale allo sviluppo industriale con i partner europei. Il caso mostra quindi come la disciplina dei poteri speciali non sia incompatibile con la partecipazione dell'Italia a programmi industriali europei, purché l'intervento statale rimanga proporzionato e fondato su una valutazione concreta e attuale del rischio. L'istituto può operare come filtro di sicurezza senza trasformarsi in uno strumento di chiusura protezionistica.

¹¹⁹ Leonardo S.p.A., documentazione societaria e comunicazioni istituzionali relative al programma EuroMALE, disponibili nella sezione istituzionale del sito www.Leonardo.it

Capitolo IV

La più recente evoluzione del Golden Power: i mercati finanziari

4.1. Golden Power e regolazione finanziaria: freno all'attrattività degli investimenti?

Il processo di estensione del Golden Power all'interno del settore finanziario, rappresenta uno dei capitoli più recenti e, sotto alcuni punti di vista che analizzeremo, anche più problematici dell'evoluzione dell'istituto nell'ordinamento italiano. Il Golden Power, infatti, nasceva come strumento di tutela dei settori associati in maniera più classica alla sicurezza dello Stato (difesa, energia, telecomunicazioni...), ma la sua progressiva espansione verso l'intermediazione finanziaria, credito e infrastrutture dei mercati dei capitali ha aperto un nuovo confronto tra la sicurezza economica e quella dell'attrattività degli investimenti, altrettanto fondamentale, e anche della competitività del sistema finanziario nazionale generale. La domanda che affronteremo adesso è, quindi, di natura sistemica: l'applicazione del Golden Power ai mercati finanziari costituisce un presidio necessario rispetto alla sovranità economica del Paese oppure rischia, nella sua dimensione più concreta e applicativa, di diventare un vero e proprio freno alla capacità del Paese di attrarre capitali e di integrarsi pienamente nell'architettura finanziaria europea?

Per rispondere a questa domanda bisogna prima di tutto ricostruire con precisione il percorso normativo che ha portato all'inclusione del settore finanziario all'interno della sfera dei poteri speciali. La prima traccia legislativa del settore finanziario risiede nel decreto legge 16 ottobre 2017, n.148, convertito poi con la legge 4 dicembre 2017, n. 172. In questo primo decreto, all'articolo 14 è introdotta, tramite il comma 1 ter al decreto legge 15 marzo 2012, n. 21, che abbiamo visto in precedenza, l'estensione dei settori passabili di scrutinio ad alta intensità tecnologica, con menzione proprio alle infrastrutture critiche e sensibili, tra cui sono comprese le strutture finanziarie¹²⁰. Anche se solamente in forma "incidentale", questa prima disposizione dimostrava già la consapevolezza del legislatore in merito alla rilevanza strategica delle infrastrutture finanziarie digitali, in un'economia che oggi è sempre più interconnessa e di conseguenza porta dei rischi maggiori.

¹²⁰ Decreto legge 16 ottobre 2017, n.148, cit.

È ribadito poi, in maniera adesso più espressa e concreta, nel decreto legge 21 settembre 2019, n.105, il quale, in attuazione del Regolamento UE 2019/452, ha esteso l'applicabilità dei poteri speciali includendo espressamente le infrastrutture finanziarie, l'archiviazione e il controllo di dati sensibili e le tecnologie critiche con possibili applicazioni a duplice uso¹²¹. Adesso, notiamo come la connessione tra il perimetro del Golden Power e il quadro europeo di controllo degli IDE, ha già prodotto, in una fase ancora acerba, un importante ampliamento della sfera applicativa dei poteri speciali in chiave finanziaria.

Il punto di svolta arriva con il c.d. Decreto liquidità, cioè il decreto legge 8 aprile 2020, n.23, convertito con modificazioni della legge 5 giugno 2020, n.40, dove adesso l'estensione al settore finanziario, creditizio e assicurativo assume finalmente un carattere deciso e più strutturato¹²². In tale decreto, infatti, l'applicazione dei poteri speciali è stata estesa in merito alle acquisizioni effettuate in ambito creditizio e assicurativo, prevedendo che in tali settori la normativa potesse essere applicata anche nei confronti di investitori appartenenti all'Unione europea, superando la limitazione ai soggetti extra UE; questo nel caso in cui l'operazione fosse stata finalizzata all'insediamento di un'acquirente extra UE in maniera stabile, e che si estendesse anche all'assunzione di partecipazioni rilevanti a partire dal 10% del capitale o dei diritti di voto da parte degli acquirenti extra UE (fino al 50%)¹²³. L'introduzione di tale disciplina fu giustificata dal bisogno di prevenire acquisizioni opportunistiche ai danni di istituti finanziari indeboliti dalla crisi pandemica, in un contesto economico come quello della crisi del 2020, che avrebbe potuto favorire scalate da parte di soggetti stranieri a prezzi particolarmente bassi.

Alla stessa maniera, occorre porre in evidenza un altro istituto, cioè il D.P.C.M. 18 dicembre 2020, n.179, adottato in attuazione del Decreto Liquidità, che ha definito le infrastrutture, le tecnologie e le attività economiche che sono oggetto di tutela, ponendo attenzione anche al settore finanziario in senso lato, quello creditizio, quello assicurativo e le infrastrutture finanziarie di compensazione, regolamento e pagamento¹²⁴. Questa risoluzione dota la disciplina del requisito della determinatezza, requisito che, come è stato spiegato nei capitoli precedenti, è una prerogativa di compatibilità con il diritto dell'Unione e con i principi di legalità che devono presidiare l'esercizio dei poteri amministrativi.

¹²¹ Decreto legge 21 settembre 2019, n.105, cit.; Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento UE 2019/452, cit.

¹²² Decreto legge 8 aprile 2020, n.23., cit.

¹²³ A. Sacco Ginevri, Golden Powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità, in *Diritto Bancario*, 2020

¹²⁴ D.P.C.M. 18 dicembre 2020, n.179 Regolamento per l'individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionali, in *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*, 2021

Altra tappa è infine il decreto legge 21 marzo 2022, n.21, convertito con la legge 20 maggio 2022, n.51, che provvede a stabilizzare e rendere strutturali alcune misure introdotte in via emergenziale durante la pandemia ma che poi si sono rivelate adatte a perdurare¹²⁵. L'articolo più importante di questo decreto è il 25, che rende permanente l'obbligo di notifica per le acquisizioni nei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, dell'agroalimentare e del settore finanziario anche per i paesi appartenenti all'Unione Europea, qualora l'operazione fosse tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente nel capitale della società, cioè la misura descritta poche righe sopra.

Bisogna porre attenzione anche al fatto che i settori creditizi e finanziari sono già oggetto di elaborate e complesse regolamentazioni, a livello nazionale e sovranazionale: la vigilanza bancaria nell'area euro è esercitata nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU), dalla Banca Centrale Europea, che dispone poteri autorizzativi, ispettivi e sanzionatori di grande ampiezza¹²⁶. Per questo motivo l'entrata del Golden Power ha creato una sorta di sovrapposizione sia di competenze che di finalità. Gli obiettivi perseguiti dall'autorità governativa attraverso l'applicazione del Golden Power però non coincidono perfettamente con quelli di stabilità finanziaria che sono propri della vigilanza bancaria e assicurativa: i poteri speciali consentono infatti allo Stato di prescrivere condizioni che possono incidere sulla governance, sull'operatività e sulle strategie delle imprese, finalizzate ad obiettivi di sicurezza economica e di interesse nazionale, non limitati alla sola dimensione prudenziale¹²⁷. Chiaramente questo non implica che entrambe le discipline possano non coesistere, nonostante la mancanza di un confine netto tra le competenze dei poteri speciali e quelle delle autorità di vigilanza finanziaria. Questa mancanza di un confine però genera una costante incertezza per gli operatori di mercato, che possono trovarsi a gestire procedimenti paralleli con tempistiche, requisiti e logiche differenti.

È adesso che si apre un primo problema nel merito della regolamentazione finanziaria del Golden Power, già accennato nel primo capitolo: tale istituto, nonostante le finalità e le sue modalità di attivazione, potrebbe porre un freno agli investimenti esteri? In merito all'incertezza degli operatori esteri di cui prima, ne consegue logicamente che questa si rifletta sull'attività di notifica e, a catena, arrivi all'efficienza di processi di M&A nel settore bancario e finanziario, aumentando i costi di transazione e anche i tempi di chiusure delle operazioni. (Come verrà approfondito successivamente,

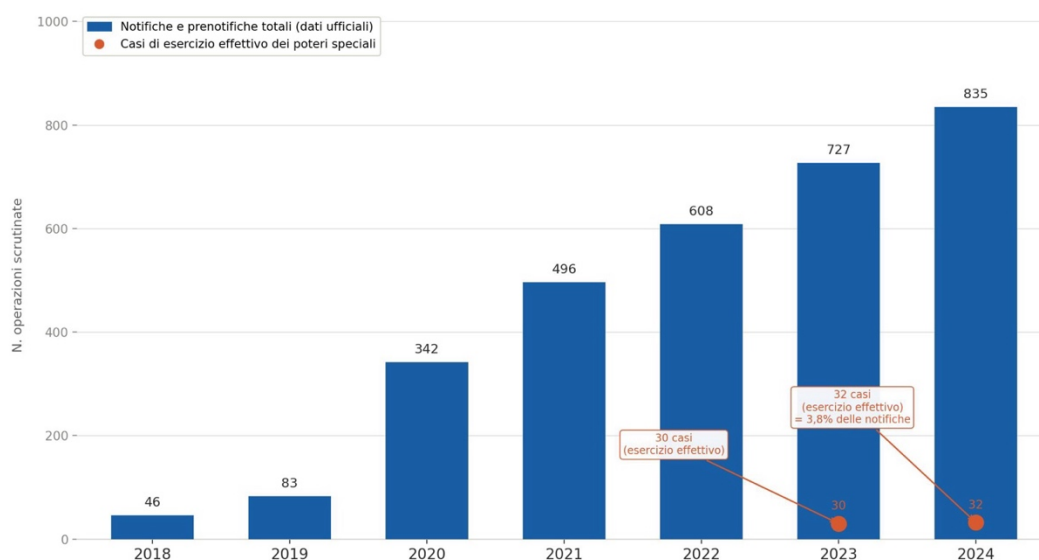
¹²⁵ Decreto legge 21 marzo 2022, n.21, cit.

¹²⁶ Banca Centrale Europea, Guida alla vigilanza bancaria, 2024; regolamento UE n. 1024/2013 del Consiglio, in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, 2013

¹²⁷ Alvaro, Lamandini, Police, Tarola, La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il Golden Power italiano e il controllo degli investimenti in Europa, Quaderno giuridico Consob, n. 20, 2019

il coordinamento tra la Presidenza del Consiglio dei Ministri, la Banca d'Italia e la Consob costituisce uno degli snodi più delicati della disciplina.) La crescita del numero di notifiche alla Presidenza del Consiglio dei ministri negli anni successivi all'estensione al settore finanziario è stata di grandissime proporzioni: secondo i dati della Relazione annuale al Parlamento in materia di poteri speciali, nel 2023 sono state scrutinate 727 operazioni e prenotifiche, con incremento di circa un centinaio rispetto all'anno precedente¹²⁸. Il dato continua a crescere, infatti nel 2024 le operazioni controllate sono cresciute fino a 835, registrando un aumento del 15% rispetto all'anno precedente¹²⁹. In una prospettiva di lungo periodo, l'Osservatorio Golden Power ha rilevato che tra il 2018 e il 2024 le notifiche sono aumentate del 1.300%. Tuttavia, bisogna ammettere che l'esercizio effettivo dei poteri si è mantenuto molto più basso: nel 2024 infatti si sono registrati solamente 32 casi di esercizio effettivo, di cui soltanto 2 veti; in pratica il 4,8% di percentuale di intervento rispetto alle notifiche ricevute. Questo dato pone due considerazioni: la disciplina del Golden Power è applicata con molta prudenza nell'esercizio concreto dei poteri, privilegiando la via delle prescrizioni e delle risoluzioni conformative. Mette poi in luce un forte scollamento tra il volume delle notifiche e le occasioni di effettivo intervento, alimentato in parte dall'incertezza di cui prima¹³⁰.

Figura 9, Numero di notifiche e prenotifiche totali dei poteri speciali, Presidenza del Consiglio dei Ministri, Relazioni annuali al Parlamento in materia di poteri speciali, (anni 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024)



¹²⁸ Presidenza del Consiglio dei ministri, Relazione annuale al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali, 2023, cit.

¹²⁹ Presidenza del Consiglio dei ministri, Relazione annuale al Parlamento sull'attività svolta in materia di poteri speciali, anno 2024, presentata nel 2025, cit.

¹³⁰ O. Clarke, Golden Power: cosa ci dice la relazione annuale svolta nel 2023, 2024; Presidenza del Consiglio dei Ministri, Relazione annuale al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali 2023, 2024

Come evidenziato anche da Assonime nel Position Paper n.6/2024, la difficoltà che hanno le imprese nello stabilire con precisione quando sorge l'obbligo di notifica, induce numerosi operatori ad avvalersi dello strumento in via cautelativa; in questo modo si ritrovano a notificare quindi anche operazioni che potrebbero ragionevolmente ritenersi escluse dall'ambito di applicazione¹³¹. Tale effetto di “over notification” produce conseguenze negative sia sul piano dell'efficienza economica, aumentando i costi di compliance per le imprese, sia anche appesantendo l'attività della Presidenza del Consiglio dei Ministri. La tensione tra Golden Power e attrattività degli investimenti, emerge con particolare chiarezza se si considera il contesto europeo nel quale si inserisce il mercato finanziario italiano. Grazie infatti al Rapporto sul futuro della competitività europea di Mario Draghi del 2024, si può cogliere un'analisi che potremmo definire quasi come impietosa, a causa della grandissima frammentazione dei mercati europei, che Draghi denuncia essere proprio uno dei principali ostacoli allo sviluppo economico dell'Unione.¹³² Secondo il Rapporto, come si sapeva già accademicamente, le imprese europee dipendono troppo dal finanziamento bancario rispetto a quello del mercato dei capitali, e la mai avvenuta realizzazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali lascia il sistema economico europeo sfornito di strumenti comunitari che attraggano nuovi investimenti favorendo il flusso dal risparmio privato o da fondi di investimento stranieri. Nel periodo 2020-2023, è emerso dal Rapporto che la proporzione tra capitali raccolti dalle società e PIL nell'insieme dei principali paesi dell'Unione Europea è risultata pari a circa la metà rispetto al Giappone e Cina.

Così, l'estensione del Golden Power è inserita in una tensione che non può essere ignorata: da un lato infatti c'è la necessità di tutelare la nostra sovranità economica, evitando chiaramente che le istituzioni finanziarie cadano (specialmente quelle di rilevanza sistemica e le c.d. “too big to fail”); dall'altro lato però è necessario favorire l'integrazione dei mercati finanziari europei e mantenere l'Italia come una destinazione più attrattiva possibile per gli investimenti e i capitali internazionali.

L'osservatorio Golden Power, di nuovo, segnala come il segmento principale di Borsa italiana, abbia registrato tra il 2018 e il 2024 saldi negativi per più di 34 società, e a inizio 2025 la raccolta nel private equity sia scesa del 40% rispetto al 2024¹³³. Naturalmente non è corretta e tantomeno veritiera l'attribuzione di queste problematiche interamente al Golden Power: fattori macroeconomici (sia

¹³¹ Assonime, Position Paper n.6/2024, Proposte per una semplificazione del quadro regolamentare e applicativo in materia di Golden Power, 2024

¹³² Draghi, Il futuro della competitività europea, Rapporto presentato alla Commissione Europea, 2024

¹³³ Felicetti, il Golden Power che serve all'Italia e alla Ue, La Voce, 2026, <https://lavoce.info/archives/110198/il-golden-power-che-serve-allitalia-e-alla-ue/>

italiani che europei), strutturali e di competitività del sistema Paese rivestono un ruolo intuibilmente molto rilevante; tuttavia sarebbe altrettanto imprudente ignorare che la percezione della regolazione europea come estremamente frammentata e incerta possa contribuire all'orientamento estero e all'allocazione degli investitori istituzionali e non verso altri mercati. Possiamo notare inoltre che i sistemi di controllo dei maggiori stati europei sono stati anch'essi potenziati, mostrando come l'estensione al settore finanziario non sia solamente una peculiarità italiana ma piuttosto una tendenza, accelerata peraltro da shock geopolitici, dalle tensioni con la Cina e dalla competizione tecnologica (che ci vede al momento in evidente svantaggio) con gli Stati Uniti¹³⁴.

La Commissione europea, inoltre, nella Comunicazione “Strategia europea per la sicurezza economica” del 2023 ha ribadito che l'Unione è una delle destinazioni più attraenti al mondo per le imprese e per gli investimenti, e che le economie degli Stati membri “prosperano grazie a commercio e investimenti aperti e regolamentati, a una connettività transfrontaliera e alla collaborazione in materia di ricerca e innovazione”.¹³⁵

Da questa analisi, ciò che quindi emerge in maniera sostanziale è il principio di proporzionalità: Come si è illustrato in apertura, il Golden Power, al fine di essere compatibile con il diritto europeo, oltre che con i principi costituzionali, deve essere esercitato in maniera estremamente proporzionata e ponderata rispetto all'obiettivo che persegue, senza mai avvicinarsi al rischio di eccedere rispetto a quanto è effettivamente strettamente necessario per l'interesse pubblico¹³⁶. Nel settore finanziario la verifica di proporzionalità presenta molte difficoltà nel merito, principalmente legate alla difficoltà di distinguere con precisione le operazioni che effettivamente pongono una minaccia vera e reale alla stabilità e alla sicurezza in questo caso economica del Paese e quelle che invece, pur coinvolgendo istituti finanziari importanti, sono funzionali allo sviluppo mero del mercato e all'integrazione europea. Le valutazioni necessarie nel processo di decisione di applicabilità dei poteri speciali sono tecnico discrezionali, straordinariamente delicate, decisioni che sono un mix di sicurezza economica, garanzia della concorrenza, stabilità sistemica e politiche anche industriali.

Il Golden Power nel settore finanziario rischia quindi di diventare uno strumento quasi di politica industriale piuttosto che di mero presidio della sicurezza, specialmente quando l'intervento

¹³⁴ European Commission, Report on the screening of foreign direct investments into the Union, COM 2023 661 final, 2023

¹³⁵ Commissione europea, Comunicazione “una strategia europea per la sicurezza economica”. COM 2023 650 final, 2023

¹³⁶ Parlamento e Consiglio Europeo, Regolamento 2019/452, cit.; Commissione europea, orientamenti agli Stati membri concernenti gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi e la protezione degli asset strategici europei, 2020

governativo sia orientato più verso la protezione di assetti proprietari nazionali o alla difesa di “campioni italiani” in chiave competitiva, piuttosto che essere uno strumento di tutela degli interessi essenziali dello Stato. Tale rischio è più reale quando i confini normativi e applicativi risultano indeterminati. È vero che il Golden Power nel settore finanziario corrisponde a un’esigenza assolutamente reale, cioè la stabilità finanziaria e il controllo sulle infrastrutture di capitali, che la pandemia ha dimostrato essere volatili (il che rischierebbe di esporre istituzioni finanziari strategiche al rischio di acquisizioni opportunistiche), ma un’applicazione ampia, poco selettiva dello strumento (per altro in un settore già particolarmente regolato a livello europeo) potrebbe generare effetti di incertezza regolatoria, con gravi ricadute che si traducono in disincentivi per gli investitori, con implicazioni anche sulla liquidità dei mercati e sulle capacità del sistema Paese di attrarre capitali produttivi.

4.2. Il ruolo di Consob e Banca d’Italia: vigilanza e coordinamento con la Presidenza del Consiglio

La Consob, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, e la Banca d’Italia, sono due delle colonne portanti della vigilanza pubblica su mercati e intermediari nell’architettura del diritto finanziario italiano e nel diritto pubblico. La coesistenza di queste due istituzioni, che è fondata su una ripartizione per finalità esplicitata nel testo Unico della Finanza, si è ritrovata ad essere toccata anche dall’ingresso del Golden Power. Questa è un’estensione, che offre un terzo attore fondamentale e di rilievo all’interno del sistema, cioè la Presidenza del Consiglio dei Ministri, la quale crea una situazione istituzionale costellata di sovrapposizioni e tensioni. Per analizzare e capire al meglio il funzionamento dei poteri speciali dello Stato in merito ai mercati finanziari, bisogna studiare le modalità di esercizio e le differenze fra la Consob, la Banca d’Italia e la Presidenza.

Per quanto riguarda la ripartizione delle competenze fra i primi due organi, la Consob è stata istituita tramite la legge 7 giugno 1974, n.216, ed è un’autorità amministrativa indipendente e per questo dotata di una personalità giuridica indipendente e con piena autonomia operativa, indirizzata alla tutela degli investitori e alla salvaguardia del mercato mobiliare italiano¹³⁷. Agisce nei confronti degli emittenti quotati, degli intermediari finanziari e degli operatori del mercato, con l’obiettivo di essere garante efficiente di correttezza dei comportamenti e di completezza informativa nei confronti del

¹³⁷ Legge 7 giugno 1974, n.216, istitutiva della Commissione Nazionale per le società e la Borsa; Consob, sito istituzionale, <https://www.consob.it>.

pubblico. La Banca d'Italia esercita delle funzioni diverse, di vigilanza bancaria e finanziaria fondate sulla logica della sana e prudente gestione degli intermediari, garantendo stabilità patrimoniale, qualità di governance e il contenimento dei rischi definibili sistemici¹³⁸.

La ripartizione delle loro competenze trova base normativa nell'articolo 5 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58 TUF, che assegna appunto alla Consob il ruolo della vigilanza verso la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, mentre alla Banca d'Italia la vigilanza in merito alla sana e prudente gestione e stabilità¹³⁹. Le due autorità hanno successivamente attuato specifici protocolli d'intesa per coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari, con anche l'impegno di scambiarsi informazioni rilevanti ed evitare duplicazioni dell'esercizio delle rispettive attività, andando così a garantire anche efficienza operativa¹⁴⁰. Questa architettura è sufficientemente consolidata sul piano interno; su quello europeo, tuttavia, si inserisce in un quadro ancora più complesso, in quanto la Consob è integrata nel SEVIF, Sistema europeo di vigilanza finanziaria e interagisce con l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA). Banca d'Italia invece in quanto autorità nazionale competente nell'ambito dell'Unione bancaria, è parte integrante del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU), ed opera in raccordo con la Banca Centrale Europea nell'esercizio della supervisione prudenziale riguardo i gruppi bancari significativi¹⁴¹. In questo quadro, già stratificato e non privo di complessità, il legislatore italiano ha inserito il Golden Power.

L'ingresso del Golden Power nel settore finanziario è stato una novità senza alcun precedente, e come abbiamo visto nel paragrafo precedente, l'inclusione delle infrastrutture finanziarie nel perimetro dei poteri speciali è avvenuta con l'articolo 14 del decreto legge 16 ottobre 2017, n.148 (convertito dalla legge 4 dicembre 2017, n.172), introducendo il comma 1 ter all'ormai importantissimo articolo 2 del decreto legge 15 marzo 2012, n.21. Ciò è stata un'assoluta novità nel panorama italiano ed europeo: il Quaderno giuridico Consob n.20 2019 ci suggerisce che per la prima volta in Italia e in Europa i poteri speciali irrompevano nella finanza per disciplinare gli IDE¹⁴², segnalando come tale settore fosse “difeso” in maniera sufficiente dalla sola regolamentazione prudenziale.¹⁴³ Negli Stati Uniti,

¹³⁸ Banca d'Italia, compiti di vigilanza, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/compiti-vigilanza/index.html>.

¹³⁹ Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 TUF, art. 5

¹⁴⁰ Consob, La vigilanza sugli intermediari finanziari, <https://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-su-intermediari-finanziari>; Protocollo d'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di servizi e attività di investimento e di gestione collettiva del risparmio (5 novembre 2019, successivamente aggiornato con protocollo del 26 febbraio 2024)

¹⁴¹ Banca d'Italia, la vigilanza nell'Unione europea e nell'eurozona, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/unione-europea/index.html>; Consiglio europeo, Regolamento UE n.1024/2013, che attribuisce alla Banca Centrale Europea compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

¹⁴² Investimenti netti esteri

¹⁴³ S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola, La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il Golden Power italiano e il controllo degli investimenti in Europa, 2019 cit., p.45

per esempio, al contrario il settore finanziario invece era già da tempo considerato come strategico ai fini del controllo degli IDE, come mostrano il Bank Holding Company Act del 1956 e le successive normative statunitensi in materia di IDE.¹⁴⁴

L'estensione del 2017, inizialmente era circoscritta alle infrastrutture finanziarie intese in senso stretto, cioè quelle reti o piattaforme elettroniche che forniscono servizi di negoziazione, compensazione, regolamento e comunicazione in merito a titoli ed operazioni su strumenti finanziari, caratterizzate dalla non replicabilità e da un alto grado di interconnessione sistemica¹⁴⁵.

Il procedimento per l'esercizio dei poteri speciali all'interno del settore finanziario si basa sulla struttura generale che è delineata dal decreto legge n.21 del 2012 e dal D.P.R. 19 febbraio 2014, n.35, che disciplina le procedure di attivazione dei poteri speciali. Il procedimento è costituito da una prima fase istruttoria e una decisionale: la prima è curata dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri, tramite i Ministeri competenti per materia, e successivamente invece il Consiglio dei Ministri si occupa della fase decisionale, in quanto unico organo competente ad adottare i provvedimenti di esercizio effettivo¹⁴⁶.

Così si può notare come Consob e Banca d'Italia rivestono un ruolo che si potrebbe definire principalmente consuntivo nell'ambito del Golden Power, sebbene naturalmente di rilievo centrale: la Presidenza del Consiglio può acquisire le informazioni e le valutazioni delle autorità di vigilanza di settore nell'ambito dell'istruttoria, utilizzando quindi il loro patrimonio conoscitivo accumulato nell'esercizio delle funzioni di supervisione, senza che tale contributo si traduca in un potere autorizzativo autonomo. La decisione finale rimane pertanto una prerogativa esclusivamente governativa¹⁴⁷. Il coordinamento è poi ulteriormente articolato dalla rete di protocolli d'intesa che Consob e Banca d'Italia hanno stipulato; è particolarmente importante il protocollo adottato in attuazione dell'articolo 5, comma 5 bis del TUF, che stabilisce che i principi generali del coordinamento nell'esercizio delle funzioni di vigilanza: si tratta infatti di scambio di informazioni rilevanti, attivazione di accertamenti sui profili di rispettiva competenza e l'obbligo di comunicare a

¹⁴⁴ Riferimento a Bank Holding Company Act, 1956; Exon Florio Amendment, 1988; Foreign Investment and National Security Act, 2007

¹⁴⁵ S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola, La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il Golden Power italiano e il controllo degli investimenti in Europa, 2019 cit., p.45

¹⁴⁶ D.P.R. 19 febbraio 2014, n.35, recante le procedure per l'attivazione dei poteri speciali; D.P.C.M. 6 agosto 2014, istitutivo del gruppo di coordinamento interministeriale presso la presidenza del Consiglio dei Ministri; Decreto legge 15 marzo 2012, n.21

¹⁴⁷ Decreto legge 15 marzo 2012, n.21, cit.; A. Sacco Ginevri, Golden Powers nella prospettiva del diritto dell'economia, in Rivista della regolazione dei mercati, 2021, 1 , p. 55 ss.

vicenda le ispezioni disposte¹⁴⁸. Tali strumenti, che sono nati originariamente per governare la cooperazione nella vigilanza prudenziale e di mercato, costituiscono anche l'infrastruttura di coordinamento operativo nell'ambito del provvedimento del Golden Power, anche se in assenza, effettivamente, di un raccordo esplicitamente normativizzato, con la disciplina dei poteri speciali. Si tratta di un deficit strutturale che, come si vedrà, produce conseguenze concrete nella prassi applicativa.

Passiamo adesso però alla disamina delle principali tensioni strutturali, quali principalmente la divergenza delle finalità e il fatto che le competenze potenzialmente possano sovrapporsi.

Infatti la principale criticità, dell'attuale sistema, risiede nella (potenziale) sovrapposizione tra la vigilanza prudenziale e il controllo degli investimenti nel settore finanziario: il Quaderno giuridico Consob n.20 aveva già anticipato la compresenza tra un regime di regolamentazione prudenziale delle infrastrutture finanziarie e quello invece di tutela rispetto agli investimenti diretti stranieri, il che pone necessariamente alcune questioni sulla natura, ampiezza e finalità dei poteri esercitabili in quelli che sono poi, i casi concreti.

La distanza da un punto di vista di finalità è netta. Banca d'Italia e la BCE valutano le acquisizioni di partecipazioni qualificate in base a criteri di stabilità patrimoniale, management, potenzialità di rischio sistemico e compatibilità con la sana e prudente gestione, ai sensi del regolamento UE n.1024/2013 e della Direttiva 2013/36 UE¹⁴⁹. Diversamente il Golden Power consente al Governo di agire e prescrivere condizioni che possono incidere anche sulla governance e sull'operatività fino ad arrivare alle strategie aziendali, finalizzate a obiettivi di sicurezza economica e di interesse nazionale che vanno ben oltre la dimensione prudenziale. In termini concreti, un'operazione può superare senza particolari problemi il vaglio della vigilanza bancaria e tuttavia essere bloccata o condizionata dai poteri speciali governativi sulla base di valutazioni di sicurezza e economica.¹⁵⁰

Il regolamento UE 2019/452 aveva già tentato di tracciare una sorta di prima linea di demarcazione più netta, chiarendo che le previsioni sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'unione non incidono sulle regole settoriali per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, essendo queste oggetto di una procedura distinta con un obiettivo specifico¹⁵¹. Emerge però al contempo, come dimostra poi di fatto la prassi applicativa, che la

¹⁴⁸ Consob, La vigilanza sugli intermediari finanziari, cit.; Protocollo d'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di servizi e attività di investimento, 2019, aggiornato nel 2024

¹⁴⁹ Consiglio dell'Unione Europea, Regolamento UE n.1024/2013; Parlamento e Consiglio europeo, Direttiva 2013/36 UE; Banca Centrale Europea, Guida alla vigilanza bancaria, 2024

¹⁵⁰ A. Sacco Ginevri, Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia, cit., pp. 55 ss.; R. Lener, R. Magliano, Il Golden Power nel settore bancario..., cit.

¹⁵¹ Parlamento e Consiglio europeo, Regolamento UE 2019/452, 2019, cit. 37° considerando.

distinzione sul piano normativo non ha impedito la concreta sovrapposizione dei procedimenti sul piano operativo, generando un'incertezza per gli operatori, e in alcuni casi, anche esiti potenzialmente contraddittori.

Esiste, inoltre, un'ulteriore specificità che riguarda la posizione della Banca d'Italia all'interno del Meccanismo di Vigilanza Unico. La BCE, autorità di vigilanza di primo livello sulle banche significative, esercita in via esclusiva l'autorizzazione all'acquisizione di partecipazioni qualificate; In questo quadro, Banca d'Italia agisce in quanto autorità nazionale competente, assistendo quindi di fatto la BCE in una forma di vigilanza decentrata.¹⁵² È chiaro allora che l'inserimento del Golden Power in tale contesto solleva una questione istituzionale molto importante: l'esercizio di poteri governativi che incidono sugli assetti proprietari delle banche significative si sovrappone materialmente a una competenza attribuita in via esclusiva alla BCE, determinando allora una tensione con il principio di attribuzione delle competenze all'Unione europea. Questa è la frizione che ha rappresentato il nucleo principale della procedura di infrazione avviata dalla Commissione europea nei confronti dell'Italia il 21 novembre 2025, con cui Bruxelles ha contestato l'incompatibilità dell'impianto normativo del Golden Power bancario con il quadro europeo di vigilanza prudenziale, in particolare con il Regolamento n.1024/2013, il quale ha istituito il MVU, e con le libertà fondamentali garantite dal Trattato¹⁵³.

Per queste motivazioni, anche a seguito della vicenda tra UniCredit e Banco BPM, e delle pressioni provenienti dalle istituzioni europee, il legislatore ha deciso di introdurre nel 2026 modifiche significative al comma 4 dell'articolo 2 del decreto n. 21 del 2012, specificamente rivolte al settore finanziario: la nuova disciplina prevede infatti che nel settore finanziario (e creditizio e assicurativo), qualora l'operazione sia soggetta anche all'autorizzazione di autorità europee competenti a valutare gli aspetti di carattere prudenziale e concorrenziale, i poteri speciali non possano essere esercitati anteriormente al completamento dei procedimenti pendenti dinanzi a tali autorità.¹⁵⁴

Tale passaggio è particolarmente rilevante in merito alla sequenzializzazione dei procedimenti, che cristallizza il principio di residualità del Golden Power rispetto alla regolamentazione prudenziale settoriale: il controllo governativo interviene a valle delle valutazioni tecniche delle autorità indipendenti, non in parallelo né in loro sostituzione.

¹⁵² Banca d'Italia, la vigilanza nell'unione europea e nell'eurozona, cit.; Regolamento UE 2019/452, 2019, cit.

¹⁵³ Commissione europea, lettera di costituzione in mora indirizzata all'Italia ai sensi dell'articolo 258 del TFUE, 2025; a. Magliari, Il Golden Power tra ampliamento del campo di applicazione e rarefazione del presupposto funzionale. La sicurezza economica come sicurezza nazionale? In Dialoghi di Diritto dell'Economia, dirittobancario.it, 2026

¹⁵⁴ Modifica al comma 4 dell'articolo 2 del decreto legge 15 marzo 2012, n.21, 2026; osservatorio Golden Power, Alcune note sul nuovo Golden Power..., cit.

La medesima novella ha poi chiarito anche che i poteri speciali in ambito finanziario possono essere attivati esclusivamente nella misura in cui la protezione degli interessi essenziali dello Stato non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore, riaffermando il carattere di estrema ratio del Golden Power rispetto alla vigilanza prudenziale. Con questo si ristabilisce il confine tra un intervento governativo legittimo per ragioni di sicurezza economica e un'ingerenza di natura politico industriale. Questa precisazione risponde anche a quanto affermato dal Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio con la sentenza n. 13748 del 12 luglio 2025, nel pronunciarsi sull'operazione UniCredit Banco BPM, ha annullato parzialmente il D.P.C.M. del 18 aprile 2025, ritenendo che alcune prescrizioni imposte dal Governo fossero sproporzionate e prive di adeguata istruttoria, tali da trasformare il Golden Power in uno strumento di pianificazione industriale inammissibile rispetto ai principi costituzionali ed europei¹⁵⁵

A questo punto bisogna capire invece quale sia il ruolo specifico della Consob, che è diverso ma complementare rispetto a quello di Banca d'Italia nelle operazioni societarie rilevanti ai fini dell'applicazione dei poteri speciali. Quando un'operazione assume la forma di offerta pubblica di acquisto o scambio (OPA o OPS), la Consob vigila sull'operazione esercitando i suoi poteri ai sensi del Titolo II bis del TUF, verificando quindi la completezza e la trasparenza delle informazioni fornite agli investitori e garantendo l'efficienza del mercato del controllo societario.¹⁵⁶ In questo perimetro si determina poi un'altra sovrapposizione procedurale: la Consob, infatti, è chiamata ad approvare il documento d'offerta nel rispetto dei termini stabiliti dalla normativa in materia di OPA; la Presidenza del Consiglio, d'altro canto, deve pronunciarsi sullo stesso atto ai fini del Golden Power, eventualmente imponendo condizioni che si riverberano anche sul contenuto dell'offerta e sulla sua valutazione da parte del mercato. Come emerge nel caso UniCredit Banco BPM, la mancanza di un meccanismo formale di sincronizzazione tra il procedimento Consob e quello del Golden Power ha generato incertezza operativa e ha inoltre evidenziato un deficit di coordinamento tra i due plessi disciplinari¹⁵⁷. La delibera Consob n. 23640 del 22 luglio 2025, adottata a seguito della sentenza del TAR Lazio che ne aveva, almeno in linea parziale, annullato il D.P.C.M. governativo, ha ulteriormente posto in luce come le dinamiche procedurali in campo finanziario siano ancora in un processo evolutivo, e che l'intreccio dei provvedimenti dell'autorità di mercato e quelli della

¹⁵⁵ TAR Lazio, Sezione Prima, sentenza n.13748 del 12 luglio 2025, UniCredit S.p.A. c. Presidenza del Consiglio dei Ministri.

¹⁵⁶ Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n.58 TUF, art. 102 ss. (Titolo II bis); Consob, Delibera 23640 del 22 luglio 2025

¹⁵⁷ A. Chiloire, Intrecci pericolosi nel gioco dell'OPA, lavoce.info, 2025; R.Lener, R. Magliano, Il Golden Power nel settore bancario... cit.

Presidenza del Consiglio dei Ministri richieda una disciplina più puntuale, che possa quindi essere capace di garantire prevedibilità e certezza agli operatori nel rispetto delle loro sfere di competenza¹⁵⁸.

Il quadro che è stato analizzato fino a questo punto evidenzia come, l'inserimento del Golden Power nel settore finanziario, abbia prodotto un sistema di vigilanza basato su più livelli, nei quali la Presidenza del Consiglio, Banca d'Italia e la Consob (oltre che sul piano europeo anche la BCE e la Commissione) sono chiamate a esercitare funzioni che si intersecano senza che esistano, allo stato attuale delle cose, meccanismi formali di raccordo che siano sufficientemente strutturati. La questione è stata posta con chiarezza dalla dottrina: infatti è stato sottolineato come non sembri più sufficiente affidarsi ai protocolli d'intesa già esistenti fra le istituzioni, e come invece sia ormai necessario consolidare un coordinamento ex ante tra la vigilanza prudenziale europea e nazionale e l'autorità di libero mercato, eventualmente modellato sul meccanismo dei collegi di risoluzione bancaria già operanti in ambito europeo e che possa, quindi, permettere di condividere analisi e scadenze ed evitare duplicazioni istruttorie¹⁵⁹.

4.3. L'incognita del Golden Power all'interno delle banche

Il settore bancario presenta delle caratteristiche che lo distinguono dagli altri settori economici che sono soggetti alla disciplina dei poteri speciali. Un istituto di credito è al tempo stesso un operatore di mercato privato, componente essenziale del sistema dei pagamenti e un potenziale amplificatore di instabilità sistemica. Questa duplice natura, cioè la soggezione alla concorrenza e la funzione pubblica di fatto, genera un regime di particolare complessità da un punto di vista regolatorio, che si intriga ulteriormente nella disciplina del Golden Power.

La Banca d'Italia, attuando le linee guida EBA e della direttiva 2013/36 UE, identifica ogni anno le istituzioni a rilevanza sistemica nazionale, la cui lista aggiornata al 31 dicembre 2024 comprende UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e altre.¹⁶⁰ L'individuazione degli Other Systemically Important Institutions, è molto importante nel contesto del Golden Power perché introduce una prima discontinuità: le banche sistematicamente rilevanti non possono essere valutate con gli stessi parametri delle imprese ordinarie: una loro acquisizione, infatti, anche se economicamente vantaggiosa per gli azionisti, può produrre effetti di instabilità finanziaria sistemica, con implicazioni

¹⁵⁸ Consob, Delibera n.23640 del 22 luglio 2025, cit.

¹⁵⁹ A. Chiloire, Intrecci pericolosi nel gioco dell'OPA, 2025; R. Lener, R. Magliano, Il Golden Power nel settore bancario... cit.

¹⁶⁰ Banca d'Italia, Identificazione per il 2026 delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (O-SII) autorizzate in Italia, comunicato stampa, 14 novembre 2025, www.bancaditalia.it

che oltrepasserebbero la sfera societaria. Questo profilo è stato riconosciuto in modo esplicito dal Regolamento UE n. 1024/2013¹⁶¹, che ha istituito il Meccanismo di Vigilanza Unico, che attribuisce alla BCE la competenza esclusiva in materia di autorizzazione all'acquisto di partecipazioni qualificate negli enti creditizi significativi. Il Golden Power, quando viene esercitato su operazioni che coinvolgono banche vigilate dalla BCE, si deve quindi confrontare con un sistema istituzionale che incorpora una logica di valutazione del rischio sistemico, della sana e prudente gestione e dell'adeguatezza degli assetti proprietari. Come si è visto, infatti, la coesistenza di queste due discipline, cioè della vigilanza prudenziale e dei poteri speciali, genera delle zone di sovrapposizione e di conflitto.

Nelle infrastrutture finanziarie, il confine che sta fra misura di sicurezza economica e intervento sul mercato del controllo societario è estremamente sottile: un governo che impone limitazioni agli impieghi, ai portafogli di investimento o alla struttura di governance di un gruppo bancario (com'è avvenuto con il D.P.C.M. del 18 aprile 2025 nell'operazione UniCredit Banco BPM¹⁶²) si muove in un territorio fra la tutela dell'interesse finanziario e la possibile pianificazione industriale, con il rischio aggiunto di poter arrivare oltre i confini imposti di proporzionalità e dal diritto dell'Unione.

In aggiunta, il c.d. risiko bancario europeo aggiunge complessità alla situazione. I dati di Dealogic relativi al 2025 mostrano che le fusioni e acquisizioni transfrontaliere nel settore bancario europeo hanno raggiunto circa 17 miliardi di euro, cinque volte più rispetto all'anno precedente e il più elevato dall'epoca della crisi del 2008¹⁶³. Tale fenomeno è chiaramente la risposta del mercato alle pressioni competitive provenienti dai sistemi bancari statunitense e asiatico, e dalla progressiva espansione delle piattaforme tecnologiche finanziarie non bancarie (c.d. BigTech e FinTech). Come si è visto prima, nel rapporto sulla competitività europea¹⁶⁴ la frammentazione del mercato bancario dell'Unione viene denunciata come uno dei principali ostacoli strutturali alla crescita economica: le imprese europee dipendono eccessivamente dal credito bancario rispetto al mercato dei capitali, e i gruppi finanziari europei scontano uno svantaggio competitivo di scala rispetto alle grandi istituzioni statunitensi.

L'applicazione del Golden Power al settore bancario diventa quindi un nodo particolarmente critico. Sotto un certo punto di vista, infatti, esistono ragioni concrete a favore di un presidio statale degli

¹⁶¹ Regolamento UE n. 1024/2013 del Consiglio, 2013, che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, cit.

¹⁶² D.P.C.M. del 18 aprile 2025, cit. TAR Lazio, Sezione Prima, sentenza n.13748 del 12 luglio 2025, cit.

¹⁶³ Dealogic, dati sulle fusioni bancarie transfrontaliere nella UE per il 2025, riportati in FIRSRonline, "Banche, il 2025 è l'anno del risiko: 17 miliardi di fusioni transfrontaliere nella UE, il livello più alto dalla crisi del 2008", 2026

¹⁶⁴ M. Draghi, The future of European competitiveness, Commissione europea, 2024, cit.

assetto proprietari dei grandi intermediari sistematicamente rilevanti: il rischio di acquisizioni opportunistiche da parte di soggetti esterni all'Unione europea, l'esigenza di preservare la capacità creditizia verso famiglie e PMI e la necessità di prevenire concentrazioni di rischio eccessivamente elevate sono argomenti fondamentali nel contesto attuale. Dall'altro punto di vista, però, un uso non calibrato dei poteri speciali rischia di ostacolare processi di consolidamento che la BCE, la Commissione europea e la letteratura economica identificano come necessari per la competitività del sistema finanziario europeo in un contesto competitivo estremamente globalizzato. Come osserva il vicepresidente della BCE Luis de Guindos è molto difficile sostenere di essere favorevoli all'Unione del risparmio e degli investimenti per poi essere contrari alle specifiche operazioni¹⁶⁵. È in questa tensione che si inserisce l'incognita del Golden Power nel settore bancario.

Va inoltre considerato che il settore bancario è già soggetto ad una regolamentazione che è fra le più intense e pervasive di qualsiasi comparto economico, sia a livello nazionale sia a livello europeo. Le valutazioni effettuate dalle autorità di vigilanza sull'idoneità degli acquirenti di partecipazioni qualificate, che tengono già conto di criteri come la solidità finanziaria, la reputazione, la strategia di business e la compatibilità con la sana e prudente gestione dell'ente, coprono in larga misura le stesse preoccupazioni che il Golden Power intende affrontare sul versante della sicurezza economica.

4.3.1. Il caso Unicredit-Commerzbank, il Golden Power nel risiko bancario

La storia che ha coinvolto Unicredit S.p.A. nella sua duplice campagna di espansione, verso la tedesca Commerzbank AG a livello transfrontaliero e verso Banco BPM S.p.A. sul mercato italiano, costituisce uno dei casi più emblematici nell'evoluzione del Golden Power nel settore finanziario italiano ed europeo. Essa non si riduce a un episodio isolato di M&A bancario, ma rappresenta il punto di massima tensione tra la logica del consolidamento bancario europeo promosso dalle istituzioni comunitarie e le logiche protezionistiche ancora radicate nei singoli ordinamenti nazionali, rappresentando inoltre il primo momento in cui l'Italia si misura con la questione di come e quando i poteri speciali possano essere esercitati in un contesto di consolidamento bancario europeo.

Per comprendere al meglio la rilevanza giuridica e sistemica della vicenda, bisogna in primis richiamare il profilo istituzionale di UniCredit. Fondato nel 1998 dall'aggregazione di Credito Italiano, Unicredit e poi altre banche regionali, il gruppo è oggi il secondo italiano per dimensione

¹⁶⁵ Dichiarazione di Luis de Guindos, Vicepresidente della BCE, rilasciata al Finanza Times e riportata in FIRTSONline, "UniCredit Commerzbank, la BCE striglia il governo tedesco. De Guindos: "Il no di Berlino è contro il mercato unico", 2026

e uno dei maggiori istituti finanziari dell'Unione europea, con attivi consolidati superiori ai 700 miliardi di euro e operatività in oltre 13 paesi. Nell'ambito del sistema di vigilanza europeo, UniCredit è classificata come Global Systemically Important Bank (G SIB) dal Financial Stability Board¹⁶⁶ e come O SII in Italia dalla Banca d'Italia, con un buffer di capitali aggiuntivo pari all'1,25% delle esposizioni ponderate per il rischio, in virtù della sua rilevanza sistemica nazionale e transnazionale¹⁶⁷. Questa configurazione istituzionale rende già di per sé l'istituto un soggetto che si colloca nell'intersezione tra logiche di mercato e interesse pubblico, in modo analogo a quanto riscontrato nel caso Leonardo S.p.A., analizzato nel capitolo precedente.

La campagna di Germania di UniCredit prende avvio l'11 settembre 2024, quando il gruppo guidato dall'amministratore delegato Andrea Orcel annuncia l'acquisizione di circa il 9,5% del capitale di Commerzbank AG, la seconda banca tedesca per attivi, con oltre 500 miliardi di euro di totale di bilancio e circa 42.000 dipendenti, nonché istituto di riferimento per il finanziamento del Mittelstand e per i pagamenti relativi alle esportazioni tedesche. È particolare notare che una quota pari al 4,5% è stata acquistata nell'ambito di un collocamento accelerato organizzato direttamente dal governo federale tedesco, il quale deteneva circa il 16% del capitale di Commerzbank, partecipazione che era stata originata dall'intervento di salvataggio avvenuto durante la crisi finanziaria del 2008, e che stava procedendo alla progressiva dismissione della medesima quota¹⁶⁸. Il fatto che il governo tedesco non fosse consapevole delle reali intenzioni strategiche di Orcel ha rappresentato chiaramente uno dei principali motivi di attrito nei mesi successivi, fondando l'accusa di comportamento “non coordinato e ostile” formulata dal portavoce del governo federale.

Il 23 settembre 2024 UniCredit compie poi un ulteriore step annunciando la sottoscrizione di derivati (equity swap) stipulati con Barclays e Bank of America per un ulteriore 11,5% del capitale di Commerzbank, portando quindi la potenziale posizione al 21%¹⁶⁹. Come però dichiara in maniera espressa UniCredit, il regolamento in azioni sarebbe avvenuto soltanto previa autorizzazione della BCE, alla quale era già stata presentata istanza per salire fino al 29,9%. La tattica dell'accumulo tramite derivati quindi, consentiva all'istituto di costruire una posizione economica di rilievo senza superare immediatamente le soglie che, nel diritto tedesco, avrebbero richiesto un'autorizzazione formale al controllo o fatto scattare l'obbligo di OPA al superamento del 30% del capitale. L'uso di

¹⁶⁶ Financial Stability Board (FSB), 2024 list of Global Systemically Important Banks, 2024, www.fsb.org.

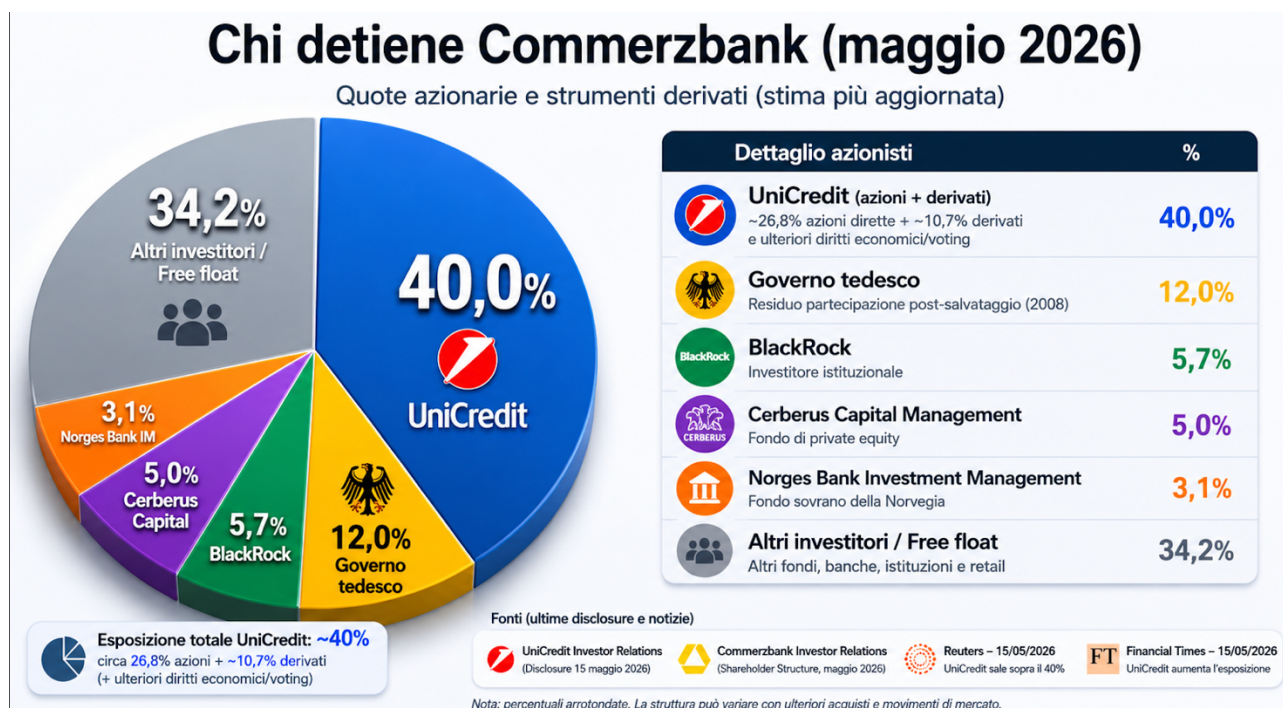
¹⁶⁷ Banca d'Italia Identificazione per il 2026 delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale, cit.

¹⁶⁸ Il Post, “UniCredit vuole prendersi la tedesca Commerzbank”, 2024; il Sole 24Ore, “UniCredit stringe Commerz, sale al 21% e chiede l'ok alla BCE ad andare oltre il 30%”, 2024

¹⁶⁹ UniCredit, comunicato stampa, 23 settembre 2024; Euronews, “Commerzbank takeover: Germany questions UniCredit's Hostile strategy”, 2024

strumenti sintetici ha consentito, inoltre, di rinviare il momento in cui la BCE avrebbe dovuto pronunciarsi formalmente sull'acquisizione di partecipazioni qualificate, ai sensi del Regolamento MVU e della direttiva CRD IV. Ad oggi, maggio 2026, in base agli ultimi aggiornamenti, UniCredit detiene circa il 40%, fra azioni e derivati¹⁷⁰.

Figura 10, Assetto proprietario di Commerzbank AG



La prima fondamentale questione giuridica riguarda gli strumenti di cui oggi il governo tedesco dispone per gestire tale operazione. In realtà, la Germania non dispone di un meccanismo che possa equivalere al Golden Power per il settore bancario. L'Aussenwirtschaftsgesetz (AWG), cioè la legge sul commercio estero e sui pagamenti che disciplina lo screening degli investimenti esteri, consente al Ministero federale dell'economia di esaminare acquisizioni da parte di acquirenti extraeuropei in settori strategici, ma è piuttosto limitato agli investimenti provenienti da soggetti di paesi dell'Unione: non può essere applicata infatti a operazioni condotte da soggetti di un altro Stato membro¹⁷¹. La regolamentazione bancaria prudenziale è rimessa al livello europeo: essendo Commerzbank soggetta

¹⁷⁰ Il Sole 24Ore, UniCredit al 42% di Commerzbank, 2026, <https://www.ilsole24ore.com/art/unicredit-42percento-commerzbank-AIhRrIAD>

¹⁷¹ Aussenwirtschaftsgesetz (AWG), 6 giugno 2023, BGB1, www.gesetze-im-internet.de.

alla supervisione diretta della BCE nell'ambito del MVU, qualsiasi autorizzazione all'acquisizione di partecipazioni qualificate spetta alla Banca Centrale Europea. Il governo federale si trova quindi di fatto in una posizione scomoda da un punto di vista giuridico, anzi piuttosto debole. Le uniche leve che potrebbe utilizzare sarebbero di natura politica e informale, come pressioni pubbliche, moral suasion sul management di Commerzbank o opposizioni esplicite tramite i canali europei, che comunque non avrebbero alcun effetto giuridico. Una delle estreme opzioni valutate, ma non attuate era l'ipotesi di utilizzare la banca pubblica di sviluppo KfW per acquistare ulteriori azioni di Commerz e arrivare alla soglia del 25%, che sarebbe stata sufficiente per esercitare una minoranza di blocco nelle delibere straordinarie¹⁷². Questa strada però avrebbe esposto il governo federale a contestazioni in merito alla violazione delle norme riguardanti il divieto di aiuti di Stato, e comunque non avrebbe bloccato l'operazione. L'opposizione di Merz è rimasta politicamente rilevante ma senza alcun effetto giuridicamente vincolante¹⁷³.

La BCE ha inoltre adottato una posizione piuttosto favorevole riguardo all'operazione, quando nel marzo 2025 ha rilasciato la propria autorizzazione a UniCredit per superare il 10% dei diritti di voto di Commerzbank, seguita poi dal via libera dell'Antitrust tedesco e della BaFin¹⁷⁴. Tale orientamento è coerente con il documento dell'aprile 2025, attraverso il quale la Vigilanza bancaria europea riconosce che le fusioni bancarie transfrontaliere producono benefici in termini di diversificazione del rischio, accesso ai mercati e resilienza sistemica, e afferma che i principali ostacoli al consolidamento non sono di natura prudenziale ma, come si è visto, politica¹⁷⁵.

È evidente come ci sia una fortissima asimmetria normativa che caratterizza il diritto europeo del controllo delle concentrazioni bancarie. UniCredit ha potuto avanzare liberamente nella scalata a Commerzbank, visto che le resistenze politiche del governo federale tedesco non hanno alcun fondamento giuridico vincolante, mentre è stata di fatto fermata l'operazione domestica sempre da parte di UniCredit nei confronti della terza banca italiana per attivi, cioè Banco BPM. Lo stesso soggetto, lo stesso anno, è acquirente non ostacolato in un mercato estero e bloccato in quello domestico. Il paradosso evidenzia come l'assenza di regole europee uniformi per la gestione delle operazioni di controllo bancario produca esiti diversi e irrazionali a seconda degli strumenti giuridici disponibili nei vari ordinamenti nazionali. Il fenomeno chiaramente non è esclusivamente circoscritto

¹⁷²BigGo Finance, German Government considers a last resort to block UniCredit's Commerzbank takeover, 2026

¹⁷³ Milano Finanza, UniCredit, Merz attacca: su Commerzbank scalata ostile, 2025

¹⁷⁴ Milano Finanza, UniCredit non si ferma in germania: converte un altro 6% di derivati di Commerzbank e sale al 26%, 2025

¹⁷⁵ BCE, Banking Supervision, European banking integration: harnessing the benefits, containing the risk, 2025, www.bankingsupervision.europa.eu

al caso italo-tedesco, in quanto nello stesso periodo anche il gruppo spagnolo BBVA ha lanciato un'OPS ostile su Banco Sabadell, incontrando anche in questo caso, come in BPM, una forte opposizione del governo di Madrid.¹⁷⁶ Emerge quindi un pattern di governi nazionali che utilizzano strumenti eterogenei per ostacolare processi di consolidamento che le istituzioni europee invece ritengono funzionali al rafforzamento del sistema finanziario del continente.

Tale tensione è stata analizzata ed è stata trovata la radice dallo studio di Gotti, McCaffrey e Veron per il Parlamento europeo: la principale barriera al consolidamento bancario transfrontaliero non è di natura prudenziale ma politica. Il terzo pilastro dell'Unione bancaria, cioè lo schema europeo di assicurazione dei depositi, non è ancora stato realizzato; in sua assenza, i governi nazionali vengono lasciati esposti al rischio di dover sostenere con risorse pubbliche l'eventuale salvataggio di istituti di credito sul proprio territorio, generando quindi un incentivo strutturale a mantenere il controllo sugli assetti proprietari dei grandi intermediari domestici. Il Golden Power bancario, visto in questa prospettiva, è anche il sintomo di un'Unione Bancaria incompiuta¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Il Sole 24Ore, BBVA e UniCredit, gemelli diversi: anche l'Ops su Sabadell a vaglio del governo, 2025

¹⁷⁷ G. Gotti, C. McCaffrey, N. eron, Banking union and the long wait for cross-border integration. Studio commissionato dal Parlamento europeo, EGOV IPOL, 2024, www.europarl.europa.eu

CONCLUSIONI

In questo elaborato, il percorso fatto ha preso le mosse da una domanda iniziale: è possibile, per uno Stato membro dell'Unione europea, tutelare il proprio interesse nazionale nel controllo degli investimenti esteri e nelle operazioni di concentrazione che coinvolgono asset strategici, senza violare i principi fondamentali dell'economia del mercato interno ed evitando di porre un freno all'attrattività degli investimenti? La risposta che è emersa è sia affermativa che condizionata.

È una risposta in primis affermativa perché lo strumento del Golden Power, attualmente rappresenta un tentativo legislativo, affinato via via dal decreto legge n. 21 del 2012 fino alle modifiche del 2022, di coniugare la salvaguardia degli interessi nazionali e le esigenze europee. Il passaggio dalla Golden Share, censurata dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea per indeterminatezza ed eccessiva discrezionalità, segna un'evoluzione sostanziale nel modo in cui l'Italia pondera il proprio intervento sui mercati. Il quadro si è poi ulteriormente consolidato sul piano europeo tramite l'adozione del regolamento UE n. 2019/452, che come si è visto in precedenza, ha codificato il diritto degli Stati membri di avere dei meccanismi di screening, legittimando quindi una prassi che invece rischiava di sembrare un protezionismo surrettizio.

La risposta alla domanda iniziale oltre che essere affermativa è anche condizionata, perché, i casi che sono stati analizzati mostrano quanto sia sottile il confine fra la tutela legittima e l'inferenza sproporzionata. Il caso Pirelli Sinochem mostra come l'applicazione del Golden Power nel caso in cui sia oggetto di valutazione un investitore extra UE possa essere condotta con relativa linearità, se ricorrono le condizioni di controllo effettivo straniero su asset strategici. Tuttavia c'è una traiettoria piuttosto diversa nel merito delle questioni analizzate che hanno coinvolto il sistema bancario. L'operazione fra UniCredit e Commerzbank ha mostrato evidenti squilibri normativi all'interno dei diversi Stati dell'Unione, mettendo in evidenza un panorama piuttosto frammentato, come si è visto confrontando operazioni simili nel caso di Banco BPM e nel caso di BBVA.

In questo panorama invece il caso Leonardo rappresenta una sorta di archetipo dell'applicazione del Golden Power: un'azienda a partecipazione pubblica maggioritaria del MEF, operante in settori pienamente strategici che costituiscono il nucleo della sovranità statale, ed oltre che per presenza nei settori strategici, azienda fondamentale anche per motivi di grandezza finanziaria. La stessa grandezza finanziaria, in particolar modo il portafoglio ordini (superiore a 44 miliardi), mostra che la protezione offerta dal Golden Power non ha impedito la competitività internazionale del gruppo. Interesse nazionale e performance di mercato possono coesistere senza conflitto, e questo lo dimostra Leonardo.

Il nodo più problematico emerso nel corso della ricerca ha riguardato l'uso del Golden Power come strumento di condizionamento industriale in senso stretto. La sentenza del TAR Lazio del 12 luglio 2025, che ha annullato le prescrizioni relative all'acquisto di banco BPM da parte di UniCredit ha posto un limite giurisprudenziale piuttosto chiaro: le prescrizioni che impongono vincoli quinquennali sui rapporti fra impieghi e depositi territoriali o il mantenimento sine die di specifici portafogli non rientrano nella tutela della sicurezza nazionale, ma costituiscono una forma di pianificazione industriale che eccede le finalità dei poteri speciali. Tale arresto giurisprudenziale è sistemico: il Golden Power non può essere impiegato come surrogato di una politica industriale che il legislatore non ha il coraggio di perseguire per via diretta.

Alla luce dell'intero percorso si possono trarre alcune conclusioni.

In primis, la disciplina dei poteri speciali necessita di un processo di razionalizzazione normativa che ne chiarisca in maniera chiara i confini applicativi, in particolare rispetto alle operazioni intraeuropee nel settore finanziario, dove la sovrapposizione con le competenze delle istituzioni europee genera una certa incertezza sistemica. In seconda istanza la cooperazione europea prevista dal 2019/452 dovrebbe essere potenziata e resa vincolante, trasformando lo screening degli investimenti da un meccanismo solo consultivo a un vero strumento di coordinamento, che possa essere capace di rispondere in maniera unitaria alle sfide poste dal mercato globalizzato, soprattutto dagli attori cinesi, che operano con logiche di lungo periodo incompatibili con quelle del nostro mercato. Infine, l'Italia deve decidere che tipologia di presenza vuole mantenere nei propri settori strategici: una presenza fondata sulla partecipazione azionaria, come nel caso di Leonardo, o una presenza affidata esclusivamente a strumenti regolatori come i poteri speciali?

In definitiva il Golden Power è uno strumento molto potente ma non autosufficiente. Presuppone per funzionare correttamente una strategia industriale e geopolitica chiara, oltre che un'amministrazione capace di esercitare la propria discrezionalità in maniera compatibile con le istituzioni europee. Se tali presupposti mancano, lo strumento rischia di diventare ciò che la Corte di Giustizia aveva censurato alla Golden Share: un meccanismo ombroso, potenzialmente discriminatorio, controproducente rispetto agli obiettivi che persegue. La sfida quindi dei prossimi anni, è di consolidare un modello di controllo degli investimenti che possa essere sia efficace, proporzionato e prevedibile ma anche coerente con i valori dell'ordinamento comunitario.

BIBLIOGRAFIA

S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola, La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il Golden Power italiano e il controllo degli investimenti in Europa, Quaderno giuridico Consob, n.20, 2019

L. Arnaudo, À l'économie comme à la guerre. Note su Golden Power, conoscenza e geoeconomia, in Mercato Concorrenza regole, 2017

Assonime, Golden Power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali, Note e studi n.7/2023

Assonime, Position Paper n.6/2024, Proposte per una semplificazione del quadro regolamentare e applicativo in materia di Golden power, 2024

Banca Centrale Europea, Banking Supervision, European banking integration: harnessing the benefits, containing the risk, 2025

Banca Centrale Europea, Guida alla vigilanza bancaria, 2024

Banca d'Italia, Identificazione per il 2026 delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale, 2026

Banca d'Italia, la vigilanza nell'Unione europea e nell'eurozona, continuo aggiornamento

Camera dei deputati, Servizio Studi- Dipartimento Attività produttive, D L 187/2022: Misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici, 2022

S. Cassese, Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato? Rivista italiana di Diritto Pubblico comunitario, 1996

Chiloiro, Intrecci pericolosi nel gioco dell'OPA, 2025

F. Cintoli, La natura amministrativa della decisione sull'esercizio dei poteri speciali e la sua sottoposizione al sindacato del giudice amministrativo, in Golden Power, Il Foro italiano, 2023

O. Clarke, Golden Power: cosa ci dice la relazione annuale svolta nel 2023, 2024

Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Rafforzare il quadro europeo per il controllo degli investimenti esteri diretti, COM 2017, 494 final

Commissione europea, Comunicazione della Commissione, orientamenti agli Stati membri concernenti gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi e la protezione degli asset strategici europei, 2020

Commissione europea, Comunicazione Towards a comprehensive european international investment policy, 2010

Commissione europea, Comunicazione “una strategia europea per la sicurezza economica”, COM 2023 650 final, 2023

Commissione europea, First Annual Report on the screening of the foreign direct investments into the Union, 2022

Commissione europea: Report on the screening of foreign direct investments into the Union, COM 2023 661 final, 2023

Consob, Delibera n.23640 del 22 luglio 2025, Autorizzazione dell’offerta pubblica di acquisto di UniCredit S.p.A. su Banco BPM S.p.A., 2025

Consob, La vigilanza sugli intermediari finanziari, in aggiornamento

Dealogic, dati sulle fusioni bancarie transfrontaliere nell’UE per il 2025, riportati in FIRSRonline, “Banche, il 2025 è l’anno del risiko: 17 miliardi di fusioni transfrontaliere nel’UE, il livello più alto dalla crisi del 2008”, 2026

C. Deodato, Considerazioni introduttive sull’origine, l’ascesa e la più autentica funzione del Golden Power, introduzione tratta dal libro “Golden Power” di R. Chieppa, 2023

M. Draghi, Il futuro della competitività europea, Rapporto presentato alla Commissione Europea, 2024

Enciclopedia Treccani, voce Fondi sovrani, Istituto dell’Enciclopedia Italiana, 2026

Enciclopedia Treccani, voce “Telecom Italia”, Istituto dell’Enciclopedia Italiana, 2026

Euronews, Commerzbank takeover: Germany questions UniCredit’s Hostile strategy“, 2024

Felicetti, Il Golden Power che serve all’Italia e alla UE, la Voce, 2026

Financial Stability Board (FSB), 2024 list of Global Systemically Important banks, 2024

Finmeccanica S.p.A., relazione annuale 2000, sezione eventi societari e quotazione, 2001

R. Garofoli, Golden Power: mercato e protezione degli interessi nazionali, in Federalismi.it, 2022

G. Gotti, C. McCaffrey, N. Eron, banking union and the long wait for cross border integration. Studio commissionato dal Parlamento europeo, EGOV IPOL, 2024

R. Lener, R. Magliano, Il Golden Power nel settore bancario: tra politica industriale, integrazione europea e regolazione prudenziale, in Dialoghi di Diritto dell'Economia, 2025

Leonardo S.p.A., documentazione societaria e comunicazioni istituzionali relative al programma EuroMALE, disponibili nella sezione istituzionale del sito www.leonardo.it

Leonardo S.p.A., Our History, A legacy for the future, 2024

Leonardo S.p.A., relazione annuale 2016, comunicazione di cambio denominazione sociale, 2016

Leonardo S.p.A. relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2024

Leonardo S.p.A., risultati 9M 2024, comunicato stampa 7 novembre 2024, sezione Investor Relations, 2024

Magliari, Il Golden Power tra ampliamento del campo di applicazione e rarefazione del presupposto funzionale. La sicurezza economica come sicurezza nazionale? In Dialoghi di Diritto dell'Economia, 2026

F. Marconi, L'intervento pubblico dell'economia e il mutevole ruolo dello Stato, Federalismi.it. 2021

L. Masotto, Golden Power alla prova del procedimento e del processo amministrativo, Giornale di diritto amministrativo, 2022

Ministero dell'Economia e delle Finanze, partecipazioni detenute dal MEF, società quotate, aggiornamento 2025

G. Napolitano, L'irresistibile ascesa del Golden Power e la rinascita dello Stato doganiere, in Giornale di diritto amministrativo, 2019

Ocse, indice sulla restrizione al commercio di servizi, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/services-trade-restrictiveness-index/oecd-stri-country-note-ita_tra.pdf , aggiornamento continuo

Osservatorio Golden Power, alcune note sul nuovo Golden Power (e un altro intervento emergenziale), La legge del più forte, 2026

M. Pellegrini, Diritto pubblico dell'economia, CEDAM, 2023

Pirelli & C. S.p.A., Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023, 2024

Presidenza del Consiglio dei Ministri, Comunicato su esercizio poteri speciali nei confronti di Telecom Italia S.p.A., 2023

Presidenza del Consiglio dei Ministri, relazione al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali, 2022

Presidenza del Consiglio dei Ministri, Relazione al Parlamento, delibera del 23 gennaio 2020

Presidenza del Consiglio dei Ministri, Relazione al Parlamento in materia di esercizio dei poteri speciali, sezione relativa a Leonardo S.p.A., programma EuroMALE, 2020

Presidenza del Consiglio dei Ministri, relazione al Parlamento sull'attività svolta in materia di poteri speciali, 2020

Protocollo d'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di servizi e attività di investimenti e di gestione collettiva del risparmio, 2024

Sacco Ginevri, Golden Powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia, in Rivista della regolazione dei mercati, 2021

Sacco Ginevri, Golden Powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità, in Diritto Bancario, 2020

A. Sandulli, La febbre del Golden Power, In Rivista trimestrale di diritto pubblico, 2022

Senato della Repubblica, Ufficio valutazione Impatto, Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del governo, Documento di analisi n. 28, 2023

Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica, Golden Power, GNOSIS, Rivista italiana di intelligence, numero speciale, 2019

E.M. Tepedino, Golden powers: I poteri speciali del governo al vaglio del Giudice amministrativo, in Amministrazione in cammino, 2022

TIM S.p.A., Comunicati Investor Relations su risultati 2024 e operazione Netco, 2024

TIM S.p.A., Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023, 2024

UNCTAD, Flussi di investimenti esteri in entrata e in uscita, 2025

UniCredit, comunicato stampa 23 settembre 2024

