

Golden power e diritto antitrust: hic sunt leones

Carlo Edoardo Cazzato* e Sofia Occhipinti**

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Finalità e inevitabili sovrapposizioni. – 3. La prospettiva della Commissione europea: i casi *VIG/AEGON* e *UNICREDIT/BANCO BPM*. – 3.1. La Decisione *VIG*. – 3.2. La Decisione *Unicredit*. – 3.3. Alcune riflessioni sull’approccio della Commissione. – 4. *Golden power* e operazioni sottosoglia. – 5. Conclusioni.

1. *Premessa*

Nell’ambito del panorama dell’Unione europea, con uno sguardo attento al contesto normativo italiano, tra gli *overlap* che possono interessare l’applicazione del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, recante «Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni» («Decreto»), vi è sicuramente la disciplina antitrust e, in particolare, quella preposta al controllo delle concentrazioni (c.d. *merger control*).

Può, infatti, ben accadere – e invero succede ogni qualvolta si sia alle prese con una valutazione delle implicazioni, *lato sensu* intese, di una operazione straordinaria – che il vaglio di una data concentrazione sotto il profilo antitrust, dettato essenzialmente dal superamento di determinate soglie di fatturato, vada a interessare anche asset di rilevanza strategica e, quindi, rilevanti per il Decreto.

Ciò impone una riflessione sulla correlazione tra le due discipline e sulle implicazioni, che dalla applicazione congiunta e scoordinata delle stesse possono discendere. Esigenza resa quanto mai attuale e urgente dalle più

* Avvocato in Roma, Senior Partner di Orsingher Ortù Avvocati Associati e Professore a contratto di Diritto antitrust, Università Mercatorum.

** Dottoressa in Giurisprudenza.

recenti vicissitudini in ambito nazionale¹ e dalla lettera di costituzione in mora inviata all’Italia dalla Commissione europea sul finire di novembre 2025.

Scopo del presente lavoro è pertanto quello di capire come i due *set* normativi sopra citati possano (*rectius*: debbano) parlarsi e se sussistano margini per ottimizzare lo stato dell’arte in una prospettiva *de jure condendo*, sempre sotto l’egida del diritto dell’Unione europea.

2. Finalità e inevitabili sovrapposizioni

Le due normative in questione rispondono a finalità evidentemente diverse tra loro.

Senza scomodare i profili storici degli istituti considerati², il *merger control* in Italia è notoriamente fondato sulla l. 10 ottobre 1990, n. 287, recante “*Legge per la tutela della concorrenza e del mercato*” (“Legge antitrust”), che trae ispirazione dal regolamento (CE) n. 4064/89 del Consiglio, datato 21 dicembre 1989 e relativo al controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese, poi trasposto nell’attuale regolamento (CE) n. 139/2004 del 20 gennaio 2004 (“Regolamento concentrazioni”).

La *ratio* della disciplina che interessa si coglie immediatamente ove si considerino gli aspetti positivi e negativi delle concentrazioni, dalle quali conseguono – in modo altrettanto palese – le finalità del *merger control*. Come evidenziato, «Mergers can recombine the assets of the merging firms and generate synergies. They can bring about new products and processes and these, in turn, may trigger fresh rivalry with competing firms. Horizontal mergers can allow firms to lower costs, expand operations, and displace inefficient management. Vertical mergers often remove the so-called double margins and lead to lower prices. More generally, mergers can be good for the economy. For example, they may disseminate know-how and boost innovation. Competition authorities, around the world and here in Brussels,

¹ A riguardo, si veda Cons. Stato, 5 dicembre 2025, n. 9619, con la quale il Giudice amministrativo ha accolto l’appello di Cedacri S.p.A. avverso la sentenza del TAR Lazio del 22 maggio 2024, n. 10275 e annullato il Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 27 luglio 2023, il quale, in applicazione della normativa italiana in materia di *Golden Power*, aveva imposto alcune prescrizioni sull’operazione consistente nell’emissione di obbligazioni e nella costituzione di un pegno su azioni e conti della società controllante DGB Bidco Holdings Limited.

² Sui quali, rispettivamente, E. MARASÀ, *Il controllo delle concentrazioni*, in A. CATRICALÀ, C.E. CAZZATO, F. FIMMANÒ (a cura di), *Diritto antitrust*, Milano, 2021, p. 1037 ss.; S. FIORENTINO, *Inquadramento in ambito europeo*, in C.E. CAZZATO, S. FIORENTINO (a cura di), *La disciplina del Golden Power - Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Bologna, 2025, p. 15 ss.

are fully aware of this. But this is only part of the picture. The full picture is more complicated, because mergers can also harm consumers and the economy when, for example, they allow firms to have too much market power. Instead of locking in efficiencies, some mergers can lock out competition; and for a very long time. Companies that say they must merge to compete globally, regardless of the competitive consequences for the home market, are not looking at the complete picture. Without merger control, we would see many more companies buying up their competitors, weakening the competitive structure of markets, and reducing incentives to innovate. The very existence of our system acts as a deterrent. Because we have merger control, we see very few attempts to merge to monopoly³.

In definitiva, il vaglio sistematico delle concentrazioni risponde alla finalità di mappare e monitorare l’evoluzione dei mercati, nonché di intervenire nel caso in cui sia necessario attenzionare operazioni potenzialmente nocive per la concorrenza e i consumatori, perché tali da conferire un eccessivo potere economico o, più in generale, alterare le dinamiche concorrenziali dei mercati interessati⁴.

Quanto sopra si è traslato nel Regolamento concentrazioni, il cui preambolo in particolare chiarisce che la disciplina in questione è volta a garantire che le ristrutturazioni delle imprese non comportino un «pregiudizio durevole per la concorrenza», nonché a «preservare e sviluppare una concorrenza effettiva nel mercato comune»⁵. Per gli effetti, il *merger control* deve impedire concentrazioni idonee a «ostacolare in modo significativo una concorrenza effettiva nel mercato comune o in una parte sostanziale di esso, in particolare a causa della creazione o del rafforzamento di una posizione dominante»⁶. Proprio a tal fine, il considerando 25 chiarisce che il Regolamento concentrazioni deve consentire un controllo efficace di tutte le concentrazioni in funzione della loro incidenza sulla struttura della concorrenza nell’Unione europea, incluse le operazioni che danno luogo non solo a posizioni dominanti in senso stretto, ma anche ad assetti “*oligopolistici*”, che, per loro natura o per le caratteristiche del mercato rilevante, posso dare

³ J. ALMUNIA, *Merger regulation in the EU after 20 years*, SPEECH/11/166/, Bruxelles, 10 March 2011, disponibile su ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_11_166; E. MARASÀ, *op. cit.*, p. 1041 ss.

⁴ M. D’OSTUNI, M. BERETTA, *Il diritto della concorrenza in Italia*, Torino, 2021, p. 1107.

⁵ Considerando 5 e da 23 a 26, nonché art. 2, par. 1, del Regolamento concentrazioni.

⁶ Art. 2, par. 3, del Regolamento concentrazioni.

luogo a condotte parallele (anche se non coordinate) tra le imprese stesse idonee ad ostacolare una concorrenza effettiva⁷.

Quanto alla disciplina italiana sul *Golden power*, che si inserisce nel più ampio contesto normativo dell’Unione europea in materia di controllo degli investimenti esteri diretti (“IDE”)⁸, la stessa trova il suo pilastro normativo nel Decreto⁹.

A differenza del *merger control*, la disciplina *Golden power* risponde ad una *ratio* prettamente pubblicistica, in quanto finalizzata a salvaguardare interessi considerati essenziali per lo Stato e la collettività¹⁰.

In questa prospettiva il Regolamento IDE consente agli Stati membri l’adozione di misure limitative degli investimenti esteri diretti «per motivi di sicurezza o di ordine pubblico» (v. considerando 3 del Regolamento IDE), riconoscendo agli Stati membri la possibilità di «valutare i rischi per la sicurezza o per l’ordine pubblico derivanti da cambiamenti significativi dell’assetto proprietario o delle caratteristiche fondamentali di un investitore estero» (v. considerando 11 del Regolamento IDE).

La finalità pubblicistica del *Golden power* emerge, da un lato, da taluni tratti salienti che caratterizzano l’istituto in questione; dall’altro, dall’evoluzione normativa che ha interessato la disciplina dei poteri speciali.

Quanto al primo profilo, non può che farsi riferimento all’ambito di applicazione dell’istituto e al contenuto dei poteri attribuiti all’esecutivo dal Decreto. Il *Golden power*, infatti, consente al Governo di monitorare le vicende societarie che coinvolgono settori considerati strategici e di intervenirvi qualora investimenti provenienti da imprese estere possano compromettere il funzionamento di attività economiche ritenute essenziali per il Paese. Viene così in rilievo un presidio volto a tutelare gli interessi pubblici

⁷ E. MARASÀ, *op. cit.*, p. 1044 ss.

⁸ Si veda, in particolare, il Regolamento (CE) n. 452/2019 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell’Unione (“Regolamento IDE”). Per considerazioni recenti, v. in particolare D. GALLO, *Investimenti esteri diretti e golden power*, oggi, in questa *Rivista*, n. 3, 2025.

⁹ Per un approfondimento circa le modifiche apportate al Decreto negli ultimi anni, si veda R. CHIEPPA, C. D. PIRO, *Dal D.L. n. 21/2012 al D.L. n. 21/2022 e agli ultimi interventi normativi*, in R. CHIEPPA, C. D. PIRO, R. TUCCILLO (a cura di), *Golden Power*, Roma, 2023, pp. 21-43. Quest’ultimo – che ha subito interventi volti a meglio perimetrire la disciplina che interessa, inevitabilmente a scapito della sua generale fruibilità – ha riformato organicamente il regime di *Golden share*, di cui al d.l. n. 332/1994, recependo gli orientamenti comunitari in materia (cfr. Corte giust. 26 marzo 2009, 326/07, *Commissione/Italia*; per un approfondimento, C. SAN MAURO, *La disciplina della golden share dopo la sentenza della Corte di Giustizia C-326/07 (Corte di Giustizia delle comunità Europee)*, in *RTDE*, n. 1, 2009, p. 98 ss.).

¹⁰ A. SANDULLI, *La febbre del Golden Power*, in *RTDP*, n. 3, 2022, p. 743.

ascrivibili ad attività considerate di significativa rilevanza per l'economia nazionale in un dato momento storico o in una certa congiuntura economica¹¹. Interessi, quelli tutelati dalla normativa *Golden power*, quali la difesa e la sicurezza nazionale, che possono essere pregiudicati da investimenti esteri effettuati dai privati. Si pensi, per esempio, al caso in cui un investitore estero, privo di adeguate capacità gestorie e non in grado di assicurare la sicurezza nei trasporti, decida di acquisire un'infrastruttura ferroviaria, quale *asset ricompreso* tra quelli considerati strategici ai fini del Decreto¹²; o ancora, a flussi di investimento finalizzati all'acquisto di partecipazioni in una società di diritto italiano che possiede una data tecnologia critica nell'ambito della difesa nazionale che potrebbe avvantaggiare il Paese di origine dell'operatore economico estero a scapito di quello italiano¹³.

Tutte ipotesi in cui, allorché ritenga sussistente un «grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale», il Governo è chiamato a intervenire sull'attività dei singoli operatori economici a protezione di interessi generali e collettivi ritenuti superiori rispetto a quelli perseguiti dai privati.

In tale prospettiva, date le sue peculiarità, il *Golden power* si sostanzia in un «congegno difensivo ad efficacia reale volto a preservare il localismo delle principali società nazionali, in un momento in cui queste risultano agevolmente scalabili da parte di investitori stranieri»¹⁴, nell'ambito del quale «l'impresa che opera in settori strategici cede sovranità decisionale ad uno Stato "supervisore" ogni qual volta l'evoluzione dell'attività e degli assetti possa pregiudicare interessi di rango superiore»¹⁵.

La finalità pubblicistica dell'istituto in questione può, inoltre, ricondursi alla circostanza per cui il legislatore si è trovato ad intervenire sul Decreto proprio in momenti di profonda crisi per il Paese, durante i quali – a fronte di un maggior rischio di incorrere in cambiamenti significativi dell'assetto

¹¹ L. BELVISO, *Golden Power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, 2023, p. 7.

¹² Art. 2 del Decreto.

¹³ L. BELVISO, *op. cit.*, p. 8.

¹⁴ A. SACCO GINEVRI, *Le società strategiche*, in V. DONATIVI (a cura di), *Trattato delle Società - Tomo IV*, Torino, 2022, p. 847.

¹⁵ A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *RTDE*, 2019, p. 171. Sul punto, si veda Cons. Stato, 9 gennaio 2023, n. 289, § 16.1., secondo cui: «Il potere di golden power, infatti, rappresenta il limes provvidenziale posto dalla legge a garanzia ultima dell'interesse nazionale nelle specifiche macro-aree economiche prese in considerazione; come tale, e proprio in quanto dettato a tutela di interessi fondamentali ("strategici") della collettività nazionale come discrezionalmente apprezzati dal Consiglio dei Ministri, esige un fondamento normativo altrettanto ampio, elastico, flessibile ed inclusivo, che consenta di apprestare la massima e più efficace tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti: in tale specifica ottica, esula qualunque addebito di indeterminatezza e genericità».

proprietario o delle caratteristiche fondamentali di un investitore estero potenzialmente pregiudizievoli per gli interessi pubblici nazionali – risultava fondamentale tracciare i confini dell’attività dei privati e calibrarla sul benessere della collettività. Invero, a fronte di un periodo di crisi globale caratterizzato da forti turbolenze e instabilità per i mercati a livello nazionale, risultava dirimente evitare che eventuali modifiche della titolarità del controllo o della disponibilità degli attivi strategici avrebbero potuto compromettere interessi essenziali per il Paese¹⁶.

Le considerazioni di cui sopra evidenziano la netta differenza tra gli obiettivi di tutela perseguiti dalla normativa *antitrust* e da quella *Golden power*: laddove la prima è finalizzata alla salvaguardia della struttura concorrenziale del mercato e dunque le sue dinamiche competitive, la seconda è preordinata alla protezione degli interessi pubblici nazionali.

Ciò detto in termini generali, è però indubbio che la linea di demarcazione tra le due discipline in commento possa in determinate situazioni sfumare, lasciando spazio ad un’inevitabile sovrapposizione¹⁷. In tal senso, è possibile configurare due «binari paralleli che sono destinarsi ad intrecciarsi, seppur con esiti variabili»¹⁸.

Può accadere, infatti, che un’operazione, qualificabile come una concentrazione e integrante le soglie di fatturato previste dalla Legge antitrust ovvero dal Regolamento concentrazioni, coinvolga una società *target* attiva in

¹⁶ Si ricordi, in particolare, il d.l. 8 aprile 2020, n. 23, recante «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» (c.d. *Decreto Liquidità*), il quale ha esteso l’ambito applicativo del *Golden power* al settore sanitario ed alimentare a seguito della crisi emergenziale indotta dalla pandemia Covid-19. L’indebolimento economico ingenerato dalle misure emergenziali adottate in quel periodo, infatti, avrebbe maggiormente incentivato investimenti predatori potenzialmente pregiudizievoli per il settore della salute e per l’intero sistema economico nazionale (cfr. F. MARCONI, *L’intervento pubblico nell’economia: il mutevole ruolo dello Stato: il nuovo golden power tra competizione geopolitica e valutazioni economico – strategiche*, in *federalismi.it*, 2021, p. 15; L. VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *DP*, n.1, 2020, pp. 119-137). A tale proposito, può anche farsi riferimento alla l. 20 maggio 2022, n. 51, di conversione del d.l. 21 marzo 2022, n. 21, recante, il quale ha ridefinito i poteri speciali in materia di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G e *cloud*, introducendo, in relazione ad alcuni settori strategici, l’obbligo di notifica degli acquisti di partecipazioni di controllo di società strategiche anche in capo a soggetti residenti o stabiliti in Italia.

¹⁷ Sul punto, anche S. FIORENTINO, *Golden Power e Antitrust: intersezioni normative*, intervento reso in occasione del Convegno *I nodi giuridici del Golden Power*, LUISS Guido Carli di Roma, 23 settembre 2024.

¹⁸ 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.it*, 2022, p. 25.

un settore considerato strategico ai fini dell'applicabilità dei poteri speciali. Si tratta di un'ipotesi tutt'altro che remota, verificatasi, ad esempio, nell'ambito della vicenda *Vivendi-Telecom*, relativa all'acquisizione del controllo dell'organo di gestione di Telecom Italia S.p.A. da parte della società francese Vivendi SA. Nel caso considerato, in ragione della rilevanza strategica degli asset detenuti da Telecom, la Presidenza del Consiglio dei Ministri (“PCM”) è intervenuta, dapprima, accertando la violazione dell’obbligo di notifica di cui all’art. 1 del Decreto, e, poi, esercitando i poteri speciali ad essa attribuiti. A distanza di qualche mese dall’esercizio del *Golden power*, l’operazione è stata oggetto di indagine antitrust da parte della Commissione, nel caso M.8465_586 – *Vivendi/Telecom Italia*, in quanto – attribuendo a Vivendi un controllo esclusivo di fatto su Telecom – *merger* ai sensi dell’art. 3, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento concentrazioni¹⁹.

È inevitabile che, in simili circostanze, una stessa operazione sia soggetta agli obblighi procedurali previsti dalle rispettive normative, risultando scrutinabile sia dall’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (“AGCM” o “Autorità”) ovvero dalla Commissione, sia dalla PCM.

In questo contesto, la mancanza di un coordinamento tra le due discipline può risultare foriera di difficoltà di rilievo pratico per gli operatori.

Anzitutto, vi è il rischio di fronteggiare un’inutile duplicazione procedimentale, cui seguirebbe un conseguente aggravio in termini di costi e tempo dedicato alle c.d. *clearance* per le imprese coinvolte. Queste ultime, infatti, sarebbero dapprima sottoposte agli oneri procedurali derivanti da ciascuna delle discipline ed eventualmente all’obbligo di ottemperare alle prescrizioni imposte dalla PCM e/o dall’AGCM.

Ancora e ancor più, a conclusione dei rispettivi procedimenti, si potrebbe pervenire ad esiti non necessariamente coordinati e lineari tra loro, proprio in ragione delle diverse finalità sottese ai rispettivi *set* normativi. In queste ipotesi, in base alle contingenze del caso specifico, ci si potrebbe trovare di fronte alla compressione dell’interesse alla libera concorrenza ovvero di quegli interessi essenziali tutelati dalla normativa *Golden power*.

Su tali assunti, viene in rilievo l’esigenza di coordinare le due discipline, che, seppur aventi obiettivi di tutela diversi tra loro, non possono qualificarsi come autonome e indipendenti e devono dunque “parlarsi”²⁰. Da un lato, infatti, la disciplina sulla concorrenza è parte di un ampio quadro giuridico che

¹⁹ Commissione europea, 30 maggio 2017, M.8465_586 - *Vivendi / Telecom Italia*, §§ 5-9.

²⁰ O. PALLOTTA, G. M. POLITO, *Intervista a Roberto Chieppa Mercato interno, golden power e autonomia strategica europea: quale equilibrio?*, in questa Rivista, n. 2, 2025, p. 6.

sostiene il mercato unico, nel quale confluiscono, in misura più o meno rilevante, considerazioni di altri e convergenti interessi pubblici, tra cui, ad esempio, la tutela della sicurezza e della salute dei cittadini e dell'ambiente²¹; analogamente, le regole relative all'esercizio del *Golden power* non possono ritenersi estranee rispetto a considerazioni relative al mercato interno di cui al Titolo IV del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e ai principi di libera concorrenza che ne costituiscono parte integrante²².

L'intersezione tra la disciplina *antitrust* delle concentrazioni e quella *Golden power* è, invero, contemplata espressamente dal considerando 36 del Regolamento IDE. Quest'ultimo precisa che, nell'ipotesi in cui l'investimento estero diretto costituisca una operazione rientrante nell'ambito di applicazione del Regolamento concentrazioni, «il presente regolamento dovrebbe essere

²¹ N. DUNNE, *Public interest and EU competition law*, in *The Antitrust Bulletin*, n. 65(2), 2020, p. 260. Tanto si evince, in particolare, dal noto concetto del c.d. *single market imperative*, in base al quale la disciplina della concorrenza riveste un ruolo fondamentale nel contesto normativo comunitario – in cui peraltro si colloca anche la disciplina in materia di investimenti esteri diretti – in quanto facilita il mantenimento di un mercato interno privo di barriere all'entrata e consente alle imprese di operare in maniera più efficiente su scala transazionale entro il territorio dell'Unione (R. WHISH, D. BAILEY, *Competition Law*, X ed.m Oxford, p. 51; M. VESTAGER, *The value of competition policy*, 18 novembre 2021, disponibile al seguente link: ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech_21_6115). Ciò nell'ottica di conciliare la necessità di coordinamento tra il mantenimento di un assetto pro-competitivo con gli obiettivi di politica industriale perseguiti in un dato periodo storico, in modo da cogliere le opportunità di crescita e sviluppo economico offerte dal mercato globale (cfr. *Franco-German Manifesto for a European industrial policy fit for the 21st century*, 2019, pp. 1-5, disponibile al seguente link: www.eurojus.it/wp-content/uploads/2019/02/franco-german-manifesto-for-a-european-industrial-policy-1.pdf).

²² Corte giust. 27 febbraio 2019, C-563/17 *Associação Peço a Palavra*, punto 43; 13 luglio 2023, C-106/22, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft./Innovációs és Technológiai Miniszter*, punto 41. In primo luogo, secondo consolidata giurisprudenza, le norme nazionali riguardanti l'acquisto di partecipazioni, da parte di un investitore estero, che consentono di esercitare il controllo sulle decisioni di una società e di determinarne le attività, rientrano nell'ambito di applicazione dell'art. 49 TFUE, in materia di libertà di stabilimento, la quale «comprende la costituzione e la gestione di imprese, in particolare di società, in uno Stato membro da parte del cittadino di un altro Stato membro. Si avvale quindi del suo diritto di stabilimento il cittadino di uno Stato membro che detenga nel capitale di una società stabilita in un altro Stato membro una partecipazione tale da conferirgli una sicura influenza sulle decisioni della società e da consentirgli di indirizzarne le attività» (v. Corte giust. 13 aprile 2000, C-251/98, *Baars*, punto 22). In secondo luogo, l'esercizio dei poteri speciali è in grado di impattare sui parametri che regolano il confronto concorrenziale tra gli operatori economici (cfr. L. DI VIA, L. PASQUALE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, in *MCR*, n. 1, 2020, p. 110). Tra questi ultimi, in particolare, emerge il numero di imprese operanti in un determinato mercato rilevante, suscettibili di essere modificati a seguito di un'operazione tra imprese. Vi sono poi anche la qualità e il prezzo degli asset detenuti dalle imprese coinvolte in un'operazione, che possono subire mutamenti a seconda del soggetto che ne acquisti la titolarità e le scelte di mercato da questi effettuate.

applicato facendo salva l'applicazione dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004» e, in caso di sovrapposizione delle discipline considerate, «i motivi del controllo di cui all'articolo 1 del presente regolamento [i.e. il controllo effettuato dagli Stati membri sugli investimenti esteri diretti] e il concetto di interessi legittimi ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, terzo comma, del regolamento (CE) n. 139/2004 dovrebbero essere interpretati in maniera uniforme».

Mediante il richiamo nel Regolamento IDE dell'art. 21, par. 4, del Regolamento concentrazioni il legislatore sembra aver voluto valorizzare il principio di leale cooperazione tra gli Stati membri e le istituzioni dell'UE a norma dell'art. 4, co. 3, del TFUE, funzionale all'esigenza di uniformità normativa nel territorio dell'UE²³.

Per comprendere il contenuto del considerando sopra citato, occorre soffermarsi sull'articolo 21, par. 4, del Regolamento concentrazioni²⁴. Più in dettaglio, la disposizione in esame attribuisce agli Stati membri la facoltà di «adottare misure volte a tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal presente regolamento e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario», individuando quali interessi legittimi la «sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione, le norme prudenziali». Sul punto, in dottrina si è affermata la stretta connessione tra tali ultimi interessi legittimi genericamente richiamati dalla norma in questione e le libertà fondamentali del mercato interno, in particolar modo quelle riguardanti la circolazione dei capitali e di stabilimento, in quanto sviluppati proprio nell'ambito della giurisprudenza in materia²⁵.

La norma, poi, prevede che, nel caso in cui la misura adottata dallo Stato membro riguardi qualsiasi altro interesse pubblico diverso da quelli appena sopra richiamati, la stessa debba essere notificata alla Commissione, che, previa valutazione della conformità della misura con il diritto dell'Unione europea, deciderà se autorizzare o meno l'implementazione della misura in questione²⁶.

²³ Per un approfondimento, F. CASOLARI, *EU Loyalty and the Protection of Member States' National Interests*, in M. VARJU (ed.), *Between Compliance and Particularism. Member State Interests and European Union Law*, Cham, 2019, p. 49 ss.

²⁴ S. FIORENTINO, *op. cit.*, p. 3.

²⁵ A. JONES, B. SUFRIN, N. DUNNE, *Mergers*, in A. JONES, B. SUFRIN, N. DUNNE (eds.), *EU Competition Law: Text, cases and materials*, Oxford, 2023, p. 1107.

²⁶ A. PAPPALARDO, *Le concentrazioni*, in A. PAPPALARDO (a cura di), *Diritto della Concorrenza dell'Unione Europea. Profili sostanziali*, Milano, 2018, p. 639 ss. Tale potere affidato agli Stati membri, ad ogni modo, non comprime la supremazia dell'intervento sovranazionale su quello nazionale nelle ipotesi di concentrazioni comunitarie, in relazione alle quali rimangono fermi: il meccanismo “one-stop one-shot” – in base al quale la competenza esclusiva in materia di concentrazioni aventi dimensione comunitaria spetta

Sulla base alle considerazioni che precedono, da una lettura congiunta del considerando 36 e dell'art. 21, par. 4, del Regolamento concentrazioni sembra emergere una forma embrionale di coordinamento tra le due normative in questione. A tale fine, si prefigura espressamente la possibilità che l'ambito di applicazione delle due discipline si sovrapponga con conseguente uniforme interpretazione degli interessi protetti dagli strumenti nazionali di *screening* (tra i tanti, la sicurezza e l'ordine pubblico) e di quelli individuati nell'articolo 21, par. 4.

La lettura congiunta delle disposizioni in questione, inoltre, esplicita l'esigenza di compatibilità della misura che lo Stato membro intende adottare nei confronti dell'investimento estero soggetto al suo controllo con «i principi generali e le altre disposizioni dell'Unione», tra cui – secondo un'interpretazione estensiva dell'art. 21, par. 4 – possono essere ricompresi anche quelli relativi alla concorrenza, di cui tenere conto in sede di esercizio dei poteri speciali. Nel caso di sovrapposizione tra i due *set* normativi, svolgendo una valutazione circa l'adozione di una misura nazionale volta a proteggere un interesse pubblico nell'ambito di una concentrazione con dimensione comunitaria, gli Stati membri potrebbero, pertanto, tener conto anche di fattori inerenti al diritto antitrust.

Nondimeno, il coordinamento tra le due discipline, pur se concepito dal considerando 36 del Regolamento IDE, rimane confinato a un livello astratto. Invero, tale disposizione lascia spazio ad un significativo margine di apprezzamento e di incertezza giuridica, in quanto non fornisce specifiche indicazioni su come pervenire ad una uniforme interpretazione del Regolamento concentrazioni e del Regolamento IDE.

Il coordinamento, inoltre, potrebbe al più valere nei rapporti tra autorità nazionali e quelle europee, e non anche nei rapporti tra le autorità competenti in ambito *Golden power* e antitrust a livello nazionale.

Deve ancora rilevarsi che trattandosi di un considerando, la forza normativa dello stesso rimane comunque minore e marginale rispetto a quella che potrebbe accordarsi a una disposizione normativa del Regolamento IDE.

Ciò detto, un'ulteriore ipotesi di coordinamento può rinvenirsi nell'art. 6 del Regolamento IDE. Tale ultima disposizione instaura un meccanismo di cooperazione tra la Commissione e lo Stato membro, imponendo a

unicamente alla Commissione (v. A. BURNSIDE, A. KIDANE, *Merger control meets FDI: the multi-stop shop expands*, in *Competition Law & Policy Debate*, n. 7, 2022, p. 71) – e l'applicazione esclusiva del Regolamento concentrazioni e la conseguente impossibilità per gli Stati membri di applicare la normativa antitrust interna a concentrazioni di rilevanza comunitaria.

quest'ultimo di notificare tutti gli investimenti esteri diretti effettuati nel loro territorio nazionale. Nell'ambito di tale notifica, inoltre, lo Stato membro è legittimato a «indicare se ritiene che l'investimento estero diretto oggetto di un controllo in corso possa rientrare nell'ambito di applicazione del regolamento (CE) n. 139/2004».

Ancora una volta, tuttavia, non vengono fornite ulteriori indicazioni in concreto utili a realizzare il risultato sperato.

Le considerazioni di cui sopra evidenziano l'attuale assenza, a livello unionale, di norme, prassi o indirizzi in grado di ricondurre concretamente le due discipline entro un disegno unitario e certo.

Come si anticipava, una simile situazione di incertezza giuridica si riscontra in maniera ancor più marcata a livello nazionale. Al momento, infatti, non esiste nessuna disposizione idonea ad instaurare un reale e concreto dialogo tra *Golden power* e le disposizioni della Legge antitrust in materia di concentrazioni.

Pertanto, a livello sovranazionale, si ritiene opportuno che la Commissione adotti, quantomeno, delle linee guida volte a chiarire il rapporto tra le due discipline e ad indicare modalità concrete con cui le Autorità competenti dovrebbero fronteggiare ipotesi di sovrapposizione, sia nel caso di concentrazioni di dimensione comunitaria che quelle scrutinabili solo dall'Autorità antitrust nazionale. In tal modo, si darebbe contenuto concreto alle ipotesi di coordinamento già previste dalla normativa primaria, a beneficio sia delle imprese che degli Stati membri. Mentre le prime si troverebbero, infatti, ad operare in un contesto giuridico maggiormente uniforme e trasparente, le Autorità nazionali potrebbero garantire un miglior *enforcement* delle norme riguardanti gli investimenti esteri e quelle *antitrust* sulle concentrazioni.

Inoltre, a livello nazionale, per evitare sovraccarichi procedurali e divergenze nei risultati delle relative *clearance*, si reputa fondamentale adottare un approccio che, pur mantenendo distinti i relativi procedimenti da svolgersi presso le relative autorità competenti²⁷, integri le considerazioni afferenti al diritto della concorrenza nel processo decisionale dell'esecutivo. Più in particolare, si tratterebbe di arricchire il procedimento *Golden power* con una valutazione relativa all'impatto che l'esercizio dei poteri speciali può produrre

²⁷ S. FIORENTINO, *op. cit.*, p. 3, che non ritiene opportuno far convogliare in un unico procedimento valutazioni antitrust e *Golden power* in ragione dei diversi obiettivi di tutela delle discipline in questione e dei diversi poteri coinvolti.

sull'assetto del mercato di riferimento, in ragione della struttura e delle dinamiche concorrenziali che lo caratterizzano²⁸.

Così, l'atto provvidenziale del Governo in materia *Golden power* si fonderebbe su un attento bilanciamento tra l'interesse a salvaguardare gli interessi pubblici tutelati dalla normativa in materia di investimenti esteri e quella in materia di concorrenza. In tal modo, l'*enforcement* pubblicistico si rivelerebbe in grado di proteggere il mercato inteso in senso unitario, quale contesto d'elezione sia per la realizzazione di interessi di rilevanza strettamente pubblicistica che del libero confronto competitivo tra imprese.

Un simile approccio non potrebbe prescindere da un'attività di coordinamento tra le istituzioni competenti, sia dal punto di vista procedurale che sostanziale²⁹.

Tale attività dovrebbe, anzitutto, estrinsecarsi nell'instaurazione di una specifica procedura di cooperazione da adottare nell'ambito di un procedimento *Golden power*. Eventuali valutazioni in materia antitrust, in ragione del loro tecnicismo, richiedono il necessario coinvolgimento dell'AGCM, l'unica Autorità in grado di analizzare e monitorare le conseguenze di una data operazione societaria sul mercato. Su tale presupposto, occorre anche razionalizzare il procedimento decisionale, per evitare la dilatazione dei termini entro cui concludere i procedimenti in ottemperanza ai principi cardine dell'*agere* amministrativo.

3. La prospettiva della Commissione: i casi *VIG/AEGON* e *UNICREDIT/BANCO BPM*

Il rapporto tra la disciplina *antitrust* comunitaria sulle concentrazioni e quella sugli strumenti nazionali di *screening* degli investimenti esteri diretti è stato oggetto di due decisioni adottate dalla Commissione in relazione al caso M. 10494 – *VIG/AEGON CEE* (“Decisione VIG”) e al caso M.12052 – *UNICREDIT/BANCO BPM* (“Decisione Unicredit”).

Trattandosi di precedenti molto significativi sembra utile ripercorrerne i tratti salienti.

²⁸ L. DI VIA, L. PASQUALE, *op. cit.*, p. 110.

²⁹ L. ARNAUDO, *Controllo delle concentrazioni e degli investimenti esteri nella nuova età del protezionismo*, in E.A. RAFFAELLI (a cura di), *Antitrust fra diritto nazionale e diritto dell'UE Europea*, Bruxelles, 2019, p. 181.

3.1. *La Decisione VIG*

La vicenda ha avuto ad oggetto l’operazione societaria tra VIG, società *holding* del gruppo austriaco Vienna Insurance Group e AEGON CEE, appartenente al gruppo AEGON N.V (rispettivamente “VIG” o “Acquirente” e “AEGON”, nonché congiuntamente “Società”), consistente nell’acquisto da parte di VIG dell’intero capitale sociale delle filiali del gruppo AEGON N.V. operanti in Ungheria, Polonia, Romania e Turchia (“Operazione”).

L’Operazione ha riguardato il settore dei servizi assicurativi. Trattandosi di un settore rientrante nell’ambito di applicazione della l. LVII del 2018 relativa al controllo degli investimenti stranieri dannosi per gli interessi di sicurezza dell’Ungheria, così come modificata dal decreto n. 532/2020 («Legge ungherese IDE»), in data 20 dicembre 2020 VIG ha notificato l’Operazione al Ministero ungherese competente.

A seguito delle interlocuzioni intercorse tra VIG e il Ministero competente, il 6 aprile 2021 il Governo ungherese – avendo accertato la qualificazione di VIG come investitore estero e il presupposti per l’applicazione della Legge ungherese IDE – ha adottato un provvedimento di voto (“Veto”) in relazione all’Operazione, in quanto ritenuta pregiudizievole per la sicurezza nazionale.

Successivamente al Veto, la Commissione ha inviato all’ Ungheria una richiesta di informazioni ai sensi dell’articolo 11, par. 6, del Regolamento concentrazioni, al fine di poter valutare la compatibilità del Veto con l’articolo 21 del Regolamento concentrazioni.

A valle dei riscontri ricevuti, la Commissione ha avviato un’indagine volta a valutare la compatibilità del Veto con l’art. 21, par. 4, ad esito della quale, con la decisione del 21 febbraio 2022 (“Decisione”), ha concluso che: «l’Ungheria ha violato l’articolo 21 del regolamento (CE) n. 139/2004 adottando, senza previa comunicazione e approvazione della Commissione, la decisione del ministro dell’Interno ungherese del 6 aprile 2021 che vieta l’acquisizione di AEGON Ungheria da parte di VIG, decisione che è incompatibile con l’articolo 49 del trattato sul funzionamento dell’Unione europea e pertanto interferisce indebitamente con la competenza esclusiva della Commissione di decidere in merito a una concentrazione di dimensione unionale»³⁰.

Nel raggiungere tale conclusione, la Commissione – in risposta alle osservazioni svolte dalle Società nell’ambito del procedimento – si è anzitutto soffermata sull’ambito di applicazione dell’art. 21 del Regolamento

³⁰ Decisione *VIG*, sopra citata, punto 42.

concentrazioni e sul rapporto intercorrente tra i parr. 2 e 4 della predetta disposizione.

A tale riguardo, la Commissione ha evidenziato come in base al par. 4 della disposizione in questione spetti alla Commissione verificare se le misure nazionali adottate dagli Stati membri per tutelare interessi diversi dalla concorrenza – tra cui, come nel caso di specie, la sicurezza pubblica – risultino compatibili con i principi generali e le disposizioni dell'UE. Ciò a prescindere dalla competenza esclusiva attribuita alla Commissione in materia di scrutinio, sotto il profilo antitrust, delle concentrazioni aventi dimensione comunitaria.

Su questi assunti, la Commissione ha chiarito che la circostanza per cui il Veto riguardasse questioni relative alla sicurezza pubblica regolate dalla disciplina in materia di IDE non avrebbe escluso, *a priori*, la competenza della Commissione a scrutinarne la legittimità. Al contrario, un'interpretazione dell'art. 21, par.4, che circoscriva il potere di agire della Commissione ai soli casi in cui l'Autorità nazionale abbia applicato il diritto della concorrenza per la protezione di interessi pubblici, oltre a non trovare alcun fondamento normativo nel Regolamento concentrazioni, rischierebbe di frustrare l'effetto utile dell'art. 21, par.4, del Regolamento concentrazioni, con il rischio di eludere il controllo della Commissione sulle misure adottate dagli Stati membri. Di qui il potere della Commissione di valutare le misure nazionali adottate in virtù di normative specifiche, non relative alla concorrenza a norma dell'art. 21, par. 4, del Regolamento concentrazioni (*i.e.* quella relativa agli strumenti nazionali di *screening*), che, come anticipato, consente alla Commissione di valutare la compatibilità dell'intervento nazionale con i principi comunitari.

A seguito di tali premesse, la Commissione ha rilevato che, nel caso di specie, non sussisteva alcun interesse alla salvaguardia della sicurezza pubblica che giustificasse l'adozione del Veto, in assenza di «una minaccia reale e sufficientemente grave per un interesse fondamentale della società»³¹. A supporto di tale argomentazione, la Commissione ha preso in considerazione diversi fattori, tra cui, *inter alia*, l'assenza di precedenti decisioni che accertassero la potenziale pericolosità delle operazioni di VIG in relazione all'interesse tutelato.

Sul punto, inoltre, è risultato decisivo il fatto che le autorità ungheresi hanno fornito informazioni poco esaustive in merito all'Operazione: ad avviso della Commissione quest'ultimo fattore ha ingenerato ragionevoli dubbi sul

³¹ *Decisione VIG*, sopra citata, punto 43.

fatto che il Veto mirasse a proteggere realmente l'interesse pubblico in questione³².

Posto dunque che il Veto non aveva quale ragione giustificatrice la protezione della sicurezza pubblica, la Commissione ha accertato la violazione dell'articolo 21, par. 4, del Regolamento concentrazioni.

Non solo. Oltre alla violazione del Regolamento concentrazioni, la Commissione ha ritenuto il Veto incompatibile con «i principi generali e altre disposizioni del diritto dell'Unione» e, tra questi, la libertà di stabilimento, di cui all'art. 49 TFUE³³. In particolare, secondo la Commissione, il Veto – sostanziatosi nel divieto assoluto al tentativo di VIG di acquisire una società ungherese – si è determinato in un ostacolo all'esercizio della sua libertà di stabilimento che il governo ungherese aveva omesso di giustificare sia sulla base dell'interesse pubblico tutelato, che in termini di adeguatezza e proporzionalità della misura. Considerato poi che il Veto era stato adottato sul presupposto che VIG rientrasse nella nozione di “investitore straniero” ai fini della Legge ungherese IDE, la Commissione ha rilevato che lo stesso si è tradotto in una discriminazione diretta nei confronti di VIG basata sulla nazionalità.

Sulla base di tali considerazioni, la Commissione ha ordinato al Governo ungherese di ritirare il Veto adottato in relazione all'Operazione.

3.2. *La Decisione Unicredit*

La più recente Decisione *Unicredit* riguarda, invece, l'operazione consistente nell'acquisizione, da parte di Unicredit S.p.A., del controllo esclusivo di Banco BPM S.p.A. (rispettivamente, “Acquisizione”, “Unicredit” e “BPM” o “Target”).

L'Acquisizione è stata oggetto di scrutinio da parte della PCM ai sensi del Decreto, in quanto, in ragione degli attivi detenuti dalla Target, afferenti beni e rapporti nel settore creditizio, rientrante nell'ambito di applicazione della disciplina italiana in materia di poteri speciali.

Più nel dettaglio, con decreto del 18 aprile 2025 (“Decreto PCM”), al termine della relativa istruttoria, la PCM ha imposto a Unicredit diverse prescrizioni relative alla suddetta Acquisizione, consistenti nella cessazione delle attività di Unicredit in Russia, nell'imposizione di vincoli di portafogli e limitazioni al rapporto impieghi/depositi praticato da BPM, Unicredit e Anima, una società controllata da BPM (“Prescrizioni”).

³² Decisione *VIG*, sopra citata, punti 62-70.

³³ Decisione *VIG*, sopra citata, punto 73.

Ad avviso della PCM, l'esercizio dei poteri speciali sarebbe stato giustificato dalle ragioni che seguono. Anzitutto, Unicredit presenta in Italia un rapporto impieghi-depositi sensibilmente inferiore rispetto a BPM, nella misura in cui destina il credito prevalentemente verso grandi imprese, istituzioni finanziarie ed enti, a discapito di famiglie e PMI e presenta natura transazionale. Secondo la PCM, si sarebbe dunque reso necessario «garantire la complessiva stabilità degli impieghi di gruppo evitando possibili compensazioni tra le politiche di credito delle due banche» e «introdurre il rapporto impieghi/depositi in luogo dell'obbligo di mantenere i volumi attuali di erogazione così da prevedere un parametro elastico che consenta al gruppo di adempiere alla prescrizione tenendo conto delle oscillazioni della raccolta»³⁴.

In tale contesto, stante il raggiungimento delle soglie di fatturato *antitrust* di rilevanza europea, l'Acquisizione è rientrata anche nell'ambito di applicazione del Regolamento concentrazioni, con conseguente notifica alla Commissione in data 24 aprile 2025 e approvazione della medesima con impegni³⁵.

Così, il 14 luglio 2025, anche sulla base delle informazioni fornite dal Governo italiano alla richiesta di informazioni formulata allo stesso dalla Commissione, quest'ultima ha espresso la propria valutazione preliminare in merito all'intervento della PCM, stabilendo la possibile incompatibilità del Decreto PCM e delle Prescrizioni con l'articolo 21, par. 4, del Regolamento concentrazioni e con gli articoli 63 e 65 TFUE, oltre che con la regolazione di settore³⁶.

Muovendo dall'ipotizzata violazione dell'art. 21, par. 4, del Regolamento concentrazioni, la Commissione ha anzitutto messo in dubbio che le Prescrizioni potessero essere giustificate dalla tutela della pubblica sicurezza, la

³⁴ T. DI PROSPERO, *La sottile linea d'oro. L'esercizio dei poteri speciali nel caso Unicredit/BPM*, in corso di pubblicazione.

³⁵ Commissione europea, 19 giugno 2025, M11830 - UNICREDIT/BANCO BPM.

³⁶ Con riguardo a tale ultimo profilo, secondo la Commissione, il Governo italiano avrebbe violato la competenza esclusiva della Banca centrale europea ex art. 127, par. 6, TFUE, nonché la legislazione sui servizi finanziari, compresa a) la direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, b) la direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari e c) la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE. Per un approfondimento su questo specifico tema, si rimanda alla Decisione *Unicredit*, in quanto nei paragrafi che seguono ci si concentrerà all'analisi ex art. 21 del Regolamento concentrazioni e a quella relativa al mercato interno.

quale ultima rientra fra gli interessi, che, secondo l'art. 21, par. 4, legittimerebbero uno Stato membro a intervenire su un'operazione di dimensione comunitaria in deroga alla competenza esclusiva della Commissione.

A fare la differenza sotto il profilo della legittimità dell'intervento del Governo italiano, è stata l'errata interpretazione che lo stesso ha fornito della nozione di sicurezza pubblica. Più nel dettaglio, secondo la Commissione, la PCM avrebbe infatti inteso «la nozione di “pubblica sicurezza” ai sensi dell'articolo 21(4) del Regolamento Concentrazioni facendo riferimento alla propria legislazione nazionale», sebbene «tale nozione di “pubblica sicurezza” è, ai fini dell'applicazione del Regolamento Concentrazioni, un concetto autonomo del diritto dell'Unione»³⁷.

A questo proposito, richiamando la giurisprudenza eurounitaria in materia, la Commissione ha precisato che l'interesse della pubblica sicurezza può essere invocato «solo in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad un interesse fondamentale della società» e non può essere limitato a considerazioni puramente economiche. Inoltre, grava sullo Stato membro l'onere di provare la minaccia grave e reale all'interesse nazionale ostante dell'operazione, anche mediante un'analisi circa l'adeguatezza e la proporzionalità della misura restrittiva adottata in relazione all'operazione. In buona sostanza, dunque, il pregiudizio alla sicurezza pubblica, deve essere circostanziato in modo preciso.

In base a ciò, la Commissione ha sostenuto che l'Acquisizione non avrebbe sollevato alcuna criticità in materia di sicurezza pubblica, evidenziando che la PCM non avesse compitamente circostanziato le ragioni per cui l'Acquisizione avrebbe minato alla sicurezza pubblica, limitandosi ad esporre solo alcune generiche criticità³⁸.

Su tali assunti, poi, la Commissione ha evidenziato alcune ragioni che propendevano per l'assenza di problematiche legate alla tutela della pubblica sicurezza, tra cui la buona reputazione di Unicredit in Italia nel settore di riferimento, nonché la stabilità delle attività svolte dal Unicredit e da BPM sul territorio nazionale, oltre che l'assetto proprietario delle società interessate dall'Acquisizione e l'assenza di casi in cui un'operazione nel settore bancario nell'Unione europea avesse comportato una minaccia sufficiente e reale per la sicurezza pubblica.

Ai fini della valutazione operata dalla Commissione in merito, con particolare riferimento alle criticità sollevate dalla PCM sul livello degli

³⁷ Decisione *Unicredit*, cit., punto 97.

³⁸ Decisione *Unicredit*, cit., punto 103.

investimenti di Anima e la asserita incompatibilità con la sicurezza pubblica, è stata poi decisiva la valutazione concorrenziale dell'Acquisizione svolta nel diverso e parallelo procedimento antitrust.

A riguardo, nella Decisione *Unicredit* si legge che «Le preoccupazioni relative alla fornitura di servizi di gestione patrimoniale da parte dell'entità risultante dalla concentrazione rientrano perfettamente nell'ambito della valutazione della concorrenza effettuata dalla Commissione ai sensi del Regolamento Concentrazioni», dalla quale non era emersa alcuna criticità, in ragione delle alternative presenti sul mercato cui Anima avrebbe potuto ricorrere per la fornitura di servizi di gestione patrimoniale. Sul tale assunto, nella Decisione *Unicredit* si precisa che «alla luce di questa gamma diversificata e competitiva di possibili sbocchi per gli emittenti italiani, è difficile comprendere come un'ipotetica riduzione degli investimenti di Anima in titoli degli emittenti italiani possa rappresentare una minaccia reale e sufficientemente grave per un interesse fondamentale della società italiana»³⁹.

Ne discende che, secondo la Commissione europea, la valutazione antitrust degli effetti di un'operazione di concentrazione può incidere sulla valutazione di una transazione sotto il profilo della disciplina sui poteri speciali: nel caso di specie, infatti, all'assenza di rilievi da parte della Commissione europea stessa sotto il profilo concorrenziale è corrisposta l'assenza di preoccupazioni sotto il profilo della sicurezza nazionale.

Passando poi all'analisi circa la incompatibilità del Decreto con il mercato interno, la Commissione ha ritenuto sussistente la possibile restrizione della libera circolazione dei capitali, nella misura in cui:

- le Prescrizioni in esso contenute sarebbero in grado di a) limitare la capacità di UniCredit di investire in altri Stati membri o paesi terzi, b) scoraggiare gli azionisti di BPM dall'investire il loro capitale in UniCredit e c) scoraggiare futuri investitori dall'investire nell'ente risultante dall'Acquisizione;
- la PCM non avrebbe rappresentato idonee argomentazioni in grado di dimostrare a) l'inidoneità delle Prescrizioni a conseguire la tutela della sicurezza pubblica e b) la proporzionalità delle stesse rispetto a tale obiettivo, inclusa l'assenza di misure meno restrittive per conseguire detto obiettivo.

A fronte di tali considerazioni, la Commissione ha concluso che laddove le valutazioni sopra esposte dovessero essere confermate, la stessa potrà adottare

³⁹ Decisione *Unicredit*, sopra citata, punto 106.

una decisione definitiva a norma dell'articolo 21 del Regolamento concentrazioni in cui a) dichiara che l'Italia ha violato l'articolo 21 del Regolamento concentrazioni e b) ordina al Governo italiano la revoca del Decreto PCM, previa trasmissione, da parte della PCM, delle proprie osservazioni sulla Decisione *Unicredit*.

In tale contesto, in data 21 novembre 2025, la Commissione ha deciso di avviare una procedura di infrazione inviando una lettera di messa in mora all'Italia per il mancato rispetto del regolamento n. 1024/2013 inerente al meccanismo unico di vigilanza, della direttiva 2013/36/UE in materia di requisiti patrimoniali, e degli articoli 49 e 63 TFUE. La Commissione ha espresso la preoccupazione che legislazione *Golden power*, pur essendo intesa a salvaguardare la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico, per come applicata dalla PCM, rischi di consentire interventi ingiustificati per motivi economici che compromettono i principi della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali all'interno del mercato unico. Inoltre, la legislazione italiana si sovrapporrebbe alle competenze esclusive della Banca centrale europea nell'ambito del meccanismo di vigilanza unico⁴⁰.

3.3. Alcune riflessioni sull'approccio della Commissione

La casistica sopra descritta conferma come il tema della correlazione tra la disciplina antitrust europea sulle concentrazioni e quella sui meccanismi di *screening* adottati a livello nazionale dagli Stati membri sia di assoluta attualità.

Nei casi sopra descritti, infatti, la valutazione operata dalla Commissione evidenzia le diverse sfaccettature della questione, rimarcandone la complessità ed evidenziando i rischi sottesi alla mancanza di coordinamento tra i due *set* normativi.

In primo luogo, emerge il ruolo di raccordo tra le due discipline svolto dall'art. 21, parr. 2 e 4 del Regolamento concentrazioni. In base al suo tenore letterale e all'interpretazione che ne ha fatto la Commissione nei precedenti sopra descritti, lo stesso impone agli Stati membri di tenere in considerazione la normativa europea, incluso il Regolamento concentrazioni e le libertà fondamentali del mercato interno, nell'applicazione dei propri meccanismi di controllo degli IDE.

⁴⁰ La Commissione ha quindi inviato una lettera di costituzione in mora all'Italia, che disporrà ora di due mesi per rispondere e rimediare alle carenze segnalate dalla Commissione. In assenza di una risposta soddisfacente, la Commissione potrà decidere di emettere un parere motivato.

Viene così riaffermato il necessario rispetto del primato del diritto dell'Unione europea su quello nazionale⁴¹. Come noto, quest'ultimo impone di filtrare l'attività di *screening* degli Stati membri con il diritto dell'UE, avendo in particolare conto i principi di proporzionalità, ragionevolezza e non discriminazione, nonché le libertà fondamentali del mercato unico, cui non è possibile derogare se non in ragione di dimostrate ragioni di salvaguardia della sicurezza e dell'ordine pubblico nazionali.

Quanto sopra risponde all'esigenza di salvaguardare l'effettiva concorrenza e l'integrità del mercato interno, assicurando il libero esercizio dell'attività economica delle imprese anche mediante investimenti transfrontalieri. Mercati caratterizzati da un adeguato livello di concorrenza e privi di ostacoli all'esercizio delle libertà fondamentali costituiscono un presupposto fondamentale per attrarre investimenti, sia domestici che stranieri. A sua volta, l'ingresso nel mercato di investitori efficienti contribuisce a stimolare dinamiche concorrenziali virtuose, con effetti positivi in termini di efficienza e riduzione dei prezzi.

In sintesi, dunque, la sinergia tra le due discipline è indispensabile e risponde alla necessità di coordinarne l'applicazione delle stesse, al fine di garantire il miglioramento delle dinamiche competitive del mercato interno, a beneficio delle imprese e dell'economia europea.

A tale proposito, sembra utile soffermarsi sulla Decisione *Unicredit* nella parte in cui la Commissione ha ritenuto illegittime le Prescrizioni anche sulla base dell'analisi *antitrust* effettuata nel relativo, distinto e parallelo procedimento. Come anticipato (cfr. *supra*, par. 3.2), la Commissione ha ritenuto che, laddove gli interessi nazionali strategici riconducibili a una data concentrazione di dimensione comunitaria – che nel caso di specie attenevano alla stabilità dell'ordine pubblico economico nazionale, nonché agli interessi dei risparmiatori – vengono già in rilievo nell'ambito di una valutazione antitrust, agli Stati membri è precluso di intervenire mediante i propri strumenti di *screening*.

Le uniche eccezione sono a) la sussistenza di un effettivo e provato pregiudizio all'ordine pubblico e/o alla sicurezza pubblica e b) la proporzionalità e l'adeguatezza delle misure adottate rispetto all'obiettivo perseguito.

⁴¹ Sul punto, si rinvia a D. GALLO, *Controllimi, identità nazionale ei rapporti di forza tra primato ed effetto diretto nella saga Taricco*, in *DUE*, n. 2, 2017, p. 263 ss.; S. CASSESE, *Ordine giuridico europeo e ordine nazionale*, in *GDA*, n. 4, 2010, p. 419 ss.

Tra l'altro, ad analoghe conclusioni è giunto il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio nella sentenza con cui, qualche giorno prima della Decisione *Unicredit*, il giudice amministrativo di primo grado aveva parzialmente accolto il ricorso di Unicredit e BPM volto all'annullamento del Decreto PCM⁴². In tale occasione, il TAR Lazio ha valorizzato il combinato disposto dell'art. 21 del Regolamento concentrazioni e il Considerando 36 del Regolamento IDE (cfr. *supra* § 2) al fine di ricostruire i presupposti applicativi del *Golden Power*, affermando che «deve escludersi che la sostanza dispositiva del golden power possa rinvenirsi nella operatività di un meccanismo di tutela, per lo Stato membro, suscettibile di tradursi nella adattabilità di provvedimenti (sui fenomeni concentrativi) ulteriori e/o diversi rispetto a quelli del potere antitrust: tale potenzialità determinativa, si ribadisce, potendo incontrare legittima espansione soltanto laddove, con congruo apparato motivazionale, venga dimostrata la presenza di tre presupposti (uno dei quali a connotazione negativa), rappresentati: – dalla presenza di una minaccia per un interesse primario dello Stato, quale la tutela della sicurezza nazionale; – dall'assenza di altri strumenti (verrebbe da dire, parametrandone la configurazione ordinamentale rispetto al golden power, “ordinari”) suscettibili di condurre al raggiungimento della medesima finalità; – dalla dimostrata adeguatezza e proporzionalità dell'intervento, rispetto non soltanto alla situazione fattuale sulla quale si sia inteso incidere, ma anche agli obiettivi il cui perseguimento integri il fondamento dell'esercizio del potere stesso»⁴³.

L'assetto appena descritto è utile, anzitutto, a preservare la competenza esclusiva della Commissione in materia di concentrazioni di dimensione comunitaria in conformità con il principio di sussidiarietà⁴⁴, cui lo *one stop shot* si ispira al fine di assicurare, mediante uno scrutinio unitario di dette concentrazioni, «l'efficienza amministrativa, evitando la duplicazione e la frammentazione dell'opera di applicazione della legge e le potenziali incoerenze (per quanto riguarda le indagini, la valutazione e le eventuali misure correttive)»⁴⁵, anche a beneficio della certezza del diritto per le imprese interessate.

⁴² TAR Lazio, 12 luglio 2025, n. 13748. Per un approfondimento, si rinvia a T. DI PROSPERO, *op. cit.*

⁴³ TAR Lazio, sent. n. 13748/2025, cit., enfasi aggiunta.

⁴⁴ Per un approfondimento si rinvia a B. VOLKER SVEN, *Back to the future: Merger control outside the Merger Regulation*, in *CMLR*, vol. 61, n. 5, 2024, p. 1223 ss.; A. FOLLESDAL, *Subsidiarity*, 2025, pp. 1-98; P. De PASQUALE, *Sharing is caring: i primi trent'anni del principio di sussidiarietà nell'Unione europea*, in *DUE*, nn. 3-4, 2021, p. 429 ss.

⁴⁵ Commissione europea, 5 marzo 2011, comunicazione sul rinvio in materia di concentrazioni, punto 11.

Viene, poi, in rilievo una progressiva apertura a inquadrare la politica della concorrenza non come un ambito autonomo, teso esclusivamente a considerazioni di portata economica e completamente separato dalle altre politiche dell'Unione europea, bensì come una disciplina flessibile, che può far spazio a ulteriori considerazioni a sfondo pubblicistico⁴⁶.

Si tratta di una concezione del diritto *antitrust* senz'altro utile all'auspicato coordinamento tra le discipline oggetto del presente contributo. La stessa incoraggia a tenere conto delle risultanze del procedimento *antitrust* in materia di concentrazioni nell'ambito di un procedimento in materia di *FDI*, laddove eventuali preoccupazioni relative agli interessi pubblici, quale, ad esempio, la sicurezza pubblica, già emergano nell'ambito della valutazione degli effetti concorrenziali di una concentrazione.

La Decisione *VIG* e la Decisione *Unicredit* mettono in luce, ancora, due ulteriori aspetti, essenziali per giungere all'auspicato allineamento tra la disciplina antitrust e quella in materia di IDE.

Il primo riguarda l'esigenza di interpretare in maniera uniforme i c.d. interessi legittimi, cui fa riferimento l'art. 21 del Regolamento concentrazioni, e quelli che le legislazioni nazionali in materia di IDE mirano a tutelare. Nel caso *Unicredit/BPM*, l'interpretazione del concetto di sicurezza pubblica nella sua accezione meramente economica – derivante dall'assenza di una specifica perimetrazione del concetto in questione – ha, infatti, condotto la Commissione a ritenerne non condivisibile la valutazione della PCM, laddove la finalità economica non è invero sufficiente a giustificare l'esercizio dei poteri speciali, potendo al più valere obiettivo volto alla tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico dello Stato membro che lo invoca⁴⁷. L'altro riguarda la necessaria cooperazione tra gli Stati membri e la Commissione nei casi di sovrapposizione della disciplina antitrust comunitaria e quella nazionale sugli strumenti di *screening*.

4. *Golden power* e operazioni sottosoglia

L'analizzare il binomio oggetto del presente lavoro può rappresentare l'occasione per prendere in considerazione un ulteriore profilo, relativo alle c.d. "operazioni sottosoglia".

⁴⁶ Il tema si inserisce nel più ampio dibattito riguardante gli obiettivi del diritto antitrust, per il quale si rinvia, tra gli altri, a O. ODUDU, *The wider concerns of competition law*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, n. 30, 2010, p. 599 ss.

⁴⁷ Sul punto, T. DI PROSPERO, *op. cit.*

Come noto, si tratta di operazioni ove l'impresa *target* viene spesso identificata in *start-up* o imprese di piccole-medie dimensioni, che sfuggono all'obbligo di notifica all'Autorità, in quanto non soddisfano entrambi i requisiti di fatturato previsti dall'articolo 16, comma 1, della Legge antitrust⁴⁸.

In questi casi, sebbene l'ammontare del fatturato risulti esiguo, si è constatato che le concentrazioni sottosoglia possono dar luogo a diverse criticità concorrenziali, soprattutto nell'ambito dei mercati farmaceutici e digitali. A riguardo, si fa spesso riferimento alle c.d. “*killer acquisition*”, consistenti nell'acquisizione, da parte di una impresa *incumbent*, di una piccola *start-up* sua concorrente attuale o potenziale, al solo fine di eliminarla dal mercato ovvero impedirne l'entrata futura⁴⁹.

Ulteriori conseguenze pregiudizievoli per il mercato, in particolare nel settore *tech*, possono, inoltre, sorgere nei casi in cui l'operazione si caratterizzi come conglomerale, potendo risultare idonea a favorire la collusione tra imprese ovvero a precludere ai concorrenti effettivi o potenziali l'accesso alle forniture, ai dati o ai mercati contigui⁵⁰.

A fronte di tali rischi concorrenziali, in linea con gli orientamenti comunitari in materia⁵¹, con l'articolo 32 della l. 118/2022, recante «Legge annuale per il mercato e la concorrenza 2021» (“Legge antitrust 2021”), il Legislatore ha innovato l'art. 16 della Legge *antitrust*, aggiungendo il comma 1–*bis*.

Più in particolare, quest'ultimo attribuisce all'AGCM il potere di richiedere alle imprese coinvolte di notificare un'operazione di concentrazione al ricorrere di tre condizioni cumulative: a) non siano trascorsi più di sei mesi dal *closing* dell'operazione, b) il fatturato superi una sola delle due soglie previste all'articolo 16, comma 1 ovvero i 5 miliardi di euro e c) «qualora sussistano concreti rischi per la concorrenza nel mercato nazionale, o in una sua parte

⁴⁸ Ai sensi della disposizione, la concentrazione risulta scrutinabile dall'AGCM quando «il fatturato totale realizzato a livello nazionale dall'insieme delle imprese interessate è superiore a quattrocento novantadue milioni di euro e qualora il fatturato totale realizzato individualmente a livello nazionale da almeno due delle imprese interessate sia superiore a trenta milioni di euro. I valori indicati nella norma sono incrementati ogni anno in proporzione all'aumento dell'indice del deflattore dei prezzi del prodotto interno lordo». Sul tema, in generale, F. GHEZZI, F. MAGGIOLINO, *La nuova disciplina di controllo delle concentrazioni in Italia: alla ricerca di una convergenza con il diritto europeo*, in *Rivista delle Società*, n. 1, 2023, p. 42.

⁴⁹ C. CUNNINGHAM, F. EDERER, S. MA, *Killer Acquisitions*, in *Journal of Political Economy*, n. 3, 2021, pp. 649–702.

⁵⁰ Commissione europea, 6 dicembre 2016, *M.8124 – Microsoft/LinkedIn*.

⁵¹ Per un approfondimento, cfr. Commissione europea, *Competition Policy for the Digital Era*, Bruxelles, 2019, pp. 110–124; Comunicazione della Commissione europea del 31 marzo 2021 relativa all'applicazione del meccanismo di rinvio di cui all'articolo 22 del regolamento sulle concentrazioni per determinate categorie di casi 2021.

rilevante, tenuto anche conto degli effetti pregiudizievoli per lo sviluppo e la diffusione di imprese di piccole dimensioni caratterizzate da strategie innovative».

Con la comunicazione del 2 febbraio 2023⁵², l'Autorità ha chiarito l'ambito di applicazione e le regole procedurali circa l'operatività della norma novellata. In particolare, con riferimento alle valutazioni *sub c)*, l'Autorità ha specificato di poter tenere conto di diversi fattori, quali a) le dinamiche del mercato di riferimento, b) le caratteristiche degli operatori coinvolti, c) la rilevanza dell'attività svolta dagli operatori economici coinvolti per i consumatori e/o altre imprese e d) l'importanza innovativa del settore affetto dall'operazione.

A ciò si aggiunga che le imprese coinvolte nell'operazione possono informare spontaneamente l'Autorità qualora ravvisino che un'operazione, seppur non soggetta all'obbligo di notifica né alla Commissione, né all'Autorità, rientri nell'ambito di applicazione dell'articolo 16, co. 1-*bis*. In tale sede, le imprese potranno fornire all'AGCM una serie di informazioni relative, *inter alia*, agli operatori che prendono parte all'operazione, alle modalità con cui l'operazione viene realizzata ovvero le peculiarità del mercato interessato⁵³.

In questo contesto, si ritiene che i nuovi poteri attribuiti all'AGCM possano risultare un'occasione per attuare un momento di sintesi – certamente non il solo di cui si ha bisogno – tra la disciplina *antitrust* sulle concentrazioni e la disciplina *Golden power* e ottimizzare entrambi i plessi normativi. In particolare, il minimo comune denominatore potrebbe essere identificato nella sussistenza di asset ritenuti strategici.

In questo modo, da un lato si potrebbe fornire all'AGCM un criterio certo per scrutinare il *mare magnum* delle operazioni sottosoglia; dall'altro, in caso di avvenuta notifica, l'Autorità disporrebbe di informazioni utili anche ai fini *Golden power* (*i.e.* la rilevanza strategica degli asset coinvolti dall'operazione).

A questo punto, l'AGCM sarebbe in grado di segnalare l'operazione all'esecutivo arricchendola con un parere relativo alla potenziale incidenza dell'esercizio dei poteri speciali rispetto al mercato di riferimento⁵⁴. Successivamente, il Governo procederebbe allo svolgimento del sindacato

⁵² AGCM, delibera 27 febbraio 2024, n. 31090, relativa all'applicazione dell'articolo 16 comma 1-*bis* della l. 10 ottobre 1990 n. 287.

⁵³ *Ivi*, pp. 2-3.

⁵⁴ Sul punto, preme specificare che un potere simile, seppur di rara applicazione, è stabilito dall'art. 21 comma 2, della Legge antitrust, il quale attribuisce all'Autorità il potere di segnalare al Governo e al Parlamento situazioni potenzialmente distorsive della concorrenza derivanti da atti legislativi.

relativo all’ applicabilità del *Golden power*, anche tenendo conto dei rilievi antitrust avanzati dall’Autorità nel suo parere.

Fermo restando, in ogni caso, il potere di cui all’art. 25 della Legge antitrust, il quale legittima il Governo a determinare «in linea generale e preventiva i criteri sulla base dei quali l’Autorità può eccezionalmente autorizzare, per rilevanti interessi generali dell’economia nazionale nell’ambito dell’integrazione europea, operazioni di concentrazione vietate ai sensi dell’articolo 6, sempreché esse non comportino la eliminazione della concorrenza dal mercato o restrizioni alla concorrenza non strettamente giustificate dagli interessi generali predetti».

In definitiva, valorizzando il potere dell’AGCM di cui all’art. 16 comma 1-*bis*, potrebbe realizzarsi un collegamento virtuoso tra antitrust e *Golden power*, idoneo ad efficientare entrambi i sistemi normativi. Tale sinergia favorirebbe senz’altro una razionalizzazione procedimentale, in ragione della collaborazione tra l’Autorità e il Consiglio dei Ministri, operata mediante lo strumento della segnalazione, e permetterebbe al Governo di individuare con maggiore facilità i casi rilevanti; dall’altro canto, la stessa aiuterebbe certamente l’Autorità a mettere più facilmente a fuoco le *merger* rilevanti anche se sottosoglia.

5. Conclusioni

Dalle considerazioni svolte nei paragrafi precedenti, emerge che un approccio uniforme e coordinato nell’ applicazione delle normative antitrust e *Golden power* rimane indispensabile al fine di garantire un bilanciamento tra la tutela della concorrenza e la salvaguardia degli interessi pubblici sottesti alle attività strategiche per il Paese.

Approccio, questo, che si rende ancor più necessario in ragione della dimensione sempre più globale dei mercati e dallo spiccato interesse che gli strumenti di controllo nazionali hanno suscitato, sia in ambito nazionale⁵⁵ che comunitario⁵⁶.

In tale contesto, la Decisione *VIG* e la Decisione *Unicredit* offrono importanti spunti di riflessione sul tema ed evidenziano l’accresciuta volontà, in capo alla Commissione, a scrutinare le misure nazionali adottate rispetto a

⁵⁵ Per un approfondimento si vedano le Relazioni della PCM trasmesse al Parlamento, relativi alle istruttorie *Golden power* condotte nel 2020, 2021 e 2022.

⁵⁶ Commissione europea, 19 ottobre 2023, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council - Third Annual Report on the screening of Foreign Direct Investments into the Union*.

concentrazioni di dimensione comunitaria alla luce dei principi dettati dai Trattati.

Si auspica, dunque, un intervento volto a chiarire le modalità operative da applicare in caso di sovrapposizione tra i campi di applicazione della disciplina antitrust sulle concentrazioni e quella relativa al *Golden power*, in modo da offrire un quadro normativo completo e trasparente, a beneficio delle imprese e dei poteri pubblici coinvolti.

ABSTRACT (ita)

Il presente contributo analizza l’interazione tra la disciplina in materia di *Golden power* e quella relativa al controllo *antitrust* delle concentrazioni (c.d. *merger control*), nel quadro del diritto dell’Unione europea e nazionale. In particolare, muovendo dalle rispettive finalità, alla luce della prassi della Commissione europea nei casi *VIG/AEGON* e *UNICREDIT/BANCO BPM* e della più recente giurisprudenza nazionale, l’articolo evidenzia la possibile sovrapposizione tra i due *set normativi* considerati. Su tale assunto, l’analisi si concentra sulle implicazioni derivanti dall’applicazione congiunta e scoordinata delle due discipline, nell’ottica di comprendere come le medesime possano (*rectius*: debbano) dialogare e se sussistano margini per ottimizzare lo stato dell’arte in una prospettiva *de jure condendo*.

ABSTRACT (eng)

This contribution examines the interaction between the Golden Power regime and antitrust merger control, within the framework of the European Union and national law. Building on their respective objectives, in light of the European Commission’s practice in the *VIG/AEGON* and *UNICREDIT/BANCO BPM* cases, as well as from the recent national case law, the article highlights the potential overlap between the above-mentioned regimes. Against this background, the analysis addresses the implications of the parallel and uncoordinated application of the two regimes, with a view to assessing how they may – and, indeed, should – interact and to exploring possible avenues for improving the existing legal architecture from a *de jure condendo* perspective.