

GOLDEN POWER E ACTION SPÉCIFIQUE:
LA DISCIPLINA DEI POTERI SPECIALI A CONFRONTO

Gabriele Messina *

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Dalla *Golden Share* al *Golden Power*: l'evoluzione normativa della disciplina dei poteri speciali – 3. Il caso francese: *action spécifique* e *noyaux durs* – 4. La disciplina europea in materia di *Golden Power* – 5. Italia *vs.* Francia: due modelli a confronto – 6. Conclusioni.

1. – Perché mettere a confronto la disciplina italiana dei poteri speciali del governo in materia di controllo degli investimenti stranieri con quella francese? L'interrogativo potrebbe condurre ad una semplicistica risposta orientata al presupposto che i due sistemi giuridici siano storicamente riconducibili all'interno della stessa famiglia di *civil law*, eppure, ad uno sguardo più rigoroso, le motivazioni sembrano essere più profonde. Tralasciando la meglio nota e già citata cultura giuridica comune di stampo romanistico, è indubbio come Italia e Francia abbiano condiviso un modello di Stato interventista o, per meglio dire, con una profonda tradizione dirigista o statalista ¹ dove proprio lo Stato ha avuto un ruolo da protagonista nell'economia. In sostanza, due modelli economici con una forte presenza pubblica. A questo va poi aggiunta una comune matrice storica che ha visto, dapprima subito dopo il primo conflitto mondiale ma ancor più nel secondo dopo guerra, l'affermazione di quello che viene definito il modello di "Stato pianificatore" ². In Francia, sono gli anni della *politique industrielle* ³ e delle grandi imprese pubbliche da SNCF a Renault, passando per la costituzione di Air France, mentre in Italia si consolidano colossi statali come l'IRI, l'ENI di Enrico Mattei e l'Enel che fanno da ca-

* PhD Student in System Dynamics presso l'Università degli Studi di Palermo.

¹ L.M. Bassani, *Statalismo* in *Dizionario del liberalismo italiano: tomo I*, Soveria Mannelli, 1963, 987 s.

² S. Cassese, *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, Laterza, 2021, 23.

³ L. Gallois, *La politique industrielle de la France*, in *Revue d'économie industrielle* 23.1, 1983, 1 s.



pofila ad un sempre più vasto settore pubblico industriale. Come fanno notare Hervé Dumez e Alain Jeunemaitre: *la fine della guerra porta con sé condizioni economiche drammatiche: distruzioni e dissesto dei sistemi produttivi e di distribuzione. Il razionamento deve continuare anche a guerra ormai finita. Il clima intellettuale è favorevole all'interventismo [...]. La via scelta è quella della crescita sostenuta da un forte intervento pubblico*⁴. In Italia, a partire dagli anni '50, gli enti pubblici e le società a partecipazione pubblica diventano modelli prevalenti di impresa pubblica⁵. In Francia si consolida un modello che sopravviverà fino agli inizi degli anni Ottanta. Proprio, il 1981, anno dell'ascesa al potere di un governo socialista per la prima volta nella V Repubblica, segna l'apoteosi del modello del dopoguerra: viene portata a termine un'enorme ondata di nazionalizzazioni – banche, assicurazioni, gruppi industriali. Si tratta, tuttavia, di un modello destinato ad entrare progressivamente in crisi per effetto delle sue stesse contraddizioni interne. A partire dagli anni Ottanta e Novanta, infatti, sotto la spinta in primo luogo dell'esperienza thatcheriana ed in secondo luogo dell'ormai sempre più incalzante processo di integrazione europea e della globalizzazione, sia in Francia che in Italia viene avviato un processo di privatizzazione di gran parte del settore pubblico⁶. Sono anni di grandi trasformazioni e cambiamenti. La globalizzazione è andata di pari passo con l'affermarsi dell'economia neoliberista, spianando la strada al fondamentalismo del mercato autoregolato come migliore forma di benessere. Come sottolinea Ivan Tibor Berend: *sotto la bandiera della libertà e del libero mercato, è stato condotto un attacco frontale alle regolazioni, agli interventi dello stato, alla proprietà pubblica e allo stato sociale, considerate dai più le uniche soluzioni praticabili in una società libera in un contesto di spietata competizione globale*⁷. In realtà, già alla metà del XX secolo, nel cosiddetto sistema delle partecipazioni statali, lo strumento dello “smobilizzo” in Italia, e della cosiddetta “respirazione del settore economico pubblico” in Francia, termini utilizzati per indicare il fenomeno della vendita e dell'acquisto di partecipazioni, che consentivano la dismissione o l'acquisizione

⁴ H. Dumez-A. Jeunemaitre-S. Santagata, *Le Privatizzazioni in Francia*, in *Stato e Mercato*, no. 47 (2), 1996, 296.

⁵ Cassese, *op. cit.*, 21.

⁶ G. Scarchillo, *Privatizzazioni e settori strategici l'equilibrio tra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, Torino, Giappichelli, 2018, *passim*.

⁷ I. T. Berend, *Storia economica dell'Europa nel XX secolo*, Milano, Mondadori, 2008, 308.

di imprese, avevano contribuito ad alleggerire il comparto pubblico⁸. Con le privatizzazioni, si prosegue in questa direzione. Da un lato, lo scopo è quello di diminuire l'indebitamento pubblico. Dall'altro, quello di dare dimensioni più efficienti alle imprese pubbliche, che si erano ingigantite⁹. Nonostante la sua forte tradizione dirigista, sbandierata da Colbert a De Gaulle e fino ai governi socialisti della V Repubblica, la Francia si converte ad un sistema di privatizzazioni realizzato in tempi record¹⁰. Infatti, tra l'86 e l'87 fu messo a punto, approvato e realizzato un primo grande programma di privatizzazioni. Poi, dopo un periodo di stasi fu avviata tra il 1993 e il 1995 una seconda fase di portata ancora più ampia¹¹. È a partire, invece, dai primi anni '90 che lo Stato italiano inizia a portare avanti un intenso processo di dismissioni di imprese pubbliche¹². Il fenomeno assume connotati assai rilevanti sia da un punto di vista storico, dal momento che sino ad allora le privatizzazioni si contavano sulle dita di una mano, sia nel confronto internazionale: se consideriamo il periodo 1979-2008, l'Italia si colloca al secondo posto (205 miliardi di dollari ai valori correnti) per controvalore delle imprese dismesse dopo Regno Unito (215), prima di Francia (198), Germania (158) e Spagna (72); se invece prendiamo in considerazione il periodo 1992-2000, l'Italia risulta essere al primo posto per importo complessivo delle dismissioni e per la loro incidenza sul PIL¹³.

Una rapida analisi del contesto storico indica come le privatizzazioni si siano intensificate in corrispondenza di periodi critici per la finanza pubblica, che sono anche quelli caratterizzati da stringenti vincoli da parte dell'Unione Europea¹⁴. Su questo punto, è interessante notare anche la posizione di chi ritiene come la necessità di privatizzare, vero e proprio punto di passaggio fra Prima e Seconda Repubblica, emersa negli anni '90 non è stata frutto di un mutamento di posizione politica, quanto, piuttosto, della presa d'atto della situazione

⁸ S. Cassese, *Le privatizzazioni in Italia*, in *Stato e mercato*, 1996, 324.

⁹ *Ivi*, 327.

¹⁰ V. Wright, *La fine del dirigismo? La Francia negli anni Novanta*, in *Stato e mercato*, 18(3), 1998, 351 s.

¹¹ Dumez-Jeunemaitre-Santagata, *op. cit.*, 295.

¹² G. Majone-A. La Spina, *Deregulation e privatizzazione: differenze e convergenze*, in *Stato e mercato*, 1992, 249 s.; R. Cavallo Perin, *Il riformismo e le privatizzazioni in Italia*, in *Meridiana: rivista di storia e scienze sociali*, n. 50/51, 2004, 1 s.; R. Parboni, *La privatizzazione dell'economia italiana*, in *Stato e mercato*, 1984, 385 s.

¹³ E. Barucci-F. Pierobon, *Le privatizzazioni in Italia*, Roma, Carocci, 2007, 5.

¹⁴ *Ibidem*.

d'emergenza delle finanze pubbliche. Constatata la superiorità della proprietà privata per garantire l'efficienza dell'impresa, lo Stato italiano ha provveduto a operare, con caratteristiche peculiari, nel ruolo di imprenditore e azionista ¹⁵.

È proprio a questo punto, guardando al percorso comune di privatizzazione, che emerge una sovrapposizione cruciale tra i due ordinamenti che merita di essere oggetto di studio. Sia Italia che Francia, entrambi vogliono mantenere un potere di controllo pubblico residuo sulle ex partecipate statali. Volontà che, in Francia, si traduce nel *décret Montebourg* ¹⁶ e nelle prime norme sul controllo degli investimenti esteri, mentre in Italia conduce dapprima all'introduzione del regime della cosiddetta *golden share* ¹⁷, negli anni '90, e poi, dal 2012, con l'introduzione della disciplina dei poteri speciali, ovvero il più recente e noto *golden power* ¹⁸. Sembra dunque emergere la tendenza secondo la quale i poteri speciali nascono come strumento per mantenere la sovranità economica in seguito alle privatizzazioni, ovvero per continuare a esercitare un controllo pubblico su settori strategici pur in un'economia formalmente di mercato. È un pensiero superficiale che merita un'analisi più accurata dell'evoluzione dei due sistemi di controllo, quello francese e quello italiano, degli investimenti stranieri.

A corredo del parallelismo tra i due sistemi, occorre rilevare come i due regimi si siano peraltro rafforzati nello stesso periodo storico, dal 2012 in Italia e dal 2014 in Francia e per motivazioni simili ovvero un contesto di crisi economiche e industriali, un timore crescente di acquisizioni predatorie da parte di investitori extra-UE, soprattutto cinesi, il dramma della crisi energetica e pandemica ed infine la necessità di proteggere filiere strategiche. Altro aspetto da rilevare è come in entrambi i Paesi, i settori soggetti a questo tipo di controllo coincidono in larga parte: difesa e sicurezza nazionale, energia, trasporti e comunicazioni, infrastrutture strategiche, dati sensibili e tecnologie critiche. Un

¹⁵ E. Barucci-F. Pierobon, *Stato e mercato nella seconda Repubblica: dalle privatizzazioni alla crisi finanziaria*, Bologna, il Mulino, 2010, 92.

¹⁶ *Décret n° 2014-479 du 14 mai 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable*.

¹⁷ Con riferimento alla *golden share*, nell'ordinamento italiano il testo di riferimento è il d.l. 332/1994 convertito con modificazioni dalla l. 474/1994.

¹⁸ La disciplina del *golden power* è stata introdotta in Italia dal d.l. 21/2012, *Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni* pubblicato in G. U. 15/03/2012 n. 63, convertito con modificazioni dalla l. 56/2012.

aspetto che riflette un'analoga concezione di cosa costituisce un interesse strategico nazionale per Francia e Italia. Questo elemento riflette l'idea radicata che certi asset non possano essere lasciati al mercato, e tanto meno al controllo straniero e che dunque meritano uno *screening* da parte dei governi ¹⁹.

A fare da sottofondo a questo comune scenario di controllo degli investimenti stranieri si può individuare una cultura comune della sovranità economica. Un'idea radicata che riflette la convinzione che lo Stato debba preservare il controllo di particolari leve strategiche e che discende direttamente dal dirigismo francese e dallo statalismo italiano, varianti nazionali di un medesimo principio secondo il quale la ricchezza strategica è parte integrante dell'interesse nazionale. I poteri speciali contemporanei si presentano così come il naturale proseguimento di una tradizione, eredi moderni di una lunga storia di intervento pubblico nell'economia.

In definitiva, per rispondere al quesito iniziale, la Francia è il Paese europeo più adatto per comparare la disciplina italiana dei poteri speciali in materia di controllo degli investimenti stranieri, per similitudine storica, giuridica e per la comune pressione da parte della Commissione UE a riformare tali strumenti secondo i principi del mercato unico europeo. Francia e Italia sono accomunate da regimi di controllo molto simili per struttura e finalità, da sfide comuni di bilanciamento tra apertura e sovranità, da una evoluzione normativa parallela e coordinata nel quadro dell'Unione europea. Mettere a confronto la disciplina italiana dei poteri speciali del governo in materia di investimenti esteri con quella francese è pertanto utile a comprendere come questi siano implementati in contesti giuridici diversi, come vengono tutelati gli interessi strategici nazionali nei due Paesi e allo stesso tempo a identificare differenze normative, procedurali e di policy che possono incidere concretamente sulle decisioni di investimento o su scelte di politiche pubbliche. L'analisi che seguirà fornisce uno spunto per riflettere su come armonizzare o almeno coordinare in sede europea queste discipline, evidenziando possibili aree di convergenza e divergenza nella strategia nazionale dei due Paesi.

2. – Il tema del *golden power* apre la strada ad un difficile e sempre mutevole bilanciamento di interessi contrapposti. Da una parte, la necessità di attrarre

¹⁹ G. Sabatino, *The 'Golden power' on foreign investments in EU law in the light of Covid crisis*, in *European Company Law* 18.6, 2021, 190.

investimenti e favorire la crescita economica, dall'altra l'adozione di meccanismi di controllo utili a tutelare gli interessi dello Stato. Come conciliare, allora, libertà economica e sovranità statale? Come regolare questa tensione tra apertura economica agli investimenti stranieri e protezione degli interessi statali? Si tratta di quesiti essenziali quando si affronta un tema come quello del *golden power*. Il dibattito è sicuramente ampio e chiama di certo in causa la veste che gli Stati hanno voluto rivestire nel corso degli anni, con vicende alterne, a volte quella di Stato imprenditore o stratega, pianificatore o finanziatore altre volte quella di Stato regolatore o doganiere²⁰. Ma l'analisi in questione non può non tenere conto della cornice comunitaria e del processo di integrazione economica europea che ha tracciato un solco importante nella disciplina stessa del *golden power*²¹ e che ha avuto delle ricadute importanti sulle discipline nazionali.

Si vedrà, nel corso di questa trattazione, come alcuni principi fondamentali sono stati più volte ribaditi da parte della Corte di giustizia europea per ricondurre la disciplina degli Stati, in materia di poteri speciali, al rispetto degli stessi. Il riferimento è in primo luogo alla libera circolazione dei capitali e alla libertà di stabilimento, stabilite rispettivamente dagli articoli 63 e 49 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Disposizioni che ammettono una forma moderna di intervento statale e la protezione di interessi strategici solo entro limiti rigorosi e nel rispetto dei principi di necessità, proporzionalità e trasparenza²².

Tracciato questo quadro iniziale, nel delineare la disciplina europea in materia di *golden power* è opportuno assumere come punto di partenza il Regolamento (UE) 2019/452. Dopo anni caratterizzati da sentenze e procedure di infrazione, l'Unione europea ha riconosciuto la necessità di un coordinamento comune in materia di investimenti strategici, soprattutto alla luce dell'espansione di operatori extra-UE in settori sensibili quali tecnologia, infrastrutture ed energia. È interessante a tal proposito il punto di vista di Gianluca Scarchillo secondo il quale *il regolamento è la reazione dell'Unione all'espansione cinese, in particolare nel settore di Internet di quinta generazione*²³. Appare altresì inte-

²⁰ Cassese, *La nuova costituzione economica*, op. cit., 17.

²¹ A. Sandulli, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Dir. pubbl.*, 2, 2020, 405 s.

²² D. Gallo, *Corte di giustizia UE, golden shares e investimenti sovrani*, in *Dir. comm. internaz.*, 4, 2013, 917 s.

²³ G. Scarchillo, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea. Il caso Huawei. Un*

ressante il pensiero di Angela Ferrari Zumbini secondo cui la necessità di armonizzare tale ambito deriva da una serie di considerazioni, in primo luogo il fatto che i principali partner commerciali europei si erano da tempo dotati di una cornice normativa, e la carente uniformità europea poteva costituire una debolezza europea sul mercato globale ²⁴.

Bisogna riconoscere che, nel contesto sopra delineato, il Regolamento UE 2019/452 è stato partorito in termini relativamente brevi: dalla proposta, elaborata dalla Commissione nel settembre del 2017, è passato poco più di un anno affinché il Parlamento, la Commissione e il Consiglio europeo trovassero l'accordo politico per la sua adozione, intesa raggiunta già nel novembre del 2018. Il Regolamento è stato poi approvato il 19 marzo 2019, entrato in vigore il 10 aprile 2019, divenendo vincolante e direttamente applicabile l'11 ottobre 2020.

Il Regolamento (UE) 2019/452, istituisce un meccanismo europeo di controllo degli investimenti esteri diretti e in prima battuta ne fornisce esso stesso una definizione anche abbastanza estesa: «*un investimento di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica*» ²⁵. Come è stato notato in dottrina, se da un lato il Regolamento sembra esprimersi in maniera favorevole agli investimenti dall'altro disegna una panoplia consistente di poteri statali di controllo, volti a «*valutare, esaminare, autorizzare, sottoporre a condizioni, vietare o liquidare investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza o di ordine pubblico*» ²⁶. Si è scelto, dunque, di introdurre un quadro comune di vigilanza sugli investimenti esteri, senza però istituire un'autorità di controllo a livello europeo né imporre agli Stati membri una normativa nazionale uniforme.

primo commento al Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2020, 569 s.

²⁴ A. F. Zumbini, *Principi dell'Unione europea in materia di golden power: opportunità e limiti*, in *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, a cura di G. Della Cananea-L. Fiorentino, Napoli, 2020, 27.

²⁵ Art. 2, par. 1, Reg. 2019/452.

²⁶ A. Sandulli, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Dir. pubbl.*, 2020, 414.

Autorevole dottrina ha più volte riconosciuto al Regolamento del 2019 tre principali meriti: in primo luogo quello di aver introdotto una maggiore proceduralizzazione del controllo degli investimenti esteri come si evince da una lettura rapida dell'art. 3; allo stesso tempo ha istituzionalizzato i meccanismi di cooperazione, tanto a livello verticale quanto orizzontale ed infine ha reso più oggettivi i criteri sulla base dei quali accertare se un investimento straniero possa rappresentare un pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico ²⁷. Il Regolamento circoscrive la cerchia degli interessi, per la protezione dei quali è possibile ricorrere ai poteri speciali, a quelli che possono incidere sulla sicurezza e sull'ordine pubblico e a tal riguardo, è fornita una lista, a titolo esemplificativo e non esaustiva, dei settori essenziali che possono assumere rilievo nella valutazione. Si tratta di una lista particolarmente ampia che in molti casi ha consentito ai legislatori nazionali di allargare le maglie applicative a settori ulteriori. Tra questi si segnalano: i) le infrastrutture critiche (siano esse fisiche o virtuali), tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie, e le strutture sensibili, nonché gli investimenti in terreni e immobili fondamentali per l'utilizzo di tali infrastrutture; ii) le tecnologie critiche e i prodotti a duplice uso, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cybersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie; iii) la sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare; iv) l'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni; v) la libertà e il pluralismo dei media ²⁸.

La grande innovazione del Regolamento risiede nella possibilità che la Commissione e gli altri Stati membri possano aprire un procedimento di verifica anche qualora lo Stato destinatario non abbia sottoposto l'investimento a una procedura di controllo. In questo modo l'Unione e tutti gli Stati possono tutelarsi anche nei confronti di investimenti esteri diretti verso gli Stati membri che tuttora non dispongono di meccanismi di controllo ²⁹.

²⁷ G. Scarchillo, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea. Il caso Huawei. Un primo commento al Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Dir. comm. internaz.*, 2020, 569.

²⁸ Art. 4 Reg. 2019/452.

²⁹ A. F. Zumbini, *Principi dell'Unione europea in materia di golden power: opportunità e limiti*,

In definitiva, il Regolamento pur non introducendo un vero e proprio “*golden power europeo*”, riconosce agli Stati la facoltà di adottare misure di controllo sugli investimenti per i richiamati motivi di sicurezza o ordine pubblico, stabilisce principi comuni di trasparenza, cooperazione e proporzionalità, crea un meccanismo di scambio di informazioni tra Stati membri e Commissione e infine consente proprio alla Commissione di emettere pareri non vincolanti sulla possibilità che un investimento estero possa incidere sulla sicurezza dell'Unione nel suo complesso. Nella sostanza, il Regolamento legittima e armonizza i *golden powers* nazionali, riconoscendo che la protezione di settori strategici non è incompatibile con il mercato unico, purché sia esercitata in modo controllato e coordinato³⁰. Come osservato da Giulio Napolitano: *la codificazione europea dei settori in cui gli investimenti esteri dovrebbero essere sottoposti a controllo serve soprattutto a orientare la discrezionalità dei legislatori e dei governi nazionali con l'obiettivo di armonizzare il più possibile l'ambito oggettivo di applicazione dei meccanismi di controllo*³¹.

Per rispondere al quesito iniziale, la disciplina europea in materia di *golden power* rappresenta un delicato punto di equilibrio tra due principi fondamentali: la libertà economica e la tutela della sovranità nazionale. Se le prime sentenze della Corte di giustizia avevano fortemente limitato l'intervento pubblico, la fase più recente segna un cambio di paradigma: gli Stati membri possono e devono difendere i propri interessi strategici, ma all'interno di un quadro giuridico comune, maggiormente flessibile e trasparente. In questo equilibrio tra libertà e sicurezza si gioca oggi una delle sfide più complesse dell'integrazione europea: conciliare la logica dell'economia globale con quella dell'interesse pubblico nazionale e continentale. Si tratta di un mutamento di prospettiva maturato nel tempo e culminato nell'adozione del Regolamento stesso in cui si passa da un rapporto conflittuale tra l'Unione e i controlli sugli IED ad una relazione contrassegnata dalla comunione di intenti, volta a controllare gli IED a livello europeo in un quadro di armonizzazione e cooperazione³².

in, *I “poteri speciali” del Governo nei settori strategici*, a cura di G. Della Cananea-L. Fiorentino, cit., 35.

³⁰ L. Di Via-L. Pasquale, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 22.1, 2020, 107.

³¹ Napolitano(a cura di), *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, in *Foreign direct investment screening*, cit., 127.

³² A. F. Zumbini, *Principi dell'Unione europea in materia di golden power: opportunità e limiti*,

Come precedentemente richiamato, la disciplina europea sul *golden power* può essere vista non solo come uno scudo di protezione o di difesa per gli Stati ma soprattutto come un nuovo strumento di regolazione strategica e di rilancio del processo di integrazione economica dal momento che inquadra il controllo sugli investimenti esteri in una cornice comune che ha la finalità di introdurre meccanismi collaborativi e coordinati tra gli stessi Stati membri. Come è stato notato: “è quindi l’Unione a fissare i confini esterni e, pertanto, a far valere la propria sovranità europea. Se, come è stato ipotizzato, l’Unione Europea è un gigante economico e un nano politico, il tentativo compiuto con il citato Regolamento è stato quello del recupero di un ruolo politico forte nella tutela degli interessi regionali”³³.

Un passaggio importante nello sviluppo della normativa europea in materia di *golden power* è rappresentato dalla Comunicazione del 26 marzo 2020 della Commissione europea³⁴ la quale dopo aver ribadito l’importanza dell’apertura dell’Unione agli investimenti stranieri e ai capitali esteri, ha espresso il timore che le criticità esacerbate dalla pandemia da Covid-19 potessero causare una perdita di risorse e tecnologie critiche, specialmente in ambito sanitario e che l’apertura dell’UE agli investimenti esteri deve essere bilanciata da adeguati strumenti di controllo. Nella suddetta Comunicazione, la Commissione invita gli Stati membri che prevedono già dei meccanismi di controllo degli investimenti stranieri ad implementare l’utilizzo degli stessi e sollecita al contempo gli Stati che ne fossero privi a prevederli, specificando che gli Stati membri possono adottare misure per impedire che un investitore estero acquisisca una società o ne assuma il controllo qualora tale acquisizione o controllo si traduca in una minaccia per la loro sicurezza o il loro ordine pubblico, anche nelle situazioni in cui tali minacce sono collegate a un’emergenza sanitaria³⁵.

La pandemia da COVID-19, la guerra in Ucraina e la competizione tecnologica hanno riaperto il dibattito sulla necessità di proteggere infrastrutture e filiere critiche³⁶. I documenti elaborati a livello europeo sullo *screening* degli

in *I “poteri speciali” del Governo nei settori strategici*, a cura di Della Cananea-Fiorentino, cit., 15.

³³ A. Sandulli, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Dir. pubbl.*, 2020, 415.

³⁴ Comunicazione della Commissione, Risposta economica coordinata all'emergenza COVID-19, [COM (2020), 112 final].

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ C. Bergonzini, *L'Europa e il Covid-19. Un primo bilancio*, in *Quad. cost.*, 4/2020, 761 s.

investimenti esteri, incoraggiano gli Stati a utilizzare in modo coordinato i propri *golden powers*, specialmente in ambiti come quelli menzionati. In questo rinnovato contesto caratterizzato da scenari di crisi, il *golden power* assume una nuova funzione: non più mera eccezione alla liberalizzazione, ma strumento di resilienza che deve adattarsi al mutamento dei tempi.

Nel gennaio del 2024, la Commissione europea ha presentato una proposta di revisione che dovrebbe sostituire il Regolamento (UE) 2019/452. L'8 maggio 2025, il Parlamento Europeo ha adottato emendamenti alla proposta della Commissione, con 378 voti favorevoli, 173 contrari e 24 astensioni. L'obiettivo del nuovo Regolamento è quello di rafforzare l'efficacia del meccanismo di *screening* degli investimenti stranieri, allo stesso tempo armonizzare ulteriormente le normative tra gli Stati membri, superare le criticità di alcuni Paesi che non hanno ancora un sistema di *screening* e ridurre al minimo la complessità amministrativa. La proposta prevede che tutti gli Stati membri debbano dotarsi di un meccanismo di controllo obbligatorio e prevede una armonizzazione minima su settori sensibili. Tra le novità proposte dal regolamento è meritevole di menzione l'emendamento 53, che va a modificare l'articolo 2 al punto 1 e che introduce un concetto più ampio di investimento estero identificato come *un investimento di qualsiasi tipo effettuato da un investitore estero in prima persona o attraverso la propria impresa figlia nell'Unione, inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e un destinatario dell'Unione al quale l'investitore estero mette a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, consentendo una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di tale destinatario dell'Unione*³⁷;

Si tratta di una novità di grande portata che allarga le maglie del *golden power*. Non è, infatti, solo l'investimento diretto che conta, ma anche gli investimenti tramite entità controllate, e questo aspetto aumenta quindi la portata di ciò che può essere regolamentato sotto il sistema del *golden power*. La finalità come più volte è stato sottolineato è quella di garantire che gli investimenti esteri non mettano a rischio il controllo strategico su settori chiave dell'Unione, rafforzando la protezione economica e politica degli Stati membri. Lo sce-

³⁷ Emendamenti del Parlamento europeo, approvati l'8 maggio 2025, alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio (COM (2024)0023 – C9-0011/2024 – 2024/0017(COD))(1).

nario che si prospetta è quello di un equilibrio delicato tra la necessità di proteggere i settori strategici e la volontà di mantenere l'Unione europea come destinazione competitiva per gli investimenti esteri.

C'è poi un altro strumento che impatta in via incidentale ed indiretta sulla disciplina del *golden power* ma che merita in questa sede di essere menzionato. Il riferimento è qui al Regolamento (UE) 2022/2560 (noto anche con l'acronimo di "FSR" ovvero *Foreign Subsidies Regulation*) relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato. Si tratta a ben vedere di un'interazione che presenta punti di convergenza e complementarità e che allo stesso tempo innesca complicate implicazioni e tensioni. Ma occorre un passo indietro. Le più recenti congiunture internazionali come la pandemia da Covid-19, l'apertura di scenari di guerra alle porte dell'Europa e l'*escalation* nelle tensioni commerciali tra UE e Cina hanno riaperto il dibattito attorno alla disciplina degli aiuti di Stato, strumento principale per risollevare le economie degli Stati membri in questo contesto. La Commissione ha fatto quanto in suo potere per evitare che l'elargizione di un consistente numero di misure favorevoli andasse a scapito della solidità del mercato unico e ha richiesto ai Paesi dell'UE un intervento mirato e coordinato³⁸. Ma in un contesto economico globalizzato e interconnesso come quello attuale, spesso entrano in gioco anche governi non europei, specie nei periodi di crisi, che concedono sovvenzioni a realtà imprenditoriali che operano nel territorio dell'Unione, creando così una vera e propria distorsione del mercato unico.

Fino a pochi anni fa, l'apparato giuridico dell'Unione non disponeva di strumenti per affrontare queste distorsioni causate dalle sovvenzioni estere che per via di questa lacuna normativa sfuggivano ad ogni tipo di controllo³⁹. Il

³⁸ E. Latorre, *La nozione di sovvenzione estera nel regolamento (UE) 2022/2560*, in *Quaderni Aisdue*, 2023, 222.

³⁹ Prima dell'introduzione del Regolamento (UE) 2022/2560, l'Unione europea si avvaleva prevalentemente della disciplina antidumping per contrastare gli effetti indiretti delle sovvenzioni estere sul mercato interno. In tale ambito, le imprese europee potevano presentare una denuncia alla Commissione europea qualora ritenessero che un Paese terzo immettesse prodotti nel mercato dell'Unione a un prezzo inferiore al loro valore normale. All'esito di un'istruttoria, qualora fosse accertata l'esistenza di pratiche di dumping idonee a causare un pregiudizio significativo all'industria europea, la Commissione era legittimata a imporre dazi antidumping al fine di contrastare la concorrenza sleale. Tali strumenti, tuttavia, presentavano evidenti limiti, in quanto non incidevano sulla sovvenzione alla fonte, ma si limitavano a contenere gli effetti distorsivi sul mercato mediante la riduzione della competitività dei prodotti importati, attraverso l'applicazione di un sovrapprezzo. La questione assumeva ulteriore complessità nei casi in cui le sovvenzioni estere fos-

mercato unico, liberalizzato e aperto agli investitori globali, ha conosciuto un rigido controllo interno degli aiuti di Stato nei confronti degli Stati membri, limitandosi ad affidarsi alla (insufficiente e spesso inapplicabile) disciplina prevista dal WTO per le imprese estere sovvenzionate dagli Stati terzi ⁴⁰. Su spinta del Consiglio europeo e del Parlamento, la Commissione europea nel giugno del 2020 è intervenuta pubblicando il *White Paper on levelling the playing field as regards foreign subsidies*, un processo di consultazione che ha poi condotto ad una proposta di regolamento nel maggio del 2021 e all'adozione del testo definitivo del regolamento 2022/2560 nel dicembre dell'anno successivo che è entrato in vigore il 12 gennaio 2023.

Il Regolamento 2022/2560, che affonda le sue basi giuridiche nell'articolo 207 TFUE e l'articolo 114 TFUE, offre un quadro di protezione che permette all'UE e agli Stati membri di esaminare e, se necessario, bloccare acquisizioni o finanziamenti esteri che possano minacciare la stabilità e l'autonomia strategica del mercato unico. La definizione di sovvenzione estera nel *Regolamento (UE) 2022/2560* è contenuta all'articolo 3, paragrafo 1 del testo normativo, che recita: si ritiene che esista una sovvenzione estera quando un paese terzo fornisce direttamente o indirettamente un contributo finanziario che conferisce un vantaggio a un'impresa che esercita un'attività economica nel mercato interno e che è limitato, in linea di diritto e di fatto, a una o più imprese o a uno o più settori ⁴¹.

Si tratta di una definizione che mette subito in evidenza alcuni criteri chiave per identificare una sovvenzione estera, ovvero: l'esistenza di un vantaggio

sero impiegate per agevolare operazioni di acquisizione di imprese europee da parte di operatori di Paesi terzi, ovvero per realizzare fusioni idonee a determinare posizioni di forte concentrazione, se non di quasi monopolio. In tali ipotesi, l'ordinamento dell'Unione faceva riferimento alla disciplina sul controllo delle concentrazioni, contenuta nel regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, che stabilisce i criteri per la valutazione delle operazioni di fusione, acquisizione e concentrazione tra imprese, al fine di prevenire una significativa restrizione della concorrenza nel mercato interno. Anche tale strumento, tuttavia, si rivelava insufficiente rispetto alle distorsioni derivanti da sovvenzioni estere, poiché non teneva conto dell'origine del finanziamento delle operazioni oggetto di esame. Analogamente, né nell'ambito degli appalti pubblici né in quello dei settori strategici il controllo delle concentrazioni assicurava un livello di tutela adeguato rispetto ai rischi concorrenziali connessi all'intervento di sovvenzioni provenienti da Paesi terzi.

⁴⁰ T. Di Prospero, *I regolamenti UE su sovvenzioni estere e investimenti esteri diretti tra complementarità e dissonanze applicative*, in *Munus*, 2023, 879.

⁴¹ Art. 3 Reg. 2022/2560.

finanziario, l'origine di questo vantaggio, la forma del vantaggio e la selettività del sussidio.

Un importante contributo del Regolamento è senza dubbio l'inclusione del concetto di distorsione del mercato come criterio fondamentale per identificare una sovvenzione estera potenzialmente pericolosa per la concorrenza in Europa. Una sovvenzione si considera distorsiva se rafforza la posizione di un'impresa nel mercato interno in modo da compromettere la concorrenza leale. Si tratta di un concetto, quello della distorsione, che varia in base al settore di riferimento e all'impatto che questa può avere sul mercato. Nel caso in cui una sovvenzione venga considerata distorsiva, la conseguenza è la previsione di misure correttive o impegni vincolanti, come per gli aiuti di Stato o pratiche di *dumping*, per riportare il mercato e la concorrenza ad un livello di equilibrio. Se, invece, non vi è distorsione, la Commissione può archiviare il caso senza ulteriori azioni ⁴².

Nelle premesse iniziali, al terzo considerando, il nuovo regolamento specifica che esso riguarda tutti i settori economici, compresi quelli di interesse strategico per l'Unione e le infrastrutture critiche, come quelli di cui all'articolo 4 del regolamento IDE e prevede al contempo la creazione di un meccanismo *ad hoc* per ciò che fino a questo momento era oggetto di un accertamento incidentale all'interno del controllo sugli investimenti esteri diretti.

È a questo punto che bisogna soffermarsi sul collegamento tra le due discipline, anzi per meglio dire su questo inevitabile intreccio di procedure. Il nuovo regolamento delinea, infatti, un meccanismo procedurale che ha ad oggetto un controllo parzialmente già svolto da altre unità. Vista l'ampiezza del novero di settori elencati nella normativa IDE, è infatti molto probabile che una stessa operazione sia soggetta, per requisiti diversi, all'applicazione sia del Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli IDE, sia al Regolamento (UE) 2022/2560 sul controllo delle sovvenzioni estere. A questo punto sorgono una serie di interrogativi. Come garantire, in tali ipotesi, che non si producano duplicazioni di giudizio sul medesimo elemento? Come evitare che la valutazione di una procedura influenzi l'altra? E quale notifica dovrebbe essere presentata per prima? A tali interrogativi non è possibile fornire una risposta univoca.

⁴² A. Rosanò, *Oltre i confini del diritto degli aiuti di Stato: il Regolamento (UE) 2022/2560 relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2023, 137.

Si potrebbero prospettare scenari diversi con procedure parallele sconnesse tra loro, decisioni svincolate ma che a loro volta implicherebbero nuove problematiche nel caso di esiti diversi. Quello che appare necessario è dunque una interlocuzione tra i procedimenti che a questo punto della riflessione appare necessaria e quantomai opportuna per giungere a più certe deliberazioni finali.

In conclusione, se da una parte il regolamento FSR è pensato come uno strumento europeo per garantire la parità di condizioni (*level playing field*) tra imprese UE e operatori con sovvenzioni da Paesi terzi, dall'altra la sua introduzione, insieme al regime di *screening* degli IDE, amplifica la rete di controlli europei investimenti e sovvenzioni, generando un contesto normativo complesso e con potenziale incertezza giuridica per le imprese, complessità operative e necessità di coordinamento.

3. – Il *golden power* è stato introdotto in Italia per superare i limiti imposti dalla normativa preesistente sulla *golden share* e da allora, come parte integrante del diritto vivente, questo sistema ha subito numerose riforme. Di derivazione britannica⁴³, la *golden share* venne introdotta in Italia dall'articolo 2 del decreto-legge del 31 maggio 1994, n. 332, poi convertito con modificazioni con legge 30 luglio 1994, n. 474. L'esigenza del legislatore era quella di introdurre alcuni contrappesi che evitassero la perdita completa del controllo pubblico su società esercenti servizi pubblici e attività di interesse generale⁴⁴. Si intendeva dunque mantenere una partecipazione azionaria, seppur simbolica, in mano pubblica così da garantire allo Stato diritti specifici più che proporzionali alla sua presenza azionaria.

In particolare, la disciplina della *golden share* prevedeva che negli statuti societari delle società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato e che

⁴³ La differenza sostanziale dei poteri riconosciuti dalla *Golden Share* britannica, rispetto al potere speciale previsto dalla *Golden Share* in Italia, consiste nella diversa fonte da cui tale diritto deriva. In Inghilterra non è presente disciplina legislativa specifica, dato che le uniche previsioni normative adottate si occupano di stabilire le autorità competenti insieme al Tesoro che possano acquistare azioni delle società privatizzate entro alcune soglie. Di conseguenza, la disciplina di tale tipologia particolare di azione deriva dallo Statuto sociale. Sull'argomento vedi M. Manna, *I Golden Powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello stato nell'economia* in *Rivista di diritto del risparmio*, 3/2022, 4 s.

⁴⁴ M. D'Alberty, *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, in *Foreign Direct Investments Screening: Il controllo sugli investimenti esteri Diretti*, a cura di G. Napolitano, Bologna, il Mulino, 2019, 83.

operavano in determinati settori quali difesa, trasporti, telecomunicazioni, energia ed altri pubblici servizi individuati con Decreto del Consiglio dei ministri doveva essere inserita una clausola idonea ad attribuire uno o più dei seguenti poteri speciali, da esercitare d'intesa con il Ministero dell'economia ⁴⁵.

Si trattava di poteri molto incisivi. In primo luogo, il diritto di opposizione all'assunzione di partecipazioni rilevanti, o alla conclusione di patti o accordi parasociali, riguardanti almeno il 5% del capitale sociale o una percentuale inferiore, stabilita con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze ⁴⁶. Un'altra previsione riguardava il diritto di veto, debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato, in merito a tutte quelle operazioni che comportavano un cambiamento significativo della società, ovvero all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimevano o modificavano i poteri speciali ⁴⁷. Infine, come ultimo potere, c'era quello di nomina di un amministratore estraneo senza diritto di voto ⁴⁸. Dunque, si trattava di poteri interdittivi che incidono su investimenti in queste società ed esercitabili dall'azionista pubblico, anche se di minoranza ⁴⁹. Come è stato osservato in dottrina, attraverso la *golden share* era possibile blindare la governance di queste società da eventuali modifiche in grado di incidere sulla capacità di tutelare gli interessi nazionali in quei settori ⁵⁰.

L'innovativo quadro normativo in materia di poteri speciali inaugurato dalla legge 474/1994 ha sollevato molti dubbi e perplessità sin dalla sua introduzione, soprattutto in sede comunitaria, in quanto ritenuto incompatibile con alcuni principi, primo fra tutti quello sulla libera circolazione dei capitali sancito dai Trattati europei ⁵¹. Ed è infatti, attraverso una serie di

⁴⁵ Art. 2 d.l. n. 332/1994.

⁴⁶ Art. 3 d.l. 332/1994.

⁴⁷ Art. 2 d.l. 332/1994.

⁴⁸ *Ibidem*.

⁴⁹ D'Alberti, *op. cit.*, 84.

⁵⁰ L. Fiorentino, *Verso un sistema integrato di sicurezza: dai poteri speciali al perimetro cibernetic*, in *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, a cura di Della Cananea-Fiorentino, cit., 43.

⁵¹ S. Ninatti, *Privatizzazioni: la Comunità europea e le golden share nazionali*, in *Quaderni costituzionali*, 20.3, 2000, 702.

pronunce della Corte di giustizia e una lunghissima procedura di infrazione iniziata nel 2009 e archiviata nel 2017 che piano piano l'impianto costruito dalla disciplina della *golden share* inizia a scricchiolare e a sgretolarsi.

Il *fil rouge* è rappresentato dalla necessità di preservare e custodire l'obiettivo ultimo della costituzione di un mercato unico europeo verso il quale l'impianto della *golden share* impattava con i suoi strumenti considerati incompatibili con la libertà di circolazione di capitali e con le libertà economiche su cui si fonda l'intero assetto economico europeo. La prima scure che ha ridimensionato la normativa italiana in materia di *golden share* e che ha chiamato in causa il legislatore italiano è rappresentata dalla pronuncia della Corte di giustizia del 23 maggio 2000, causa C-58/99, Commissione c. Italia⁵². Nel febbraio del 2003 la Commissione europea ha intentato una nuova procedura nei confronti dell'Italia in materia di *golden share*, ritenendo la disciplina, nonostante le modifiche, ancora in contrasto con i principi del Trattato CE. Per far fronte a questo scenario, il legislatore è intervenuto con una riforma contenuta nell'art. 4, commi 227-231 della legge 350 del 24 dicembre 2003⁵³, che ha limitato lo strumento della *golden share* ad alcuni settori individuati come vitali per l'interesse dello Stato. Nonostante gli sforzi di riforma da parte del legislatore italiano, la Commissione europea ha continuato a sollevare obiezioni e ha ritenuto che la disciplina in materia di *golden share* fosse ancora in contrasto con il diritto dell'Unione ed in particolare con la libertà di circolazione dei capitali⁵⁴ e con la libertà di stabilimento, previste rispettivamente dagli articoli

⁵² Ceg., sentenza 23 maggio 2000, *Causa C-58/99, Commissione delle Comunità europee contro Repubblica italiana. - Privatizzazione delle imprese pubbliche - Attribuzione di poteri speciali*, raccolta della giurisprudenza 2000, I-03811.

⁵³ Art. 4 l. 350/2003, *Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato*.

⁵⁴ A seguito del parere motivato della Commissione, l'Italia è stata nuovamente deferita dinanzi alla Corte di giustizia, la quale, con la sentenza del 26 marzo 2009, ha pronunciato una nuova condanna nei confronti dello Stato italiano, accogliendo integralmente le censure sollevate dalla Commissione. La Corte ha infatti ritenuto che i criteri di esercizio dei poteri speciali attribuiti alle autorità italiane non fossero proporzionati rispetto agli obiettivi perseguiti. In particolare, è stato giudicato incompatibile con la disciplina dei Trattati il potere di opposizione all'acquisto di partecipazioni o alla stipulazione di accordi tra azionisti rappresentativi di una quota pari al 5% dei diritti di voto, ovvero inferiore qualora idonea a consentire un'influenza sulla gestione effettiva della società. Tale previsione è stata qualificata come una restrizione ingiustificata alla libertà di circolazione dei capitali e alla libertà di stabilimento.

56 e 43 Trattato CE. Questo ha portato alla seconda procedura di infrazione, culminata nella sentenza C-326/07⁵⁵.

Proprio per impedire una nuova condanna⁵⁶, a seguito della procedura di infrazione avviata nel 2009, l'Italia ha preferito non emendare il quadro di regole preesistente di cui all'art. 2 del decreto-legge del 1994, bensì adottare un sistema completamente nuovo, una nuova normativa pienamente coerente con la giurisprudenza in materia di *golden shares*. Il passaggio dal *golden share* al *golden power* è avvenuto con il decreto-legge n. 21 del 15 marzo 2012, convertito in legge n. 56 del 11 maggio 2012, che ha conferito al Governo poteri speciali di intervento riguardanti imprese operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale⁵⁷, nonché inerenti agli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni⁵⁸.

Cosa cambia rispetto alla *golden share*? Il regime del *golden power* si basa sull'attribuzione al Governo di poteri speciali che, in presenza dei requisiti di legge, possono essere esercitati nei confronti di società che svolgono attività ritenute di rilevanza strategica, siano esse pubbliche o private. Qui viene in luce una prima differenza rispetto al regime precedente della *golden share*. Con la nuova normativa, i poteri speciali del governo si esercitano a prescindere da una partecipazione pubblica nelle società che operano in settori di rilevanza strategica. Il *golden power* prevede specifici obblighi di notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri, a seconda dei casi, a carico delle società che svolgono attività di rilevanza strategica o dell'acquirente di partecipazioni in tali società. La notifica può comportare l'esercizio, da parte del Governo, di poteri oppositivi, prescrittivi e, in ultima analisi, interdittivi. In particolare, i poteri

⁵⁵ Ceg., sentenza 26 marzo 2009, *Causa C-326/07, Commissione delle Comunità europee contro Repubblica italiana. Inadempimento di uno Stato - Artt. 43 CE e 56 CE - Statuti di imprese privatizzate - Criteri di esercizio di taluni poteri speciali detenuti dallo Stato*, raccolta della Giurisprudenza 2009, I-02291.

⁵⁶ Occorre rilevare che la Corte di giustizia ha censurato la normativa italiana preesistente, in quanto i criteri per l'esercizio dei poteri speciali erano formulati in modo generico e impreciso, conferendo loro un carattere discrezionale sproporzionato rispetto agli obiettivi perseguiti. Come rilevato in dottrina, si trattava dunque di uno strumento che attribuiva eccessiva discrezionalità sotto il profilo giuridico e sotto il profilo pratico rappresentava un disincentivo agli investimenti esteri. Sull'argomento vedi M. Clarich, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in *Foreign direct investment screening*, a cura di Napolitano, cit., 115.

⁵⁷ Art. 1 d.l. n. 21/2012.

⁵⁸ Art. 2 d.l. n. 21/2012.

speciali possono consistere (i) nell'imposizione di specifiche condizioni all'acquisto di partecipazioni; (ii) nel veto all'adozione di delibere, atti o operazioni; o (iii) opporsi all'acquisto di partecipazioni azionarie⁵⁹. Tali poteri incisivi sono compensati da precisi limiti e garanzie⁶⁰, tra cui l'individuazione di attività, beni e rapporti di rilevanza strategica all'interno di vari settori; l'interesse nazionale, che giustifica l'esercizio di poteri speciali, declinato diversamente a seconda dei diversi settori strategici rilevanti; la presenza di un sistema di controllo giurisdizionale basato su una procedura accelerata. La scelta dello strumento da introdurre deve avvenire nel rispetto del principio di proporzionalità. Pertanto, le prescrizioni dovrebbero, a parità di condizioni, essere preferite alle opposizioni e al veto, *extrema ratio* dell'intervento governativo. Rispetto alla disciplina precedente, i poteri speciali introdotti dal *golden power* non sono soltanto interdittivi ma anche prescrittivi attraverso previsioni di specifiche condizioni che incidono sulla struttura e sul funzionamento delle società.

Con l'introduzione del *golden power*, l'ambito di intervento del governo si è notevolmente esteso. Le attività nelle quali si esercita il *golden power* non sono più i generici servizi pubblici, gli altri servizi di cui alla precedente disciplina. Sono ampie ma meglio tipizzate. Come si è visto l'art. 1 fa riferimento ai settori della difesa e sicurezza nazionale per i quali è sufficiente la sussistenza di una minaccia effettiva di grave pregiudizio degli stessi per poter esercitare i poteri speciali. A questi si sono aggiunti nel 2019, con il d.l. n. 22/2019, i servizi a banda larga 5G che vengono qualificati come di rilevanza strategica per la difesa e sicurezza nazionale e pertanto sottoposti alle regole sulla notifica preventiva e a quelle sul potere di veto previsto in questi settori⁶¹. Un concetto, quello di sicurezza nazionale, che si conferma elastico, dinamico, in evoluzione e di difficile determinazione⁶² ma che non può limitarsi alla sola tutela dell'integrità territoriale dello Stato. È necessario, infatti, ricomprendere in esso

⁵⁹ Art. 1 d.l. n. 21/2012.

⁶⁰ B. Argiolas, *Il golden power tra Stato e mercato*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2022, 723.

⁶¹ Art. 1-bis d.l. n. 22/2019, *Disposizioni in materia di poteri speciali inerenti ai servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G. Misure urgenti per assicurare sicurezza, stabilità finanziaria e integrità dei mercati, nonché tutela della salute e della libertà di soggiorno dei cittadini italiani e di quelli del Regno Unito, in caso di recesso di quest'ultimo dall'Unione europea*.

⁶² M.R. Mauro, *The Evolving Concept of National Security and Foreign Investment Screening Procedures with Particular Reference to the Italian Regime in Weaponising Investments: Volume II*, Springer Nature Switzerland, 2023, 197 s.

l'ampio ventaglio di questioni ricollegate all'idea di sicurezza nazionale economica⁶³. L'art.2 del decreto del 2012 fa riferimento invece ai settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni, delle infrastrutture ad alta intensità tecnologica, tra le quali anche le infrastrutture finanziarie⁶⁴ di controllo di informazioni sensibili, per i quali l'esercizio dei poteri speciali si può giustificare solo se vi sia una situazione eccezionale di minaccia effettiva di grave pregiudizio.

Come funziona il procedimento di attuazione dei poteri speciali nel sistema italiano e quando scatta l'obbligo di notifica? Come si è visto, il novero dei poteri speciali esercitabili in caso di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale ma anche in materia di attivi strategici sono individuati dai primi due articoli del d.l 21/2012. Tra questi: imporre condizioni specifiche, imporre un veto su delibere o acquisizioni, opporsi a operazioni societarie.

Sono il d.P.R. 19 febbraio 2014, n. 35, il d.P.R. 25 marzo 2014, n. 85 e il d.P.R. 25 marzo 2014, n. 86 ad individuare le procedure per l'attivazione dei poteri speciali, rispettivamente, nei settori della difesa e della sicurezza nazionale e dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Al Presidente del Consiglio dei ministri è affidato il coordinamento per lo svolgimento delle attività propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali. A questo proposito, il d.P.C.M. n. 133 del 1 agosto 2022 che ha abrogato il precedente d.P.C.M. 6 agosto 2014 ha ridisegnato le modalità di coordinamento interministeriale, istituendo presso la Presidenza del Consiglio dei ministri un Gruppo di coordinamento interministeriale all'interno del quale siedono rappresentanti della Presidenza stessa e componenti designati dai Ministeri interessati⁶⁵. Lo stesso d.P.C.M. ha individuato il Dipartimento per il coordinamento amministrativo (DICA) quale ufficio responsabile delle attività di coordinamento, delle attività propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali e delle attività istruttorie⁶⁶.

⁶³ M. Matassa, *I golden powers italiani nel settore della difesa e sicurezza nazionale*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2024, 339.

⁶⁴ Sull'argomento è singolare rilevare come né la disciplina italiana né il Regolamento europeo precisino cosa si intenda per infrastruttura finanziaria. Si tratta di un aspetto che pone non pochi profili problematici che richiedono uno sforzo di coordinamento al fine di circoscriverne il perimetro. Vedi Annunziata, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in *Foreign direct investment screening*, cit., 109.

⁶⁵ Art. 3 d.P.C.M. n. 133/2022

⁶⁶ Art. 2 d.P.C.M. n. 133/2022

Andando, adesso, al nocciolo della questione, l'obbligo di notifica riguarda qualsiasi impresa che intenda acquisire partecipazioni, attuare fusioni o deliberare societarie che mutino l'assetto di una società operante nei settori strategici individuati dal menzionato decreto-legge. Il procedimento è piuttosto rigoroso e risulta scandito da tempistiche certe per non generare impasse di mercato. Nella fase della notifica, l'impresa deve trasmettere entro i termini previsti dalla normativa di settore, dall'operazione o dalla delibera, alla Presidenza del Consiglio dei ministri i dettagli dell'operazione, ovvero tutte quelle informazioni relative alla struttura della stessa, all'assetto proprietario, al settore di attività, le informazioni sull'acquirente, gli eventuali impatti su sicurezza e ordine pubblico. Ricevuta la notifica, si avvia la fase istruttoria coordinata dal Gruppo di coordinamento istituito presso il DICA, ovvero il Dipartimento per il coordinamento amministrativo della Presidenza del Consiglio dei Ministri. È durante questa fase che si valuta se l'operazione possa rappresentare una minaccia o un pregiudizio grave per gli interessi pubblici ⁶⁷. Una valutazione che tiene conto non solo della rilevanza strategica dell'operazione, ma anche della capacità economica, tecnica e organizzativa dell'acquirente, di eventuali legami con Paesi terzi. A questo proposito, vengono coinvolti i Ministeri competenti per materia, ma possono essere sentiti anche gli organismi di intelligence per la valutazione dei profili di sicurezza nazionale. Entro i primi 15 giorni dalla notifica, la società acquisita ha la facoltà di presentare memorie e documenti alla Presidenza del Consiglio. Il termine ordinario per la conclusione del procedimento è di quarantacinque giorni, sospensibili qualora siano necessarie integrazioni documentali ⁶⁸. Quali sono dunque i possibili esiti? Al termine dell'istruttoria, il Consiglio dei ministri può non esercitare i poteri speciali e dunque procedere con un'autorizzazione piena che consente all'operazione di proseguire senza modifiche; in alternativa, in caso di riserve, può deliberare un'autorizzazione con prescrizioni, imponendo condizioni e obblighi specifici; può imporre un veto, che comporta il blocco totale dell'investimento o l'annullamento della delibera societaria. Infine, opera il silenzio-assenso, ovvero se il termine scade senza una decisione l'operazione si intende autorizzata.

Sull'esempio del modello francese, l'Italia ha introdotto lo strumento della prenotifica, formalizzato dal d.P.C.M. n. 133 del 1 agosto 2022. Si tratta di

⁶⁷ Art. 4 d.P.C.M. n. 133/2022

⁶⁸ Art. 1 d.l. 21/2012

una modalità attraverso la quale l'operatore economico può chiedere informalmente alla Presidenza del Consiglio se l'operazione rientri nel perimetro *golden power*. In sostanza, consente ai soggetti interessati di sottoporre in via preliminare un'operazione all'attenzione della Presidenza del Consiglio prima che essa sia perfezionata o che sorga l'obbligo formale di notifica. Non è formalmente obbligatoria e non sostituisce la notifica formale ma è utile a ridurre il rischio di notifiche inutili o omissioni sanzionabili. La prenotifica risponde a un'esigenza pratica molto concreta: nelle operazioni che presentano una certa complessità, le parti hanno interesse a sapere in anticipo se il Governo intende esercitare i poteri speciali, per non trovarsi a dover gestire un veto o prescrizioni a operazione già conclusa o in fase avanzata di negoziazione. Attraverso questo strumento, le imprese possono presentare una bozza dell'operazione per ricevere un parere preliminare entro 30 giorni.

Il contenuto della prenotifica ricalca sostanzialmente quello della notifica ordinaria, ma può essere presentato in forma ancora parziale o condizionata. Deve comunque includere l'identità delle parti, la descrizione dell'operazione nella sua configurazione prevista, la struttura proprietaria dell'acquirente, con indicazione del beneficiario effettivo finale, il settore strategico coinvolto e la natura degli asset e gli eventuali impegni che le parti intendono assumersi spontaneamente per mitigare i rischi ⁶⁹. Ricevuta la prenotifica, la Presidenza del Consiglio avvia una valutazione informale che può articolarsi in interlocuzioni con le parti per chiarimenti e integrazioni, nel coinvolgimento dei Ministeri competenti e degli apparati di intelligence, come nel procedimento ordinario, o nell'eventuale richiesta di impegni aggiuntivi. Al termine, il Governo può esprimersi secondo tre possibili orientamenti: può comunicare che l'operazione non rientra nell'ambito di applicazione della normativa *golden power*, può ritenere che l'operazione vi rientri e che occorra procedere con la notifica formale, oppure può ritenere che l'operazione rientri nella normativa, ma che i presupposti per l'esercizio dei poteri speciali siano manifestamente insussistenti. In ogni caso, tale orientamento non ha valore di provvedimento definitivo, ma offre una ragionevole aspettativa alle parti. In alternativa, il Governo può segnalare criticità, indicando quali aspetti dell'operazione potrebbero portare all'esercizio dei poteri, aprendo così una fase negoziale in cui le parti possono riformulare l'operazione o offrire impegni. Infine, qualora il Governo non si

⁶⁹ Art. 7 d.P.C.M. n. 133/2022

pronunci entro i 30 giorni, il silenzio determina in capo all'impresa l'obbligo di procedere con la notifica formale, a differenza di quanto accade nel procedimento formale, dove il decorso del termine equivale a non opposizione ⁷⁰.

È opportuno ricordare che la prenotifica non esaurisce l'obbligo di notifica formale. Una volta che l'operazione si perfeziona o che sorgono i presupposti di legge, la notifica ordinaria va comunque presentata entro i termini previsti. L'orientamento espresso in sede di prenotifica non vincola il Governo, che nel procedimento formale resta libero di rivalutare la situazione, soprattutto se nel frattempo l'operazione ha subito modifiche o sono mutate le condizioni di contesto. In sostanza, la prenotifica è uno strumento di dialogo anticipato tra privati e pubblica amministrazione, che riduce l'incertezza ma non sostituisce il procedimento formale.

Appare chiaro come l'evoluzione e la nuova impostazione del *golden power* abbiano condotto ad un vero e proprio ripensamento strutturale della disciplina, affievolendo il legame con il diritto societario e rinsaldando quello con il diritto pubblico. Il decreto n. 21 del 2012 ha stabilito che la fonte dei poteri speciali è rappresentata esclusivamente dalla legge. Si esce dall'ambito privatistico e si entra nel campo del diritto pubblico. Riprendendo una espressione elaborata in dottrina da Aldo Sandulli: si è assistito «*all'apposizione di una sorta di pellicola pubblicitica, di strato pubblicistico attorno all'attività di impresa privatistica*» ⁷¹. I poteri non vanno previsti negli statuti societari, non sono poteri privatistici dell'azionista pubblico, ma sono poteri pubblicistici esterni alla *governance*.

Risulta allo stesso tempo importante ricordare che diversi fattori hanno contribuito ad apportare nel corso del tempo numerose modifiche alla normativa sul *golden power* ⁷². Da una parte i venti di crisi e le vicende politiche ed

⁷⁰ *ibidem*

⁷¹ A. Sandulli, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, n. 3, 2022, 749.

⁷² Se si analizza attentamente il contesto generato dalla pandemia da *Covid-19*, emerge con chiarezza un progressivo rafforzamento del potere di opposizione all'acquisizione di partecipazioni sociali. Nell'ambito del regime del *golden power*, tale potere è previsto in due distinte ipotesi. La prima concerne l'acquisto di partecipazioni in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale. In tali casi, l'acquirente è tenuto a notificare alla Presidenza del Consiglio dei ministri l'operazione, qualora superi determinate soglie, entro dieci giorni e, ove possibile, congiuntamente alla società le cui partecipazioni sono oggetto di acquisto. Qualora l'operazione comporti una minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale, può essere esercitato il potere di opposizione all'acquisto, laddove l'acquirente venga a detenere una partecipazione con diritto di voto idonea

economiche, dall'altro le congiunture emergenziali come la pandemia, in mezzo il processo di integrazione europea con i suoi tentativi di armonizzazione normativa. All'interno di questo contesto in mutamento, l'attuazione concreta del *golden power* in campi d'intervento prima di adesso non contemplati si è mossa con un andamento del tutto originale. Il *golden power* può essere definito come un potere a fisarmonica, capace di espandersi nei periodi in cui il contesto economico, sociale, politico lo richieda e astrattamente di tornare alla sua forma originaria al termine degli eventi che ne avevano richiesto una dilatazione. Astrattamente poiché, nella realtà dei fatti, le modifiche alla disciplina anche espressamente previste come temporanee hanno poi assunto un ruolo di definitività di fatto, una temporaneità *sine die* poi divenuta regola ⁷³. Questo scenario impone una profonda riflessione sulla necessità di bilanciamento da una parte dell'esigenza di attirare capitali stranieri e dall'altra di tutela dei settori strategici per l'economia nazionale.

Se da una parte il decreto del 2012 ha introdotto la nuova disciplina relativa ai poteri speciali del governo in materia di investimenti stranieri, dall'altra non si possono tralasciare le modifiche successivamente apportate al testo originario. Fra queste, di rilievo è certamente il decreto-legge 16 ot-

a compromettere tali interessi nel caso concreto. La seconda ipotesi riguarda l'acquisto di partecipazioni in società che detengono attivi individuati come strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, nonché beni e rapporti di rilevanza strategica nei settori indicati dall'art. 4, par. 1, del Regolamento (UE) 2019/452. Nella formulazione originaria della disciplina, gli obblighi di notifica, da adempiersi entro dieci giorni, riguardavano esclusivamente le acquisizioni idonee a determinare l'insediamento stabile dell'acquirente mediante l'assunzione del controllo societario, ai sensi dell'art. 2359 c.c. e del TUF, effettuate da soggetti extra-UE. Le riforme intervenute durante e dopo l'emergenza pandemica hanno tuttavia inciso in modo significativo sull'ambito applicativo della normativa, ampliandolo in maniera rilevante. Da un lato, per i soggetti non appartenenti all'Unione europea, l'obbligo di notifica è stato esteso anche agli acquisti di partecipazioni che comportino il superamento di determinate soglie. Dall'altro lato, in specifici settori, quali comunicazioni, energia, trasporti, salute, agroalimentare e finanziario, incluso quello creditizio e assicurativo, l'obbligo di notifica è stato introdotto anche per operazioni di acquisizione del controllo poste in essere da soggetti appartenenti all'Unione europea, compresi quelli residenti in Italia. In quest'ultima ipotesi, il potere di opposizione all'acquisto può essere esercitato esclusivamente in casi eccezionali, caratterizzati da un rischio per la tutela degli interessi essenziali dello Stato, connessi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti, alla continuità degli approvvigionamenti, ovvero alla sicurezza o all'ordine pubblico.

⁷³ D. Pittelli, *Golden Power e procedimento amministrativo: limiti, garanzie e zone grigie*, in *Federalismi* (16), 2024, 183.

tobre 2017, n. 148, recante “*Disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili*”, convertito in legge dalla legge 4 dicembre 2017, n. 172, che ha esteso l’ambito di applicazione dei poteri speciali ai settori ad alta intensità tecnologica tra cui: le infrastrutture critiche o sensibili, immagazzinamento e gestione dati, infrastrutture finanziarie; tecnologie critiche, compresa l’intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, le tecnologie con potenziali applicazioni a doppio uso, la sicurezza in rete, la tecnologia spaziale o nucleare; sicurezza dell’approvvigionamento di input critici; accesso a informazioni sensibili o capacità di controllare le informazioni sensibili⁷⁴. Altro sviluppo interessante è poi quello attribuibile al decreto-legge del 21 settembre 2019, n. 105, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge n. 133 del 2019, che ha ampliato la portata applicativa dei *golden powers* al fine di adeguare l’ordinamento italiano al nuovo Regolamento europeo del marzo del 2019 aprendo a settori come la cybersicurezza, il 5G, l’intelligenza artificiale, la gestione dei dati, infrastrutture critiche digitali⁷⁵. La novità principale risiede nell’istituzione di un perimetro di sicurezza nazionale cibernetica⁷⁶, una definizione molto ampia ed elastica, con l’obiettivo di garantire un livello elevato di protezione per reti, sistemi informativi e servizi informatici che sono fondamentali per il funzionamento dello Stato o per la fornitura di servizi essenziali. Introduce obblighi di notifica più stringenti a carico dell’impresa che stipula a qualsiasi titolo accordi con imprese extraeuropee in materia di 5G e sanzioni per chi non li rispetta.

⁷⁴ Art. 14 d.l. 148/2017 convertito con modificazioni dalla l. 4 dicembre 2017, n. 172.

⁷⁵ Le innovazioni introdotte dal decreto-legge n. 105 del 21 settembre 2019 incidono sui termini di esercizio dei poteri speciali, sull’individuazione dei settori rilevanti e sui criteri per la definizione dei fattori di potenziale rischio per la sicurezza nazionale. In particolare, a fronte del significativo incremento degli investimenti esteri nelle reti di telecomunicazione elettronica a banda larga basate sulla tecnologia 5G, che ha evidenziato l’esigenza di predisporre una strategia nazionale di sicurezza cibernetica efficace, il legislatore ha inserito nel testo originario del decreto l’art. 1-bis.

Tale disposizione chiarisce espressamente che «costituiscono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale i servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G», assoggettando così tali attività alla disciplina più rigorosa prevista dall’art. 1 del decreto. Al fine di garantire il coordinamento con la nuova normativa europea, è stato inoltre precisato che i poteri speciali di cui all’art. 2 del medesimo decreto sono estesi a tutti i settori indicati dall’art. 4, par. 1, del Regolamento (UE) n. 2019/452.

⁷⁶ Art. 1 d.l. 105/2019, *Disposizioni urgenti in materia di perimetro di sicurezza nazionale cibernetica (e di disciplina dei poteri speciali nei settori di rilevanza strategica)*.

Una recente rilevante modifica ai *golden powers* è intervenuta nell'ambito della legislazione adottata per fronteggiare l'emergenza sanitaria da Covid-19. Il cosiddetto "*Decreto Liquidità*", ossia il decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23, è stato uno dei primi provvedimenti del governo varato per contenere gli effetti economici della pandemia e, con riguardo alla disciplina sul controllo degli investimenti esteri diretti, al Capo III, ha espressamente introdotto «*disposizioni urgenti in materia di esercizio di poteri speciali nei settori di rilevanza strategica*». Il "*Decreto Liquidità*", attraverso un rafforzamento dei *golden powers*, ha voluto fornire all'intero sistema economico uno vero e proprio scudo protettivo⁷⁷, andando ad ampliare il perimetro di applicazione dei poteri speciali oltre quelle attività che tradizionalmente sono state considerate di rilevanza strategica come ad esempio il settore finanziario ivi compreso quello creditizio e assicurativo, il settore sanitario, la produzione, l'importazione e la distribuzione all'ingrosso di dispositivi medicali, medico-chirurgici e di protezione individuale⁷⁸. Si tratta di un rafforzamento significativo dei poteri speciali ma che viene giustificato dall'emergenza sanitaria ed economica del Covid-19 e che mira a proteggere le imprese strategiche italiane da acquisizioni speculative o predatorie⁷⁹. È su questo solco che si inserisce anche il cosiddetto «*decreto Ucraina*», ovvero il d.l. n. 21/2022 che da ultimo ha rafforzato la pervasività e il consolidamento dello strumento del *golden power*⁸⁰. Da una parte, ridefinisce i poteri speciali in materia di difesa e sicurezza nazionale, ampliando il potere di intervento del Governo su atti societari: non solo acquisti di partecipazioni, ma anche modifiche nella titolarità, nel controllo o nella disponibilità di asset strategici⁸¹. Dall'altro, introduce poteri speciali più stringenti in materia di investimenti e

⁷⁷ M. Perrino, *Golden Power, emergenza Covid-19 e spirito del tempo*, in *Giustizia Insieme*, 2023, 11.

⁷⁸ Art. 15 d.l. 8 aprile 2020, n. 23 convertito con modificazioni dalla l. 5 giugno 2020, n. 40 (in G.U. 06/06/2020, n. 143) *Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*.

⁷⁹ A. Pericu, *L'evoluzione dei poteri speciali nell'esperienza italiana e nella prospettiva europea*, in *Banca imp. soc.*, 43.3, 2024, 378.

⁸⁰ P. Piluso, *L'età (post-)globale, il nuovo "capitalismo politico" e la disciplina del golden power. Profili di dottrina dello Stato e di diritto costituzionale*, in *Federalismi*, 17, 2023, 242.

⁸¹ Art. 24 d.l. 21 marzo 2022, n. 21 *Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina*, convertito con modificazioni dalla L. 20 maggio 2022, n. 51 (in G.U. 20/05/2022, n. 117)

operazioni legate a reti a banda larga basate su tecnologia 5G e infrastrutture cloud, considerate di rilevanza strategica per la sicurezza nazionale ⁸².

A ben vedere, la logica del rafforzamento dei *golden powers*, in tempi di crisi sanitaria ed economica, risponde al medesimo obiettivo, ovvero quello della tutela delle aziende strategiche in un momento storico nel quale investitori terzi potrebbero facilmente acquisire partecipazioni di controllo impiegando livelli minimi di capitale ⁸³. Come è stato notato, nel corso dell'ultimo biennio stiamo assistendo ad una inarrestabile ascesa dei *golden powers*. Le cause sono molteplici, tutte esogene rispetto all'universo giuridico: in una prima fase, la trasformazione dei rapporti geopolitici, il prepotente ritorno della rilevanza di sfere di influenza internazionali, la crisi economico-finanziaria; nell'ultimo periodo, la crisi pandemica e le vicende belliche nell'est europeo, con le connesse politiche di riarmo. L'ambito di applicazione dell'esercizio dei poteri speciali è in continua espansione, sia dal punto di vista oggettivo (il d.l. Aiuti, ad esempio, estende i *golden powers* anche alla geotermia) sia da quello soggettivo (sono adesso dentro il suo perimetro applicativo i titolari di rapporti concessori; le imprese che attuano investimenti *greenfield*; i soggetti che, pur avendo nazionalità in un paese europeo, hanno però il cuore delle loro attività fuori dai confini europei; infine, quanto all'acquisto di partecipazioni di controllo, i soggetti intra-Ue, anche se residenti in Italia). ⁸⁴

L'incremento non è stato solo quantitativo ma anche qualitativo, come dimostra la giurisprudenza più recente. È aumentata la discrezionalità amministrativa nella scelta in ordine a quando, su cosa e come intervenire ⁸⁵.

Se da una parte il *golden power* è un tipico esercizio di potere-autoritativo, puntuale e concentrato; uno strumento di ritorno allo Stato, al nocciolo duro dello Stato, alla riesumazione dei confini dello Stato doganiere o, meglio, della capacità di pianificazione dello Stato stratega, è interessante come allo stesso tempo, il *golden power* possa essere anche considerato uno strumento di rilancio dell'integrazione europea. Sul punto, nonostante autorevole dottrina sia già

⁸² Art 28 d.l. 21 marzo 2022, n. 21 *Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina*, convertito con modificazioni dalla L. 20 maggio 2022, n. 51 (in G.U. 20/05/2022, n. 117)

⁸³ R. Chieppa, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *Federalismi*, 16, 2022, 28.

⁸⁴ Sandulli, *La febbre del golden power*, op. cit., 743.

⁸⁵ A. Paccione, *Il Golden power e il principio legalità*, in *Giorn. dir. amm.*, 5, 2022, 657.

concorde, è ancora prematuro poter esprimere un giudizio. Quel che appare certo è che il rafforzamento del *golden power* rappresenti un segnale forte di un rinnovato intervento dello Stato nell'economia e di come quest'ultimo si stia dotando di una pluralità di strumenti volti alla tutela di asset e di nodi strategici ⁸⁶.

4. – Come nell'ordinamento italiano, anche in quello francese lo Stato ha fatto ricorso a strumenti giuridici speciali per conservare un'influenza su imprese strategiche nel contesto delle grandi privatizzazioni. L'*action spécifique*, nel solco della *golden share* di matrice anglosassone, attribuiva allo Stato poteri speciali in settori considerati strategici come l'energia, le telecomunicazioni o la difesa. Nasce nel contesto delle grandi privatizzazioni, inaugurato negli anni Ottanta con l'emanazione della legge n. 86-793 del 2 luglio 1986 e completato nel 1993, quando l'obiettivo era conciliare due esigenze apparentemente contraddittorie: da un lato, l'apertura del capitale delle imprese pubbliche al mercato; dall'altro, la conservazione, da parte dello Stato, di un'influenza su imprese considerate sensibili per l'interesse nazionale. Proprio al fine di conservare il controllo su tali imprese, il Governo francese aveva introdotto alcuni peculiari strumenti giuridici, tra questi: la già menzionata *action spécifique* ed il meccanismo dei cosiddetti *noyaux durs*, questi ultimi volti a far sì che lo Stato mantenesse poteri di controllo all'interno delle società considerate di maggior rilevanza strategica ⁸⁷. A stabilire le modalità e le procedure per le operazioni di privatizzazione delle imprese pubbliche ma anche ciò che andava inteso come protezione dell'interesse nazionale fu la legge 86-912 del 6 agosto 1986. Il testo di legge, all'articolo 9 indicava che al momento della cessione dei titoli da parte dello Stato secondo le procedure del mercato finanziario, un decreto del ministro dell'economia poteva stabilire che nessuna persona fisica o giuridica potesse acquistare, in occasione di tale operazione, più del 5% dei titoli ceduti ⁸⁸. In sostanza, si trattava di una prescrizione che serviva a limitare la concentrazione azionaria durante la privatizzazione di un'impresa, impedendo che un singolo acquirente, società o individuo, ottenesse troppo potere o controllo sull'impresa privatizzata. L'art. 10, comma 2, della legge n. 86-912 del 6 ago-

⁸⁶ L. Fiorentino, *Verso un sistema integrato di sicurezza: dai poteri speciali al perimetro cibernetico*, in I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici, a cura di Della Cananea-Fiorentino, cit., 60.

⁸⁷ Dumez-Jeunemaitre-Santagata, *op. cit.*, 308.

⁸⁸ Art. 9 *Loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations*.

sto 1986, poi novellato dalla legge n. 93-923 del 19 luglio 1993, introduceva l'*action spécifique* che, come vedremo, sarà di gran lunga lo strumento di controllo statale più utilizzato. La disposizione vietava allo Stato di vendere a capitali stranieri più del 20% delle azioni privatizzabili e laddove l'interesse nazionale lo richiedesse, il Ministro dell'economia poteva trasformare le azioni ordinarie in azioni speciali e attribuire ad uno o più concorrenti partecipazioni superiori al 10%⁸⁹. Introduceva un vincolo temporaneo di inalienabilità ai nuovi azionisti per tutelare gli interessi pubblici durante la transizione al settore privato visto che tali partecipazioni non potevano essere rivendute per un periodo minimo di cinque anni tranne nel caso in cui il ministro, attraverso un decreto, trasformasse nuovamente queste azioni in azioni ordinarie. È su questa base giuridica che viene elaborata la strategia dei noccioli duri, *noyaux durs*. Si trattava di uno strumento caratterizzato da grande discrezionalità e per questo non esente da critiche volto a concedere al Ministero dell'economia e delle finanze di identificare, in caso di dismissione di partecipazioni pubbliche, acquirenti selezionati al di fuori del mercato, cui veniva però imposto un obbligo di c.d. intrasferibilità, strumentale ad evitare la parcellizzazione tra piccoli e medi azionisti del capitale sociale di determinate imprese strategiche con la conseguente perdita di competitività⁹⁰.

Attraverso lo strumento dei cosiddetti *noyaux durs*, il governo francese cercò di costruire un sistema di partecipazioni incrociate volto a proteggere le società privatizzate da scalate ostili. Sebbene non esista una disciplina organica e completa in materia, è il secondo comma dell'art. 4 della legge n. 86-912 del 6 agosto 1986 a conferire al Ministro dell'Economia la facoltà di cedere una quota, variabile a seconda delle operazioni, delle azioni delle imprese privatizzate⁹¹. Tali azioni venivano generalmente destinate a grandi gruppi industriali, bancari o assicurativi francesi, selezionati direttamente dal governo. I nuovi azionisti, una volta entrati a far parte del *noyau dur*, stipulavano con lo Stato un vero e proprio contratto di diritto privato. In base a tale accordo, essi si impegnavano a non rivendere i titoli per un periodo minimo di due anni e, qualora avessero inteso alienarli nei tre anni successivi, avrebbero dovuto ottenere

⁸⁹ Art. 10 *Loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations*.

⁹⁰ P. Balzarini, *Privatizzazione delle imprese pubbliche francesi: modalità e procedura d'attuazione*, in *Riv. soc.*, 1987, 944 s.

⁹¹ Art. 4 *Loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations*

l'autorizzazione del consiglio di amministrazione della società⁹². L'art. 4 non crea di per sé un nocciolo duro, ma fornisce la base giuridica per la sua costituzione. Definisce chi può diventare investitore di riferimento, consente allo Stato di scegliere investitori strategici ai quali assegnare una parte significativa delle azioni, invece di vendere tutto al mercato aperto e al contempo offre la possibilità al governo di mantenere un certo grado di influenza indiretta anche dopo la privatizzazione.

Si trattava, in sostanza, di un meccanismo di controllo pubblico occulto all'interno di una struttura formalmente privatizzata. Lo strumento è stato oggetto di critiche soprattutto per l'ampio potere attribuito al Ministro dell'economia, che avrebbe potuto favorire una concentrazione azionaria nelle mani di pochi soggetti graditi al governo, assicurando così un controllo politico sull'industria nazionale. Oltre a tale profilo di eccessiva politicizzazione, è stato anche evidenziato come la funzione di stabilizzazione dell'azionariato perseguita attraverso i *noyaux durs* avesse una durata limitata, circa cinque anni, al termine della quale le società risultavano nuovamente esposte al rischio di scalate ostili. A seguito delle numerose critiche riguardanti la scarsa trasparenza e l'efficacia del sistema, il governo socialista di Michel Rocard introdusse, con la legge n. 89-465, il cosiddetto fenomeno del *dénoyautage*⁹³. Tale intervento legislativo affermò il principio della libera trasferibilità delle azioni, eliminando il vincolo di inalienabilità temporanea imposto ai membri dei *noyaux durs*.

Con riferimento, invece, all'altro fondamentale strumento con cui si è portato avanti il processo di privatizzazioni in Francia, ovvero l'istituto dell'*action spécifique* anch'esso introdotto con la legge n. 86 – 912 del 6 agosto 1986, adoperato principalmente dal 1993 in poi, si può osservare come questo avesse dei grandi punti di contatto con la *golden share* di matrice anglosassone. L'*action spécifique* permetteva al Governo di esercitare poteri speciali all'interno delle società privatizzate, con il riconoscimento di specifici diritti in capo all'azionista pubblico⁹⁴. La normativa prevedeva che tale strumento fosse previsto, attraverso uno specifico decreto ministeriale, in relazione a determinate società, previo parere vincolante della *Commission des participations et des*

⁹² M. Manna, *I Golden Powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Rivista di diritto del risparmio*, 3, 2022, 11.

⁹³ *Rapport remis au Parlement et au Haut Conseil du secteur public en application de l'article 42 de la loi sur les nouvelles régulations économiques*, 2002, 15.

⁹⁴ Art.10 *Loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations*.

*transferts*⁹⁵ già nota come *Commission de la privatisation*, quando vi fosse la necessità di proteggere interessi nazionali potenzialmente lesi dal processo di privatizzazione⁹⁶.

Ma quali erano i poteri speciali conferiti al Governo francese? Si trattava innanzitutto di poteri di diversa natura, sia di carattere decisionale che autorizzativo o organizzativo⁹⁷. Tra questi vi erano: il potere di esprimere, tramite il Ministero dell'economia, il consenso preventivo, il cosiddetto *agrément préalable*, al superamento di determinati tetti al possesso azionario da parte di uno o più azionisti, ciò per evitare l'assunzione di partecipazioni di controllo da parte di investitori esteri indesiderati; il potere di nominare rappresentanti statali all'interno del c.d.a. della società, ai quali però veniva negata la capacità di esprimere un voto deliberativo; il potere attribuito al Ministero dell'economia di opporsi alle delibere di cessione di attivi da parte della società, qualora queste potessero ledere in qualche modo gli interessi nazionali; il potere di applicare sanzioni (quali il divieto di esercitare diritti di voto e l'obbligo di cedere i titoli entro tre mesi dal loro acquisto, pena la loro vendita coattiva) ai detentori di partecipazioni acquisite in maniera irregolare. Veniva inoltre prevista la possibilità di introdurre poteri di controllo relativamente ad una specifica società da privatizzare, a fronte di particolari esigenze dettate dal caso concerto⁹⁸.

L'evoluzione normativa dell'assetto varato nel 1986 conduce ad una importante riforma del settore nel 1993. Tuttavia, è importante rilevare come il nuovo testo non rivoluzioni del tutto l'impianto originario precedente, ma anzi contribuisca a renderlo più concreto, operativo, trasparente e più attento agli interessi strategici dello Stato. Da una parte, aggiunge controlli sulle partecipazioni straniere, dall'altra, impone regole più precise sulle cessioni insieme ad un preciso obbligo di rendicontazione al Parlamento. La novità dirompente è quella riguardante l'orizzonte temporale dell'*action spécifique* che assume una durata non più predeterminata ma indefinita.

⁹⁵ Art. 1 *Décret n°98-315 du 27 avril 1998 relatif à la dénomination de la commission mentionnée à l'article 3 de la loi du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations.*

⁹⁶ J. Fortuna, *L'espansione della disciplina e dei casi di applicazione dei golden powers nella dimensione europea e italiana tra crisi pandemica, eventi geopolitici e cybersecurity*, in *Rivista di diritti comparati*, 2025, 163.

⁹⁷ Art.10 *Loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations.*

⁹⁸ G. Scarchillo, *Dalla golden share al golden power. la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contr. e Imp./Europa*, 20.2, 2015, 634.

La disciplina originaria del 1986 indicava tra le caratteristiche dell'*action spécifique* una durata massima quinquennale. Con il nuovo impianto normativo del 1993 questo limite temporale veniva rimosso e superato, riservando la possibilità per il Ministro dell'economia di trasformare nuovamente, in qualsiasi momento, l'*action spécifique* in un'azione ordinaria. È infatti con l'eliminazione del carattere temporaneo e con l'introduzione di altre modifiche apportate dalla legge del 1993 allo strumento dell'*action spécifique*, che la Corte di giustizia dell'Unione europea viene chiamata ad esprimersi in relazione alla sua legittimità e alla necessità di una evoluzione di questo strumento.

Come nel caso italiano e di molti altri Stati europei, la Corte di giustizia si è pronunciata condannando la Francia per l'utilizzo dell'*action spécifique*, ritenuta incompatibile con il principio della libera circolazione dei capitali, sancito dagli articoli 63 e seguenti del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE).

Già nel 1999 arriva la prima diffida da parte della Commissione ma il punto di svolta è rappresentato dalla sentenza *Commissione c. Francia* del 4 giugno 2002 (causa C-483/99). La Francia fu condannata e costretta a modificare il proprio regime di *actions spécifiques*⁹⁹. La decisione ebbe effetti dirompenti, poiché sancì in modo chiaro il principio secondo cui gli Stati membri non possono utilizzare strumenti di controllo economico pubblico in modo discrezionale o arbitrario, neppure per proteggere settori strategici.

La pronuncia della Corte ha avuto come conseguenza più importante un vero e proprio cambio di paradigma del concetto stesso di *action spécifique* che da strumento di influenza politica e amministrativa si è evoluto in uno strumento giuridico eccezionale, circoscritto e temporaneo, in rigorosa ottemperanza del diritto dell'Unione. Questa trasformazione ha contribuito a rideterminare il ruolo dello Stato in un Paese a fortissima tradizione dirigista: da azionista padrone, a garante degli interessi strategici nazionali.

La sentenza di condanna da parte della Corte di Giustizia ha condotto il legislatore francese a intervenire sul tema operando su due piani distinti ma complementari: da una parte, la ridefinizione dell'*action spécifique* come stru-

⁹⁹ Ceg., sentenza 4 giugno 2002, *Causa C-483/99, Commissione delle Comunità europee contro Repubblica francese. - Inadempimento di uno Stato - Artt. 52 del Trattato CE (divenuto, in seguito a modifica, art. 43 CE) e 73 b) del Trattato CE (divenuto art. 56 CE) - Diritti connessi all'azione che conferisce poteri speciali (golden share) della Repubblica francese nella Société nationale Elf-Aquitaine*, raccolta della giurisprudenza 2002, I-04781.

mento di governance societaria proporzionato e compatibile con il diritto dell'UE, dall'altra, lo sviluppo e il rafforzamento di un sistema di controllo sugli investimenti esteri in Francia (noto anche con l'acronimo IEF, ovvero *Investissements Étrangers en France*), come meccanismo procedurale autonomo di filtro degli investimenti. Questi due piani, seppur distinti per natura e finalità, si sono progressivamente intrecciati, dando vita all'attuale architettura dualistica che caratterizza il sistema francese di protezione degli asset strategici.

Sul piano dell'*action spécifique*, il primo rilevante intervento di riforma è stato avviato nel 2014, con l'emanazione del *Décret* n. 2014-479 del 14 maggio 2014, meglio noto come "*decreto Alstom*", o "*décret Montebourg*", dal nome del ministro che ne ha promosso l'adozione¹⁰⁰ in occasione del tentativo di acquisizione della società francese *Alstom* da parte dell'americana *General Electric*. Il decreto ha parzialmente modificato la parte regolamentare del *Code monétaire et financier*, introducendo nuovi settori strategici e misure di controllo più stringenti sugli investimenti esteri, con particolare riguardo a quelli provenienti da Paesi extra-UE¹⁰¹.

Prima del *decreto Alstom*, l'autorizzazione ministeriale per gli investimenti stranieri in imprese francesi si applicava ai settori della sicurezza nazionale, della lotta al terrorismo, delle intercettazioni, della sicurezza informatica e della difesa. Le modifiche introdotte dal *decreto Alstom* estendono la disciplina a settori come quello dei servizi pubblici, alle attività che riguardino mezzi, prodotti o prestazioni di servizi ivi comprese le attività relative alla sicurezza e al buon funzionamento di impianti e dotazioni – essenziali per garantire gli interessi nazionali in materia di ordine pubblico, sicurezza pubblica o difesa nazionale. Andando sul particolare, gli interessi nazionali rilevanti elencati sono i seguenti: integrità, sicurezza e continuità dell'approvvigionamento di elettricità, gas, idrocarburi o altre fonti energetiche; integrità, sicurezza e continuità dell'approvvigionamento di risorse idriche nel rispetto delle norme adottate nell'interesse della salute pubblica; integrità, sicurezza e continuità dell'utilizzo delle reti e dei servizi di trasporto; integrità, sicurezza e continuità dell'utilizzo delle reti e dei servizi di comunicazione elettronica; integrità, sicurezza e continuità dell'utilizzo di

¹⁰⁰ A. Pericu, *Il Decreto Alstom: illustrazione della disciplina e prime valutazioni di compatibilità con il diritto comunitario*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2014, 290 s.

¹⁰¹ Art.1 *Décret n° 2014-479 du 14 mai 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable*.

uno stabilimento, un impianto o un'opera di importanza vitale così come identificati dal codice della difesa; protezione della salute pubblica ¹⁰².

Un altro importante passo nell'evoluzione normativa dell'*action spécifique* francese è rappresentato dalla *Loi* n. 2015-990 del 6 agosto 2015, meglio conosciuta come "*Loi Macron*". La disciplina prevede che, tramite decreto, si possa istituire una *action spécifique* e che i poteri che sorgono in capo al Governo sono regolati e previsti dai singoli decreti istitutivi ¹⁰³. Il quadro normativo attribuisce allo Stato una serie di diritti, da esercitarsi secondo il principio di proporzionalità, fra i quali risulta opportuno menzionare: il diritto di esprimere il gradimento per il superamento di determinate soglie di partecipazione al capitale e ai diritti di voto; il diritto di porre il veto alla cessione o alla concessione di attivi strategici a titolo di garanzia; il diritto di nominare un componente del consiglio di amministrazione, senza tuttavia diritto di voto. Tutti i diritti derivanti devono essere necessari, adeguati e proporzionati all'obiettivo da conseguire, cosicché l'intervento pubblico non sia troppo limitante degli investimenti in misura tale da determinare l'incompatibilità con le norme dell'ordinamento europeo. L'articolo 180 della *Loi Macron* ha arricchito la disciplina laddove specifica che «*toute opération de cession par l'État au secteur privé conduisant à transférer la majorité du capital d'une société s'accompagne des garanties nécessaires à la préservation des intérêts essentiels de la Nation dans les domaines concernés*» ¹⁰⁴. La *Loi Macron* ha quindi rafforzato il potere dello Stato di intervenire in operazioni di cessione che riguardano imprese con partecipazione pubblica, prevedendo una più esplicita tutela mediante strumenti quali l'*action spécifique* che resta però soggetto ai limiti di proporzionalità e necessità.

La più recente *Loi Pacte* ¹⁰⁵ ha chiarito la natura delle cessioni di attività strategiche soggette a controllo, definite come il trasferimento, il conferimento o la trasmissione, in qualsiasi forma, anche tramite scioglimento o fusione, di attività o tipologie di attività della società o delle sue controllate ¹⁰⁶. In questo

¹⁰² Art. 153-2, *Code monétaire et financier*.

¹⁰³ Art. 190 *Loi n°2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques*.

¹⁰⁴ Art. 180 *Loi n°2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques*.

¹⁰⁵ *Loi n. 2019-486 du 22 Mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises*.

¹⁰⁶ Art. 154 *Loi n. 2019-486 du 22 Mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises*.

modo, lo Stato può impedire operazioni che, pur non implicando una vendita diretta di partecipazioni, potrebbero compromettere il controllo o la sicurezza di infrastrutture o tecnologie sensibili. È un passo in avanti, come già visto con la disciplina italiana, relativo alla tutela di nuovi interessi strategici in ottica allargata. La riforma del 2019 ha cercato, al contempo, di conciliare la tutela dell'interesse nazionale con le esigenze di certezza giuridica e di apertura del mercato, riducendo i rischi di incompatibilità con il diritto dell'Unione europea.

Sul piano del controllo IEF, il sistema francese ha sviluppato un meccanismo procedurale che costituisce, sul piano funzionale, il principale omologo del *golden power* italiano. Il controllo IEF, disciplinato dagli artt. L. 151-3 e R. 151-1 e seguenti del *Code monétaire et financier*, ha origine nella legge n. 66-1008 del 28 dicembre 1966 relativa alle relazioni finanziarie con l'estero¹⁰⁷, che nella sua formulazione originaria aveva come obiettivo la protezione della sola industria della difesa¹⁰⁸. Nel corso dei decenni, il suo perimetro settoriale è stato progressivamente ampliato fino a coprire oggi un'ampia gamma di settori tecnologici, energetici e infrastrutturali. A differenza dell'*action spécifique*, il controllo IEF si attiva episodicamente in corrispondenza di operazioni specifiche di investimento e si esaurisce con l'adozione del provvedimento finale. Sono soggetti al regime le persone fisiche di nazionalità straniera, le persone fisiche francesi non residenti fiscalmente in Francia, le entità di diritto straniero e le entità francesi controllate da soggetti di diritto straniero. Proprio quest'ultima, è una nuova categoria nota come *foreign controlled French investor* (FCFI)¹⁰⁹.

Concentrandosi sull'aspetto procedimentale, il controllo IEF si articola in fasi distinte, scandite da termini precisi. Prima della notifica formale è frequente imbattersi in una fase di prenotifica informale dinanzi alla *Direction Générale du Trésor*¹¹⁰, volta a verificare l'assoggettabilità dell'operazione al regime speciale, a delimitare il perimetro oggettivo del controllo e a concordare il contenuto del fascicolo istruttorio, ovvero la struttura dell'operazione, gli asset coinvolti, l'assetto della governance post-operazione, gli eventuali investitori indiretti e la catena di controllo. Non si tratta di una fase meramente esplorati-

¹⁰⁷ *Loi n° 66-1008 du 28 décembre 1966 relative aux relations financières avec l'étranger*

¹⁰⁸ T. Perroud, *The screening of foreign direct investment in France*, in *Foreign Direct Investments Screening: Il controllo sugli investimenti esteri Diretti*, a cura di G. Napolitano, Bologna, il Mulino, 2019, 71.

¹⁰⁹ *Ivi*, 73.

¹¹⁰ Art. R. 151-4, *Code monétaire et financier*.

va. Infatti, qualora il Ministro non si opponga entro dieci giorni lavorativi dalla prenotifica, nasce implicitamente in capo all'investitore una dispensa dall'obbligo di autorizzazione preventiva.

Il procedimento si attiva formalmente con l'insorgenza di un obbligo di notifica preventiva in capo al soggetto che realizza l'operazione rilevante¹¹¹, tipicamente l'investitore in caso di acquisizione di partecipazioni o di presa di controllo, ovvero la società in caso di cessione di attivi strategici, fusione, scissione o trasferimento di attività sensibili. La notifica formale, presentata al Ministro dell'Economia, deve contenere un dossier completo comprensivo di informazioni societarie, finanziarie e industriali, nonché degli elementi idonei a valutare l'impatto dell'operazione sulla continuità delle attività strategiche¹¹².

Dal momento della ricezione della notifica completa, il procedimento si articola in due fasi distinte. La prima fase ha una durata massima di trenta giorni lavorativi¹¹³, entro i quali il Ministro dell'Economia decide se autorizzare l'operazione senza ulteriori approfondimenti ovvero se sottoporre il fascicolo a un esame più approfondito. Qualora il Ministro non si pronunci entro tale termine, il silenzio produce un effetto di autorizzazione implicita. La seconda fase, quella dell'istruttoria approfondita, può protrarsi per ulteriori quarantacinque giorni lavorativi. L'istruttoria è coordinata dal Ministero dell'Economia per il tramite della *Direction Générale du Trésor*, che può richiedere integrazioni documentali e sospendere i termini procedurali in caso di incompletezza del fascicolo. L'istruttoria presenta carattere interministeriale: il Ministero dell'Economia acquisisce, ove necessario, il parere tecnico delle amministrazioni competenti per materia, difesa, interno, industria, transizione energetica, nonché degli organismi di sicurezza e di intelligence, al fine di valutare il rischio per gli interessi essenziali dello Stato. Tale valutazione è sostanziale ed è incentrata sull'idoneità dell'operazione a compromettere la sicurezza delle forniture, la protezione di tecnologie sensibili, la riservatezza di informazioni classificate, la continuità di servizi strategici e il legame dell'acquirente con governi o entità straniere. All'esito dell'istruttoria, il Ministro dell'Economia adotta un provvedimento espresso che può assumere tre forme: un'autorizzazione incondizionata; un'autorizzazione subordinata a impegni vincolanti, quali obblighi

¹¹¹ Art. L. 151-3, *Code monétaire et financier*.

¹¹² Art. R. 151-5, *Code monétaire et financier*.

¹¹³ Art. R. 151-6, *Code monétaire et financier*.

di mantenimento di determinate attività sul territorio nazionale, restrizioni alla circolazione di informazioni sensibili, clausole di governance o divieti di cessione di specifici asset¹¹⁴; un'opposizione motivata, qualora l'operazione risulti incompatibile con la tutela degli interessi nazionali¹¹⁵. Le condizioni imposte assumono natura cogente e la loro violazione può determinare l'attivazione di poteri sanzionatori e ripristinatori. In caso di mancata notifica, di realizzazione dell'operazione in pendenza di decisione o di inosservanza delle prescrizioni, il Ministro può adottare misure quali l'ingiunzione a ripristinare la situazione precedente, la sospensione o l'annullamento dei diritti di voto connessi alle partecipazioni acquisite, nonché l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie. Nella prassi recente, l'*action spécifique* è stata utilizzata congiuntamente al controllo IEF: il Governo ha talvolta condizionato l'autorizzazione di un'operazione all'introduzione di un'*action spécifique* nello statuto della società target, trasformando così lo strumento di controllo episodico in un presidio permanente di governance.

5. — Seppur nell'ambito di un obiettivo comune ovvero quello di protezione degli asset strategici da acquisizioni potenzialmente lesive della sicurezza nazionale, il confronto tra il *golden power* italiano e il sistema francese fondato sull'*action spécifique* e sul controllo degli investimenti esteri (IEF, *Investissements Étrangers en France*) evidenzia significativi punti di convergenza, ma anche profonde differenze strutturali, procedurali e funzionali.

La prima e più rilevante divergenza riguarda l'architettura complessiva dei due sistemi. Il modello italiano si configura come un sistema armonico e organico dove il *golden power* costituisce uno strumento unitario, attivabile caso per caso nei confronti di qualsiasi società operante nei settori strategici, indipendentemente dalla presenza dello Stato nel capitale. Il modello francese, al contrario, presenta una struttura dualistica, articolata su due strumenti distinti ma complementari. Da un lato, l'*action spécifique* che opera all'interno della struttura societaria come presidio permanente di governance, dall'altro il regime IEF, meccanismo di *screening* applicabile agli investimenti esteri su base episodica.

Sempre sul versante strutturale, è opportuno affermare come il *golden power* italiano si basi su un sistema fortemente formalizzato e procedimentalizza-

¹¹⁴ Art. R. 151-8, *Code monétaire et financier*.

¹¹⁵ Art. R. 151-10, *Code monétaire et financier*.

to, in cui la Presidenza del Consiglio dei ministri coordina le valutazioni, raccoglie i pareri dei ministeri competenti in fase di istruttoria e decide sull'esercizio del potere¹¹⁶. Si tratta di un impianto unitario, organico e strettamente normato, con una lista dettagliata di settori e operazioni soggette a notifica. Sull'altro versante, invece, il modello francese risulta più centralizzato e accentrato in capo al Ministero dell'economia che decide direttamente sulle autorizzazioni, imponendo condizioni o vietando l'operazione in questione. Va tuttavia precisato che anche la Francia individua i settori soggetti a controllo attraverso elenchi normativi regolamentari dettagliati, sebbene con una procedura di modifica più agile rispetto alla fonte legislativa italiana, che garantisce al sistema francese una maggiore flessibilità di adattamento.

Sul piano soggettivo, entrambi i sistemi distinguono tra investitori europei ed extraeuropei, ma con logiche differenti. In Italia, il *golden power* si applica in linea di principio a tutti gli investitori, indipendentemente dalla nazionalità con soglie e obblighi differenziati a seconda che l'acquirente sia o meno residente nell'Unione europea. In Francia, il regime IEF si applica formalmente a tutti gli investitori esteri, includendo anche le società francesi controllate da soggetti stranieri (la categoria dei cosiddetti *foreign controlled French investors*), una soluzione che consente di prevenire fenomeni elusivi legati all'utilizzo di veicoli societari domestici.

Da una rapida comparazione si può evincere come l'ambito di applicazione sia piuttosto simile. Entrambi coprono settori strategici da investimenti esteri potenzialmente rischiosi per la sicurezza nazionale o l'ordine pubblico. Va rilevato, tuttavia che il meccanismo francese ha storicamente un perimetro ampio e flessibile, ampliato più volte con grande tempestività. Anche l'ordinamento italiano ha ampliato progressivamente l'ambito applicativo del *golden power*, estendendolo a nuovi settori ma sempre tramite elenchi normativi dettagliati e sempre attraverso un percorso più formale.

Per quanto riguarda, invece, la tipologia dell'intervento introdotto da ciascun meccanismo, in Francia si segnala una maggiore propensione a imporre condizioni operative agli investitori stranieri. Il potere governativo è percepito come più incisivo e discrezionale, incentrato su una pura autorizzazione preventiva dell'operazione. In Italia, il ricorso a questo strumento avviene caso per

¹¹⁶ R. Garofoli, *Golden power: mercato e protezione degli interessi nazionali*, in *Federalismi*, 31, 2022, 7.

caso, con poteri di veto o prescrizioni che si muovono nel perimetro di limiti procedurali più formalizzati. Anche in Italia il ricorso al *golden power* è diventato più frequente negli ultimi anni, avvicinandosi al modello francese, ma con un approccio meno discrezionale e più procedurale.

Uno sguardo d'insieme sulla disciplina mette immediatamente in luce come il *golden power* italiano si caratterizzi per una maggiore chiarezza normativa e prevedibilità grazie ad un quadro esaustivo fatto di leggi specifiche e settori ben definiti. Propone un approccio strutturato e coordinato attraverso l'attività della Presidenza del Consiglio, che garantisce una visione strategica unitaria. Si caratterizza dunque per una trasparenza procedurale che offre agli operatori uno scenario di investimento più prevedibile. Sul versante francese, il meccanismo di controllo degli investimenti esteri si caratterizza, invece, per un potere molto incisivo in cui come abbiamo visto l'*agrément préalable* ovvero l'autorizzazione preventiva è determinante in maniera tale da condurre alla nullità in caso di operazione non autorizzata. Propone un sistema di *screening* ben strutturato, con un coinvolgimento semplificato degli attori attraverso una piattaforma digitale e si muove verso una maggiore flessibilità nella definizione dei settori strategici che il governo può modificare in funzione delle priorità nazionali. Se da una parte tiene conto di una maggiore discrezionalità amministrativa, con conseguente minore prevedibilità per gli operatori, dall'altra si caratterizza per una maggiore rapidità di intervento.

Una differenza spesso enfatizzata tra i due meccanismi riguarda la possibilità di intervento ex post. In Italia, il *golden power* può essere attivato d'ufficio anche laddove si scopra che un investitore non abbia notificato un'operazione rilevante: il mancato rispetto dell'obbligo di notifica comporta, nei casi più gravi, la nullità degli atti posti in essere, oltre a sanzioni pecuniarie che possono raggiungere il doppio del valore dell'operazione¹¹⁷.

Anche il sistema francese, tuttavia, non è privo di strumenti ripristinatori ex post: in caso di operazione realizzata senza autorizzazione preventiva o in violazione delle prescrizioni imposte, il Ministro dell'Economia può adottare misure quali l'ingiunzione a ripristinare a proprie spese la situazione anteriore, la sospensione o l'annullamento dei diritti di voto connessi alle partecipazioni acquisite e l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie. La differenza

¹¹⁷ L. Vasques, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 22.1, 2020, 123.

tra i due sistemi non risiede quindi nell'esistenza o meno di poteri ex post, bensì nel fatto che il sistema italiano ha espressamente codificato l'attivazione d'ufficio del procedimento anche in assenza di notifica, mentre quello francese concentra la propria forza sanzionatoria principalmente nella fase preventiva.

Un ulteriore elemento distintivo concerne lo strumento della prenotifica. In Italia, esso costituisce uno strumento informale e non vincolante mentre in Francia, consente di ottenere una valutazione formale e vincolante sull'assoggettabilità dell'operazione al regime IEF, offrendo agli investitori un livello più elevato di prevedibilità.

Un elemento che si potrebbe contestare al *golden power* italiano, anche alla luce del proliferare del numero di notifiche¹¹⁸, è la conseguente lentezza e complessità burocratica che ne deriva e che potrebbe condurre ad un rischio di sovraccarico amministrativo se il numero di operazioni dovesse continuare a crescere con questi ritmi¹¹⁹. La necessità è quella di una semplificazione e sburocratizzazione di questo strumento, così come previsto dalla nuova bozza di Regolamento UE. Tra le criticità del modello francese, si segnala, invece, una selettività molto forte che può scoraggiare investitori esteri laddove percepita come un eccesso di controllo oltre al già richiamato elevato rischio di discrezionalità nelle decisioni, data la forte centralizzazione, che può condurre a scenari incerti. In sintesi, la Francia si caratterizza per un sistema più centralizzato, rapido e interventista con tempi precisi articolato in due fasi, mentre l'Italia adotta un modello più regolato e procedurale. Negli ultimi anni, tuttavia, la crescente sensibilità sulla sicurezza economica e tecnologica ha contribuito a un progressivo avvicinamento dei due ordinamenti, con un ruolo crescente dei poteri speciali in entrambi i Paesi. In definitiva, si può affermare che pur condividendo obiettivi simili che convergono sulla protezione di settori strategici e strumenti simili, Italia e Francia adottano modelli diversi: l'Italia con un'impostazione più procedurale, la Francia con un controllo più forte e un'azione preventiva decisa. Negli ultimi anni, entrambi i Paesi hanno rafforzato i loro meccanismi in risposta alle crescenti preoccupazioni geopolitiche ed economiche, ma lo fanno con equilibri diversi: l'Italia cerca di bilanciare le esigenze di pro-

¹¹⁸ G. Serafin, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2.2, 2021, 1054.

¹¹⁹ F. Prenestini, *Golden power e meccanismi societari di difesa dall'acquisto del controllo*, in *Federalismi*, 33, 2022, 72.

tezione e attrattività, la Francia tende a dare priorità alla protezione strategica.

Come si è osservato, il ricorso a poteri speciali in materia di investimenti stranieri solleva diversi interrogativi circa la compatibilità con la cornice normativa europea, in particolare con le regole riguardanti il libero mercato e la libertà di stabilimento. Entrambi i sistemi devono infatti essere bilanciati con le norme europee sulla concorrenza e sull'integrazione economica, evitando di ostacolare gli investimenti esteri che possano essere vantaggiosi. Uno sviluppo futuro della disciplina dei poteri speciali in entrambi i Paesi dovrà tenere conto del delicato equilibrio tra la protezione della sovranità economica e la partecipazione al mercato globale.

Accanto alle analogie già elencate, ce ne sono poi delle altre che riguardano le contingenze che hanno condotto alle modifiche dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri in entrambi i Paesi. Il primo riguarda la dinamica capacità di adattamento alle crisi internazionali che ha condotto sia l'Italia che la Francia ad un ampliamento dei poteri ¹²⁰. Una prima modifica su settori, soglie e tipologie di investimenti soggetti a controllo è intervenuta all'indomani della crisi finanziaria del 2008, poi ancora durante la pandemia da COVID-19 ed infine come abbiamo visto con l'emergere di criticità geopolitiche come, ad esempio, la guerra in Ucraina e le conseguenti tensioni globali sulle catene di approvvigionamento. Il secondo aspetto riguarda, invece, il percorso di allineamento con il quadro europeo ed in particolare con il Regolamento UE 2019/452. Italia e Francia sono tra i Paesi che hanno maggiormente integrato uno scambio di informazioni tra Stati membri, cooperazione con la Commissione, criteri comuni per valutare i rischi degli investimenti esteri.

È stato più volte sottolineato come la convergenza funzionale di questi due strumenti, ovvero quello di proteggere asset strategici da acquisizioni potenzialmente lesive, non si traduce tuttavia in una piena omogeneità degli stessi. Anzi, l'analisi comparata mostra due modelli di intervento pubblico diversi: uno, quello italiano, più formalizzato e procedurale e l'altro, quello francese, più discrezionale e amministrativo. Il quadro normativo italiano, a partire dal d.l. n. 21/2012 e le sue successive estensioni, tipizza in modo molto puntuale settori rilevanti, operazioni soggette a notifica, poteri esercitabili dal Governo,

¹²⁰ S. Pugliese, *Toward a Multilevel System of Investment Control Oriented to Crisis Management: Italian Golden Power in the Framework of the EU FDI Screening Mechanism*, in *National Security and Investment Controls*, Springer Nature Switzerland, 2024, 231 s.

tempistiche del procedimento. Questa tipizzazione normativa svolge una duplice funzione: da una parte opera da argine all'esecutivo, contenendo la discrezionalità della sua azione. La Presidenza del Consiglio dei ministri, pur titolare di poteri incisivi, opera entro un perimetro predefinito dal legislatore, che riduce il rischio di arbitrarietà. Dall'altro, la formalizzazione procedurale consente agli operatori economici stranieri di prevedere se, e in che misura, un'operazione sarà soggetta a controllo. Si potrebbe dire quasi un approccio garantista. Al contrario il modello francese individua un perimetro settoriale ma non mira a tipizzare in modo esaustivo le fattispecie. Lascia invece un considerevole margine di discrezionalità e apprezzamento al *Ministre de l'Économie* che mantiene ampi poteri di valutazione. Questa centralizzazione accentua il ruolo politico dell'intervento statale.

In conclusione, il sistema italiano e quello francese seppur condividendo una convergenza sulle finalità di questo strumento di intervento, ovvero la tutela della sovranità economica e la difesa della sicurezza nazionale e collocandosi entrambi entro il perimetro europeo del Regolamento (UE) 2019/452 sul FDI screening, divergono, come abbiamo visto, sul piano metodologico e strutturale.

6. – Le similitudini storiche, giuridiche e la comune pressione riformatrice da parte della Commissione europea hanno messo in evidenza come la Francia rappresenti il Paese europeo più affine per comparare la disciplina italiana dei poteri speciali in materia di controllo degli investimenti stranieri. Come abbiamo visto nel corso della trattazione, Francia e Italia sono accomunate da regimi di controllo molto simili per finalità, da sfide comuni di bilanciamento tra apertura e sovranità, da una evoluzione normativa parallela e coordinata nel quadro dell'Unione europea e da un percorso di riforma che ha seguito un analogo andamento temporale. Nonostante i punti di contatto, il confronto tra la disciplina italiana dei poteri speciali del governo in materia di investimenti esteri con quella francese consente di comprendere come questi siano stati implementati in contesti giuridici diversi, come vengono tutelati gli interessi strategici nazionali nei due Paesi e allo stesso tempo quali differenze normative, procedurali e di *policy* continuano ad incidere concretamente sulle decisioni di investimento o sulle scelte relative a politiche pubbliche.

Il punto di partenza è il processo di privatizzazioni e liberalizzazioni degli anni Novanta, contesto nel quale il ricorso alla *golden share* in Italia e quello ai

noyaux durs o all'*action spécifique* in Francia nascevano per consentire allo Stato di mantenere un controllo su imprese operanti in settori strategici tramite poteri speciali sproporzionati rispetto alla partecipazione azionaria. Come è stato precedentemente illustrato, sin dal loro esordio, entrambe le discipline hanno sollevato forti criticità a livello europeo, poiché ritenute incompatibili con i principi della libera circolazione dei capitali e della libertà di stabilimento. Le pronunce della Corte di Giustizia e le procedure di infrazione avviate dalla Commissione europea hanno progressivamente eroso l'impianto normativo della *golden share* in Italia, censurandone la genericità dei presupposti, la sproporzionalità dei poteri e l'eccessiva discrezionalità amministrativa e questo ha condotto, nonostante vari tentativi di riforma, all'introduzione del *golden power*, un sistema radicalmente diverso che nel tempo ha ampliato la sua portata applicativa includendo nuovi settori, fondato su poteri pubblicistici attribuiti direttamente al Governo, esercitabili anche nei confronti di società private e indipendentemente dalla presenza di una partecipazione pubblica. Uno strumento centrale di tutela degli interessi strategici nazionali che si caratterizza come un potere a fisarmonica ma che al contempo solleva interrogativi sul bilanciamento tra protezione dell'economia nazionale e apertura agli investimenti esteri. In Francia, analogamente, l'eccessiva politicizzazione di questo strumento insieme alla ampia discrezionalità ministeriale portarono progressivamente al superamento dei *noyaux durs*, ad una riforma del meccanismo dell'*action spécifique* e ad una migliore definizione del sistema di controllo degli IEF. Come avvenuto in altri ordinamenti europei, la disciplina francese fu censurata dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea che ne dichiarò l'incompatibilità con il principio della libera circolazione dei capitali. La Corte rilevò l'eccessiva discrezionalità dei poteri statali e l'assenza di criteri oggettivi, trasparenti e proporzionati, sottolineando che la generica invocazione dell'interesse nazionale non è sufficiente a giustificare restrizioni agli investimenti. A seguito della condanna, la Francia ha progressivamente riformato sia il regime dell'*action spécifique* che il sistema di controllo IEF su due piani distinti ma complementari per uniformarsi al diritto dell'Unione. Dal decreto *Alstom* del 2014, che ha ampliato i settori di intervento passando per la *Loi Macron* del 2015 che invece ha rafforzato e tipizzato i poteri statali, subordinandoli espressamente ai principi di necessità e proporzionalità e fino alla *Loi Pacte* del 2019, che ha trasformato l'*action spécifique* da strumento eccezionale legato alle pri-

vatizzazioni a meccanismo flessibile e permanente di tutela delle imprese strategiche, l'esperienza francese mostra un'evoluzione da un modello di controllo pubblico fortemente discrezionale a un sistema più circoscritto, trasparente e proporzionato, in cui lo Stato non agisce più come azionista dominante, ma come garante degli interessi strategici nazionali nel rispetto delle libertà fondamentali dell'Unione europea. Come è stato illustrato nel corso della trattazione, il tema del *golden power* non può non tenere conto del processo di integrazione europea e dei principi affermati dalla Corte di giustizia dell'UE. In questo scenario, un punto di svolta è stato rappresentato dal Regolamento (UE) 2019/452, con cui l'Unione ha introdotto un quadro comune per il controllo degli investimenti esteri diretti, senza imporre un modello uniforme ma istituzionalizzando meccanismi di cooperazione tra gli Stati membri e la Commissione. Le crisi recenti come la pandemia, la guerra in Ucraina e la crescente competizione tecnologica hanno rafforzato il ruolo del *golden power*, trasformandolo da eccezione alla liberalizzazione a strumento di resilienza che si adatta ai tempi. In questa direzione si colloca anche la proposta di revisione del Regolamento IDE, avanzata dalla Commissione nel 2024 e modificata dal Parlamento nel 2025, che mira a rendere obbligatori i meccanismi di *screening* per tutti gli Stati membri, ad ampliare la nozione di investimento estero, includendo quelli tramite società controllate e a rafforzare l'armonizzazione sui settori sensibili. Sempre sul piano europeo, accanto a questa disciplina, si colloca il Regolamento (UE) 2022/2560 sulle sovvenzioni estere distorsive del mercato (FSR), che colma una lacuna storica consentendo all'UE di controllare e, se necessario, bloccare acquisizioni e operazioni finanziate da sussidi di Paesi terzi. L'interazione tra *screening* degli investimenti esteri e controllo delle sovvenzioni estere crea, come è stato sottolineato, un intreccio procedurale complesso, con il rischio di sovrapposizioni, duplicazioni di valutazioni e incertezza giuridica per le imprese che richiede come principale esigenza quella di un maggiore coordinamento tra i diversi procedimenti, insieme ad ulteriori sforzi di armonizzazione e chiarezza.

In conclusione, il confronto tra il modello italiano e quello francese ha evidenziato una comune finalità di tutela degli asset strategici e della sicurezza nazionale, ma anche profonde differenze strutturali, procedurali, di metodo e nel grado di intervento statale. Da una parte il *golden power* italiano che si presenta come un sistema fortemente formalizzato e procedimentalizzato, coordinato

dalla Presidenza del Consiglio dei ministri, con settori, operazioni e poteri chiaramente tipizzati dalla legge, a garanzia di trasparenza, prevedibilità e contenimento della discrezionalità amministrativa; dall'altra quello francese, centralizzato e discrezionale, concentrato nel Ministero dell'Economia, che esercita un controllo preventivo attraverso autorizzazioni, condizioni o divieti, con maggiore rapidità ma minore prevedibilità per gli operatori. Entrambi i sistemi coprono ambiti strategici simili e si sono progressivamente ampliati in risposta a crisi economiche, sanitarie e geopolitiche. Sul versante dei poteri *ex post*, entrambi i sistemi prevedono strumenti sanzionatori e ripristinatori in caso di operazione realizzata senza autorizzazione o in violazione delle prescrizioni imposte: in Italia, il mancato rispetto dell'obbligo di notifica può comportare la nullità degli atti posti in essere e sanzioni pecuniarie fino al doppio del valore dell'operazione, con la possibilità di attivazione d'ufficio del procedimento espressamente codificata; in Francia, il Ministro dell'Economia può adottare misure quali l'ingiunzione a ripristinare la situazione anteriore, la sospensione o l'annullamento dei diritti di voto e l'irrogazione di sanzioni pecuniarie. La differenza tra i due sistemi non risiede quindi nell'esistenza o meno di poteri *ex post*, ma nel fatto che il sistema italiano ha espressamente codificato l'attivazione d'ufficio del procedimento anche in assenza di notifica, mentre quello francese concentra la propria forza principalmente nella fase preventiva, con un controllo più incisivo e selettivo sulle operazioni. Ne deriva un equilibrio diverso tra attrattività degli investimenti e protezione strategica in uno scenario in cui entrambi i sistemi sono chiamati a bilanciare sovranità economica, sicurezza e integrazione nel mercato unico europeo.

Abstract

Il contributo esamina comparativamente i poteri speciali di controllo sugli investimenti esteri in Italia e in Francia. Ricostruisce l'evoluzione italiana dalla *golden share* al *golden power* e quella francese dai *noyaux durs* e dall'*action spécifique* al regime IEF (*Investissements Étrangers en France*), evidenziando l'incidenza della giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea nel ricondurre tali strumenti ai principi di necessità, proporzionalità e trasparenza. L'analisi considera inoltre il quadro europeo delineato dal Regolamento (UE) 2019/452, dalla proposta di revisione del 2024-2025 e dal Regolamento (UE) 2022/2560 sulle sovvenzioni estere distorsive. Pur condividendo la finalità di tutelare sicurezza nazionale e asset strategici, i due ordinamenti adottano modelli differenti: l'Italia privilegia un sistema unitario, formalizzato e procedimentalizzato, coordinato dalla Presidenza del Consiglio; la Francia combina un controllo preventivo centralizzato nel Ministero dell'Economia con strumenti permanenti di governance societaria. Ne emerge un diverso equilibrio tra attrazione degli investimenti esteri, sovranità economica e integrazione nel mercato unico.

This paper provides a comparative analysis of foreign-investment screening powers in Italy and France. It traces Italy's transition from the *golden share* to the *golden power*, and France's development from *noyaux durs* and the *action spécifique* to the IEF regime (*Investissements Étrangers en France*), highlighting the role of the Court of Justice of the European Union in subjecting both systems to necessity, proportionality and transparency requirements. The study also addresses the European framework established by Regulation (EU) 2019/452, the 2024–2025 reform proposal, and Regulation (EU) 2022/2560 on foreign subsidies distorting the internal market. Although both systems seek to protect national security and strategic assets, they follow different institutional designs: Italy relies on a unified, formalised and procedural framework coordinated by the Presidency of the Council of Ministers; France combines preventive screening led by the Ministry of Economy with permanent corporate-governance safeguards. The comparison reveals different balances between openness to foreign investment, economic sovereignty and integration within the internal market.