



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

L'impatto del golden power sull'attività di M&A del settore privato non finanziario

di Antonio Accetturo, Irene Di Marzio, Federico Fornasari e Ivan Triglia

Giugno 2026

Numero

1017



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

L'impatto del golden power sull'attività di M&A del settore privato
non finanziario

di Antonio Accetturo, Irene Di Marzio, Federico Fornasari e Ivan Triglia

Numero 1017 – Giugno 2026

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

L'IMPATTO DEL *GOLDEN POWER* SULL'ATTIVITÀ DI M&A DEL SETTORE PRIVATO NON FINANZIARIO

di Antonio Accetturo*, Irene Di Marzio*, Federico Fornasari* e Ivan Triglia*

Sommario

Il lavoro analizza la disciplina italiana dei poteri speciali (*golden power*), che attribuisce al Governo la facoltà di esaminare e limitare operazioni societarie riguardanti imprese attive in ambiti strategici. Sebbene finalizzata alla tutela dell'interesse pubblico, tale normativa può scoraggiare gli investimenti introducendo incertezza regolamentare e oneri amministrativi. Dopo aver ricostruito l'evoluzione del quadro normativo, caratterizzato da un marcato ampliamento del perimetro di applicazione dei poteri speciali nel 2020, quantifichiamo l'impatto della normativa sulle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) utilizzando una nuova base dati a livello di impresa. I risultati mostrano effetti eterogenei: l'attività di M&A è rimasta sostanzialmente invariata nei settori raramente oggetto di intervento, mentre è diminuita temporaneamente (nel 2021-22) in quelli in cui i poteri sono stati effettivamente esercitati. In questi comparti, tra i più produttivi e innovativi dell'economia, stimiamo che le operazioni "mancanti" di fusione e acquisizione siano circa 350 dal 2020, la maggior parte delle quali afferenti al comparto manifatturiero. La scomparsa dell'effetto anche in questi settori dal 2023 indica che l'incertezza sull'applicazione dei poteri per gli investitori è diminuita, riducendone il costo prospettico.

Classificazione JEL: G34, L50.

Parole chiave: fusioni e acquisizioni, corporate governance, *golden power*, investimenti esteri.

DOI: 10.32057/0.QEF.2026.1017

* Banca d'Italia, Servizio struttura economica, Divisione economia e diritto.

1. Introduzione e principali conclusioni¹

Negli ultimi quindici anni, *shock* globali di natura eccezionale – crisi economiche, pandemia, tensioni geopolitiche e crisi energetiche – hanno determinato un generale ripensamento del ruolo che gli investimenti esteri possono svolgere nelle economie europee (Comunicazione della Commissione 2020/C99I/01), in particolare quando riguardano imprese che operano in settori o detengono beni di rilevanza strategica, cruciali per gli interessi nazionali o per il regolare funzionamento della vita economica e sociale. In tali ambiti, l’acquisizione di partecipazioni significative da parte di investitori esteri o la realizzazione di specifiche operazioni societarie possono comportare rischi per l’ordine pubblico o per la tutela di interessi essenziali dello Stato.

Nel 2012 l’Italia ha introdotto la normativa sui poteri speciali (c.d. *golden power*), che attribuisce al Governo la facoltà di imporre condizioni o di opporsi a determinate operazioni societarie riguardanti imprese operanti in settori strategici. A partire dal 2020, in concomitanza con la pandemia e l’acuirsi delle tensioni geopolitiche, il novero delle operazioni potenzialmente soggette ai poteri speciali è stato progressivamente ampliato, in linea con una tendenza osservabile anche in altri paesi europei e negli Stati Uniti (Connell e Huang, 2014; Westbrook, 2019; Bencivelli et al., 2023).

La previsione di poteri speciali è finalizzata alla tutela dell’interesse pubblico e alla salvaguardia dell’autonomia strategica degli Stati (Ioannou et al., 2023). Tuttavia, l’applicazione di tale normativa presenta anche potenziali criticità. Essa può infatti essere utilizzata con finalità protezionistiche o per preservare posizioni di potere di mercato da parte di imprese connesse al decisore politico. Più in generale, l’introduzione di un processo autorizzativo complesso e potenzialmente incerto per le operazioni societarie, il cui stesso perimetro applicativo non è sempre ben definito, può ridurre i benefici prospettici delle operazioni di *mergers and acquisitions* (M&A), con il rischio di scoraggiare gli investimenti e di ostacolare il consolidamento del sistema produttivo².

L’obiettivo di questo lavoro è duplice. In primo luogo, ricostruisce l’evoluzione normativa del *golden power*, individuando i settori coinvolti e analizzando l’andamento delle notifiche e dei provvedimenti adottati dal Governo. Successivamente, utilizzando una nuova base dati che traccia l’universo delle operazioni di M&A per le società di capitali (Di Marzio e Pinoli, 2026), si stima l’effetto causale che la progressiva estensione del *golden power* ha avuto sull’attività di M&A nel settore privato non agricolo e non finanziario.

I risultati mostrano che il forte ampliamento del perimetro di applicazione dei poteri speciali, avvenuto a partire dal 2020, ha comportato un marcato aumento delle notifiche al Governo da parte delle imprese intenzionate a realizzare operazioni societarie. Sulla base di una nostra ricostruzione, i settori soggetti a obbligo di notifica rappresentano il 16 per cento

¹ Si ringraziano Federico Cingano, Sauro Mocetti e i partecipanti a un seminario interno per i preziosi consigli. Le opinioni espresse sono personali e non impegnano l’istituto di appartenenza.

² Un ulteriore possibile ostacolo alle operazioni societarie potrebbe giungere dai tempi di risposta della pubblica amministrazione rispetto alle notifiche. Questo canale non sembra tuttavia particolarmente rilevante, poiché i termini dei procedimenti sono piuttosto brevi.

dell'occupazione privata non finanziaria e non agricola. I comparti nei quali i poteri speciali sono stati effettivamente esercitati raggiungono invece circa il 6 per cento dell'occupazione; si tratta di alcuni tra i settori più produttivi e innovativi dell'economia. L'espansione delle notifiche, più pronunciata rispetto a quella osservata in altri paesi europei, non si è tradotta invece in un aumento dei casi di effettivo esercizio dei poteri da parte del Governo (veti o imposizione di condizioni).

Dal punto di vista economico, il *golden power* incide sulle operazioni societarie attraverso due canali distinti: da un lato, l'aumento dei costi amministrativi legati alla procedura di notifica; dall'altro, il rischio che il Governo possa vietare o limitare l'operazione, riducendone il rendimento atteso. Una maggiore incertezza circa la prassi amministrativa nell'esercizio dei poteri aumenta questo secondo effetto, perché rende meno prevedibile *ex ante* se l'operazione verrà sottoposta a condizioni. In questa prospettiva, l'impatto sugli investimenti potrebbe non limitarsi alle operazioni formalmente bloccate, ma riguardare anche quelle disincentivate e mai avviate.

La valutazione empirica di questi effetti è complessa³. L'inclusione di un settore nel perimetro del *golden power* è soggetta a un'elevata incertezza dal punto di vista della misurazione empirica, soprattutto dopo l'estensione del 2020; il metodo adottato in questo lavoro si basa sull'analisi testuale delle notifiche giunte alla Presidenza del Consiglio nel biennio 2020-21 e la definizione di trattamento potrebbe quindi essere soggetta a rilevanti errori di misurazione. Inoltre, le operazioni di M&A non sono osservabili quando non vengono avviate e i settori soggetti alla normativa non sono selezionati in modo casuale, ma coincidono spesso con comparti caratterizzati da elevata produttività e intensità tecnologica. Per affrontare questi problemi, stimiamo gli effetti della normativa utilizzando il metodo del *Synthetic Difference-in-Differences* (Arkhangelsky et al., 2021), collegando l'attività di M&A a livello settoriale (Ateco a cinque cifre) a una variabile dicotomica di trattamento pari a uno se il settore è soggetto al *golden power*.

I risultati mostrano che l'effettiva applicazione della normativa a partire dalla fine del 2014 in alcuni comparti della difesa e delle telecomunicazioni non ha ridotto l'attività di M&A. L'ampliamento del 2020 ha invece prodotto effetti eterogenei. Nei settori in cui l'obbligo di notifica non si è accompagnato all'esercizio effettivo dei poteri governativi, l'attività di M&A ha seguito dinamiche simili allo scenario controfattuale. Nei comparti in cui i poteri sono stati effettivamente esercitati si osserva invece un calo significativo ma temporaneo: tra il 2020 e il 2024 si stimano circa 350 operazioni in meno, un numero ampiamente superiore alle operazioni formalmente bloccate (13) o autorizzate con condizioni (120). L'impatto negativo è risultato statisticamente significativo nel biennio 2021-22, immediatamente successivo all'ampliamento della normativa, in una fase iniziale di elevata incertezza circa l'estensione e le modalità di

³ È bene ricordare che l'obiettivo primario del *golden power* è la tutela degli interessi strategici dello Stato; la valutazione di questo aspetto è però particolarmente complicata ed esula dalle finalità di questo lavoro. È infatti particolarmente difficile capire se l'esercizio dei poteri (o il loro mancato esercizio) abbia adeguatamente tutelato gli interessi nazionali in termini di sicurezza o ordine pubblico. Inoltre, la valutazione delle operazioni economiche oggetto della notifica è discrezionale (costituisce un atto di alta amministrazione, secondo il lessico della giurisprudenza amministrativa, Triscornia, 2019) ed è impossibile da valutare secondo i dati disponibili.

esercizio dei poteri. Negli anni successivi, il progressivo chiarimento dei confini operativi e delle prassi applicative ha attenuato tale incertezza, contribuendo a una normalizzazione del fenomeno.

Nei settori coinvolti – tra i più produttivi e tecnologicamente avanzati – il *golden power* ha quindi temporaneamente ostacolato i processi di razionalizzazione del sistema produttivo, che sono invece proseguiti nel resto dell'economia (Accetturo et al., 2025; Di Marzio e Pinoli, 2026). I risultati sono robusti a una serie di esercizi finalizzati a misurare la presenza di eventuali divergenze tra trattati e controlli prima del trattamento e ad analizzare la rilevanza di errori di misurazione del perimetro di applicazione del *golden power*.

Nel complesso le stime sembrano suggerire che l'aumento del carico amministrativo – presumibilmente modesto rispetto al valore complessivo delle operazioni – non ha di per sé scoraggiato l'attività di M&A. L'impatto negativo registrato nei settori in cui sono stati effettivamente applicati i poteri speciali indica invece che il rischio di divieto o di mancata conclusione dell'operazione secondo i piani iniziali – incidendo sul rendimento atteso del consolidamento – riduce la propensione delle imprese a realizzare operazioni di M&A, soprattutto quando risultano meno note le prassi amministrative.

2. Contesto istituzionale

Dalla golden share al golden power. – A partire dal trattato di Maastricht del 1992, la libera circolazione dei capitali è divenuta una delle quattro libertà fondamentali del mercato unico previste dai trattati europei, coronando un percorso di liberalizzazione iniziato a partire dal collasso del sistema di Bretton Woods (Abdelal, 2009; Hindelang, 2009). L'art. 63 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea dispone la libera circolazione dei capitali non solo all'interno dell'Unione, ma anche con i paesi terzi (Lamandini, 2016).

Sebbene vi sia un'ampia letteratura che mostra gli effetti economici positivi degli investimenti diretti esteri (Fons-Rosen et al, 2021; Stiebale, 2016), vi possono essere rilevanti pericoli per le imprese attive in settori strategici, quali la trasmissione ad altri governi di segreti industriali o di informazioni sui propri cittadini.

Storicamente, gli Stati europei hanno influenzato le imprese nazionali operanti in settori strategici tramite la proprietà pubblica (Prenestini, 2022). La privatizzazione di molte grandi imprese, a partire dagli anni '90, ha portato diversi paesi, fra cui l'Italia, all'adozione della c.d. *golden share*, che consisteva in una clausola statutaria che attribuiva al Governo poteri riguardo a determinate decisioni delle società privatizzate. Tuttavia, la Corte di Giustizia Europea è intervenuta con diverse sentenze rispetto ai sistemi di *golden share* adottati dagli stati europei, fra cui quello italiano, dichiarandoli nella maggior parte dei casi non coerenti con la libertà di circolazione dei capitali prevista dai trattati (Bröhmer, 2007; Scarchillo, 2012; Abu Awwad, 2022). Al tempo stesso, il notevole incremento degli investimenti diretti dei fondi sovrani di paesi terzi, anche in settori strategici, che non operano esclusivamente in base a ragioni di tipo economico, ha portato all'apertura di un dibattito sul rapporto fra investimenti esteri e sicurezza

nazionale, al fine di individuare i migliori strumenti di *policy* per contemperare i benefici economici con le necessità di tutela (Commissione Europea, 2008).

Il golden power nella normativa italiana. – Nel 2012, nel pieno della crisi dei debiti sovrani e in un periodo di forti cambiamenti strutturali del sistema produttivo, l'Italia ha adottato il sistema del *golden power* (DL 21/2012), divenuto effettivamente operativo nell'ottobre 2014 a seguito dell'emanazione dei decreti attuativi che dettano le disposizioni procedurali sull'esercizio dei poteri e identificano le attività di rilevanza strategica⁴. Nelle sue linee essenziali, la disciplina si compone di un dovere di notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri di una serie di operazioni che riguardano imprese operanti in settori strategici. A seguito di un'istruttoria, il Governo può decidere di autorizzare l'operazione oppure di esercitare i poteri speciali, che devono essere adeguati e proporzionati a tutelare l'interesse pubblico. Le misure più prescrittive sono l'opposizione all'acquisto di una partecipazione o il veto rispetto all'esecuzione di una determinata operazione societaria o delibera del consiglio di amministrazione. Qualora invece gli acquisti o le operazioni vengano autorizzate, possono essere imposte specifiche condizioni oppure richiesti determinati impegni alle parti.

I termini per il procedimento sono brevi: le parti devono notificare l'operazione entro dieci giorni dal suo compimento e il Governo esercita i poteri entro quarantacinque giorni dalla notifica, con la possibilità di sospendere il procedimento (per dieci o venti giorni) per una sola volta al fine di richiedere informazioni. Tuttavia, il termine di quarantacinque giorni decorre solamente dal momento in cui la notifica sia "completa": è quindi possibile che la durata del procedimento sia superiore rispetto ai termini previsti dalla legge. Al fine di semplificare l'attività di controllo e garantire maggiore certezza agli investitori, nel 2022 è stata introdotta la c.d. prenotifica⁵, che fornisce agli investitori un parere preventivo sull'applicabilità o meno del *golden power* all'operazione proposta e una valutazione circa la sussistenza di eventuali profili di rischio per gli interessi strategici.

La disciplina del 2012 coinvolgeva esclusivamente imprese operanti nei settori della difesa e sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni qualora queste imprese detenessero attivi strategici⁶. Inoltre, le operazioni oggetto di notifica riguardavano essenzialmente l'acquisizione di partecipazioni di controllo oppure l'esecuzione di operazioni societarie straordinarie da parte delle società operanti in questi settori.

Tale normativa è stata più volte modificata nel corso degli anni, per renderla adeguata a rispondere oltre che ai rischi presentati dai fondi sovrani, anche alle nuove sfide geopolitiche poste dal progetto della Via della Seta (Alvaro et al., 2019), dalla crisi pandemica e dall'inaspirarsi

⁴ Sistemi di scrutinio degli investimenti diretti esteri sono stati adottati più diffusamente nell'Unione Europea a partire dagli anni '10 e sono ora previsti nella maggioranza degli Stati UE (Ocse, 2022).

⁵ DPCM 133/2022.

⁶ Tali attivi sono definiti come reti e impianti necessari ad assicurare l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali e beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale (individuati in un DPCM).

delle tensioni a livello globale. Sebbene si siano succedute più riforme a livello sia nazionale⁷ sia europeo⁸, queste sono divenute pienamente efficaci a partire dal 2020, quando è stata data attuazione alle modifiche legislative intervenute negli anni precedenti⁹. Inoltre, a causa della pandemia da Covid-19 e dei conseguenti timori che l'incertezza economica potesse favorire l'acquisizione di imprese strategiche, nel 2020 la Commissione Europea¹⁰ ha esortato gli Stati membri a servirsi dei poteri speciali previsti dalle legislazioni nazionali in caso di acquisizioni che potessero comportare rischi per la sicurezza o l'ordine pubblico nell'UE anche nel settore sanitario.

L'ampliamento dell'ambito di applicazione dei poteri speciali è dovuto all'incremento sia dei settori considerati strategici, sia della tipologia di operazioni che devono essere notificate. I poteri sono stati estesi infatti ai settori quali i trasporti, la stampa, la sanità o l'agroindustria; inoltre sono stati considerati come strategici tutti i comparti ad alta intensità tecnologica, che utilizzano sistemi di intelligenza artificiale, robotica, cloud e tecnologia 5G. È stato esteso lo scrutinio anche alle operazioni tra soggetti europei e nazionali, nonché all'acquisizione di partecipazioni di minoranza da parte di soggetti extra-europei (Felicetti, 2025).

La normativa europea sarà rafforzata nei prossimi anni; a dicembre 2025 è stato raggiunto un accordo politico fra il Consiglio e il Parlamento europeo per la revisione del regolamento sugli investimenti diretti esteri. Il nuovo regolamento, che dovrebbe essere adottato nella prima metà del 2026 e divenire efficace nel 2027, richiederà agli stati membri di prevedere meccanismi di controllo degli investimenti esteri in determinati settori – diversamente dall'attuale regolamento che incoraggia queste procedure ma non le rende obbligatorie – oltre a rafforzare i meccanismi di cooperazione e di condivisione delle informazioni fra gli stati e la Commissione.

3. Le notifiche e l'esercizio dei poteri

L'ampliamento dell'ambito di applicazione dei poteri speciali ha comportato un aumento rilevante del numero di notifiche, passando da meno di cento nel 2019 a 660 nel 2024 (Figura 1.a). I poteri di intervento continuano tuttavia a essere esercitati solo in un limitato numero di casi (Figura 1.b): nell'ultimo quinquennio i veti, volti a bloccare un'operazione societaria, sono stati 13 mentre gli altri poteri speciali (imposizioni di condizioni e/o prescrizioni) sono stati usati circa 120 volte.

Il fatto che le decisioni di esercizio dei poteri siano esigue rientra nella fisiologia della normativa, mentre il numero significativo di casi in cui la norma viene considerata non applicabile indica che le disposizioni presentano talvolta contorni non netti. L'incertezza del perimetro della normativa, sebbene comporti costi per gli investitori, presenta indubbi benefici

⁷ L 172/2017, DL 22/2019 e DL 23/2020, le cui disposizioni sono state più volte rinnovate e rese permanenti dal DL 21/2022.

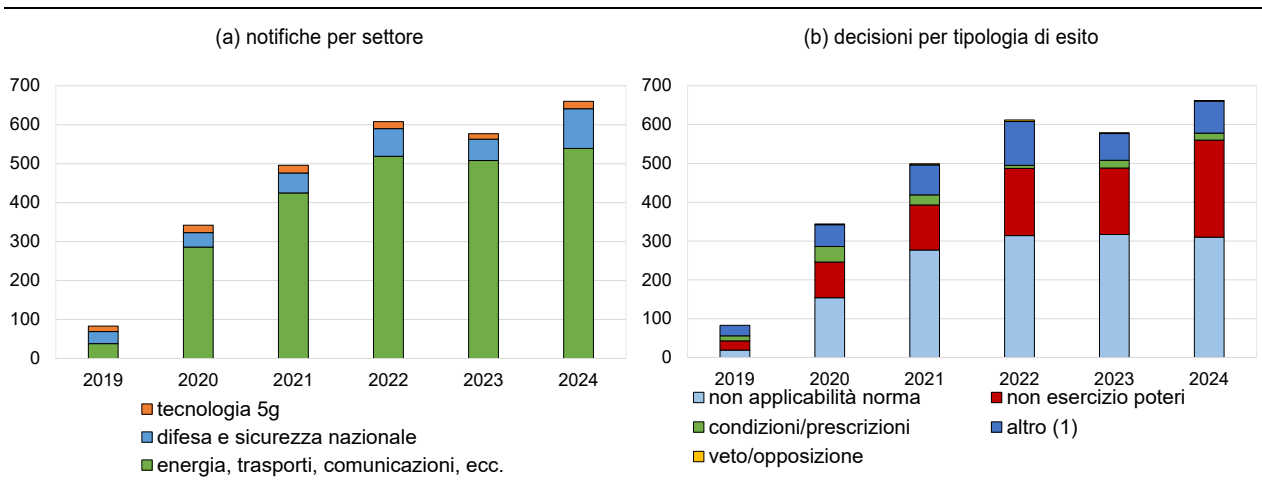
⁸ Nel 2019 è stato emanato il regolamento europeo sul controllo degli investimenti esteri diretti (Regolamento (UE) 2019/452). Sebbene il regolamento miri principalmente a rafforzare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra la Commissione e gli stati membri, individua anche una serie di settori rispetto ai quali gli stati possono esercitare controlli in materia di investimenti esteri, senza tuttavia limitare la loro discrezionalità in materia.

⁹ Con l'emanazione del DPCM 179/2020.

¹⁰ Comunicazione 2020/C991/01.

per il *policy maker*, poiché ne garantisce l’adattabilità al mutamento delle circostanze, senza richiedere una modifica formale, e riduce le possibilità di elusione.

Figura 1. L’esercizio dei poteri speciali sulle operazioni societarie
(unità)



Fonte: per gli anni 2019-2023, relazioni al Parlamento concernenti l'attività svolta sulla base dei poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale; per il 2024, relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza. (1) La voce "altro" comprende la procedura semplificata per le operazioni infragruppo, il DPCM di approvazione del piano annuale 5G con o senza prescrizioni e condizioni e altre categorie residuali.

Nonostante la Commissione europea abbia avuto un ruolo di primo piano nell’espansione della disciplina dei poteri speciali e un regolamento europeo disciplini in parte la materia, gli Stati membri mantengono ampi margini di discrezionalità nell’individuazione dei settori coinvolti, riguardo al tipo di operazioni che devono essere notificate, e sull’individuazione della procedura per la notifica e la revisione dell’operazione, come evidenziato anche dall’OCSE (Ocse, 2022).

Nonostante queste differenze normative, tutte le principali economie europee – Francia, Germania e Spagna – hanno visto un incremento significativo delle operazioni notificate a partire dal 2020. Come in Italia, l’esercizio dei poteri di veto è rimasto tuttavia limitato a pochissimi casi. Sebbene tali tendenze appaiano generali, sussistono alcune differenze con riguardo al numero di notifiche e all’esercizio dei poteri. Nel 2024, il numero di operazioni notificate in Italia è stato circa doppio rispetto al numero di notifiche in Francia (327), secondo paese per numero di notifiche. Invece, la Francia ha disposto prescrizioni o condizioni alle operazioni in un numero significativamente maggiore di casi (99) rispetto a tutti gli altri paesi considerati, in ciascuno dei quali sono stati inferiori a venti.

4. L’effetto sulle operazioni di M&A: dati e identificazione

Individuazione dei settori soggetti a golden power. – Come descritto nel paragrafo 2, l'introduzione del *golden power* in Italia è avvenuta in due fasi distinte.

La prima (formalmente entrata in vigore nel 2012 e divenuta efficace a fine 2014) ha individuato alcuni settori strategici afferenti ai comparti della difesa (fabbricazione di armi e munizioni, di veicoli militari e di strumenti ottici e per la navigazione), a quello energetico (produzione e trasmissione di energia elettrica), dei trasporti (gestione delle infrastrutture portuali e aeroportuali), dell'informatica e delle telecomunicazioni. Considerando la classificazione Ateco a cinque cifre, i settori coinvolti sono stati 17.

La seconda fase (entrata in vigore nel 2020), oltre ad aver identificato nuovi settori, ha indicato una serie di tecnologie e infrastrutture critiche il cui utilizzo da parte delle imprese le qualifica come soggette al *golden power*. L'identificazione dei settori coinvolti in questa seconda fase è quindi più complessa anche a causa dell'assenza di dati affidabili sull'utilizzo delle tecnologie e delle infrastrutture critiche a livello settoriale. Il metodo adottato in questo lavoro si basa sull'analisi testuale delle notifiche pervenute alla Presidenza del Consiglio, il cui elenco completo – che include anche i casi di non applicabilità della norma o non esercizio dei poteri speciali – è contenuto nelle relazioni al Parlamento del 2020 e 2021¹¹.

Dall'analisi dei singoli casi sono state identificate le imprese detentrici degli asset strategici e, tramite il dataset Cerved, è stato associato loro un codice Ateco a cinque cifre. Un settore soggetto a *golden power* è quindi un settore a cui appartiene un'impresa che ha notificato al Governo un'operazione societaria.

Dopo aver escluso i comparti per i quali la normativa non era applicabile, le cui notifiche sono state presumibilmente inviate a scopo precauzionale¹², i settori soggetti al *golden power* nel 2020 sono stati raggruppati in due categorie principali. La prima (chiamata “con esercizio poteri”) comprende i 30 comparti nei quali sono stati esercitati i poteri speciali; per questo gruppo sono stati esclusi i casi di veto alle operazioni societarie, in modo da isolare correttamente l'effetto di scoraggiamento derivante dal possibile esercizio dei poteri speciali, senza confonderlo con l'impatto diretto dei veti sul numero di M&A. La seconda (chiamata “senza esercizio poteri”) include invece gli 85 settori per i quali i poteri non sono stati attivati.

Le due definizioni catturano aspetti differenti dell'impatto della normativa sui profitti attesi dalle operazioni societarie. Nei settori nei quali l'attività di notifica è raramente seguita da un intervento da parte del Governo (“senza esercizio poteri”), le imprese fronteggiano un costo fisso di natura burocratica per l'istruzione di una pratica amministrativa a fronte di un rischio relativamente basso che l'operazione societaria venga ostacolata dal Governo. Di converso, nei comparti nei quali i poteri speciali sono più frequentemente esercitati (“con esercizio poteri”), le imprese – oltre a sostenere il costo amministrativo – corrono il rischio che l'operazione non possa

¹¹ A partire dal 2022, invece, le relazioni contengono solo l'elenco delle notifiche che hanno comportato l'esercizio dei poteri speciali.

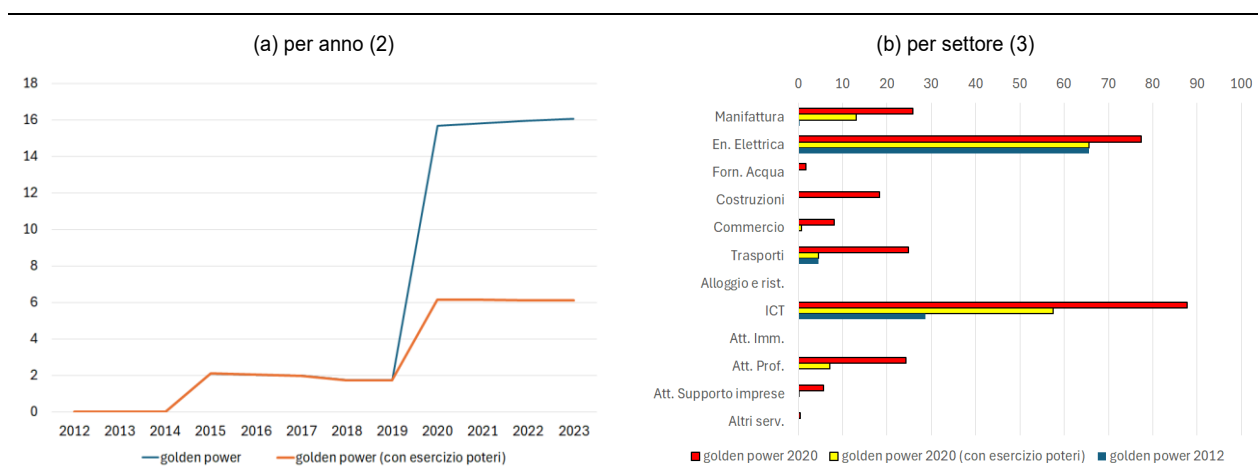
¹² Queste rappresentano circa la metà del totale delle notifiche pervenute a partire dal 2020.

essere realizzata secondo i piani iniziali o possa essere addirittura vietata; in questo caso il beneficio atteso (al lordo del costo fisso) dall'operazione di M&A si riduce.

La progressiva espansione degli ambiti di applicazione del *golden power* ha comportato una crescita della percentuale di occupati dei settori coinvolti (fig. 2.a). Tale quota è passata da poco meno del 2 per cento dell'occupazione del settore privato non agricolo e non finanziario nel 2015 al 16 per cento nel 2023; anche limitandosi ai comparti per i quali sono stati effettivamente esercitati i poteri speciali, la percentuale ha comunque raggiunto il 6 per cento.

I settori soggetti al *golden power* al momento della sua istituzione (2012) erano perlopiù concentrati nelle telecomunicazioni e nell'energia (fig. 2.b). L'espansione del 2020 ha coinvolto soprattutto la manifattura e le attività professionali e scientifiche, risultando comunque diffusa in quasi tutti i comparti del settore privato.

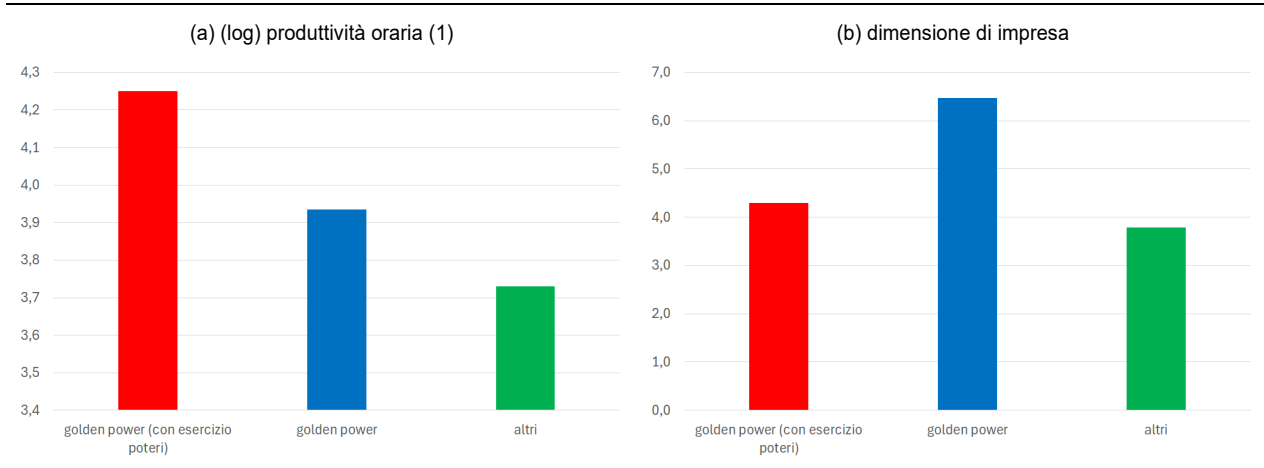
Figura 2. Quota di occupazione dei settori soggetti a *golden power* (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati ASIA. (1) Sul totale dell'occupazione del settore privato non agricolo e non finanziario. – (2) Golden power include i settori soggetti al golden power nel 2012 e nel 2020 (con e senza esercizio dei poteri speciali). – (3) Quota di occupazione settoriale soggetta a *golden power*.

I settori soggetti al *golden power* sono più produttivi e tecnologicamente avanzati rispetto al resto dell'economia. La produttività oraria, misurata dal valore aggiunto per ora lavorata, è più alta del 30 per cento nei settori *golden power* e del 50 per cento considerando i comparti nei quali vi è stato esercizio dei poteri (fig. 3.a). I comparti soggetti all'esercizio dei poteri speciali sono anche caratterizzati da una dimensione media di impresa superiore, anche se le differenze non sono statisticamente significative (fig. 3.b).

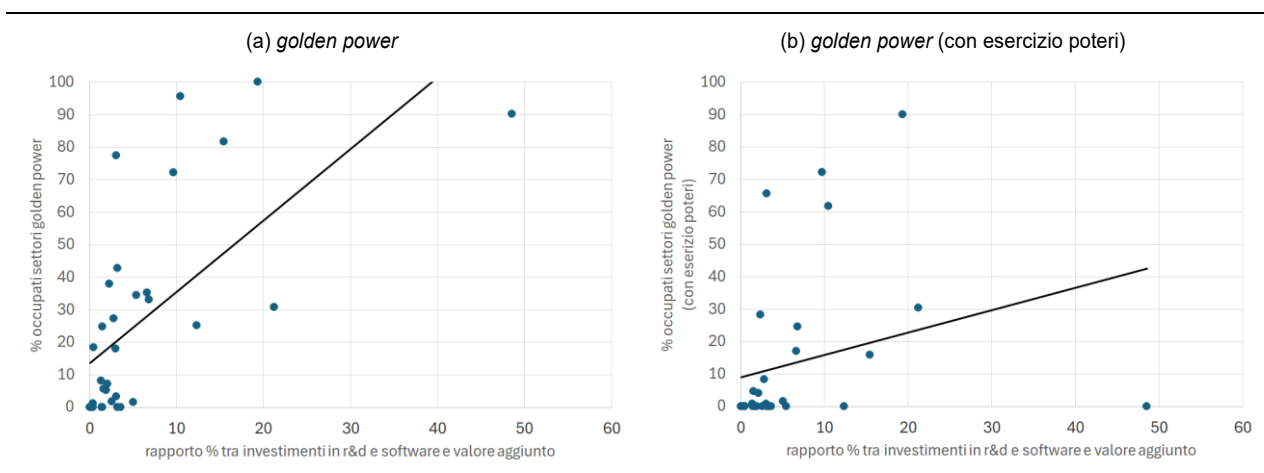
Figura 3. Caratteristiche dei settori soggetti a golden power (1)
(unità)



Fonte: elaborazioni su dati ASIA. (1) Dati riferiti al 2023 per le imprese del settore privato non agricolo e non finanziario. Golden power include i settori soggetti al golden power nel 2012 e nel 2020 (con e senza esercizio dei poteri speciali); golden power (con esercizio poteri) include i settori soggetti nel 2012 e quelli del 2020 nei quali sono stati esercitati i poteri speciali. - (2) Logaritmo del valore aggiunto per ora lavorata.

Nei settori soggetti al *golden power* anche il grado di innovatività, misurato dal rapporto tra investimenti in ricerca e sviluppo e software su valore aggiunto, è nettamente maggiore rispetto al resto dell'economia: all'aumentare della quota di occupati in questi settori, il grado di innovatività aumenta (fig. 4).

Figura 4. R&D dei settori soggetti a golden power (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat (Conti nazionali e ASIA). (1) Dati riferiti al 2023. La linea nera rappresenta la retta di interpolazione lineare. Golden power include i settori soggetti al golden power nel 2012 e nel 2020 (con e senza esercizio dei poteri speciali); golden power (con esercizio poteri) include i settori soggetti nel 2012 e quelli del 2020 nei quali sono stati esercitati i poteri speciali.

I dati sulle attività di M&A. – Le informazioni sulle operazioni di M&A provengono da una base dati originale sulle operazioni di fusione e acquisizione tra imprese italiane, costruita a partire dalle informazioni di InfoCamere (Di Marzio e Pinoli, 2026). Le fusioni sono identificate utilizzando l'apposito archivio, basato sui dati del Registro delle Imprese; le acquisizioni sono invece individuate a partire dai dati sugli assetti proprietari, considerando i casi in cui il controllo di un'impresa viene acquisito da un'altra persona giuridica¹³. Per distinguere le operazioni che comportano un effettivo trasferimento del controllo ultimo da riorganizzazioni societarie interne ai gruppi, i dati di InfoCamere sono integrati con le informazioni sul *Global Ultimate Owner* tratte dal database Orbis e con quelle sui maggiori gruppi operanti in Italia di fonte Centrale dei Bilanci.

Il dataset include le operazioni osservate nel periodo 2011-2024 e contiene informazioni sia sulle imprese target sia sulle acquirenti. Le operazioni di M&A sono assegnate ai settori economici sulla base del codice Ateco (a cinque cifre) dell'impresa target, in quanto è quest'ultima a essere direttamente interessata dall'operazione e, nei settori rilevanti, a detenere l'asset strategico soggetto a *golden power*. È quindi possibile costruire un indicatore che quantifica l'attività di M&A in ciascun settore e in ciascun anno del periodo considerato.

Sebbene il *golden power* venga spesso considerato uno strumento di controllo degli investimenti diretti esteri, in questo lavoro non viene effettuata la distinzione tra operazioni con acquirente nazionale o estero; i poteri speciali possono infatti essere esercitati in diversi casi anche quando l'acquirente è italiano¹⁴. Inoltre, l'ampia maggioranza delle operazioni M&A viene effettuata tramite un veicolo italiano e, di conseguenza, viene registrata nel nostro dataset come operazione fra imprese italiane anche se l'acquirente finale è estero.

5. L'effetto sulle operazioni di M&A

Strategia di identificazione. – Per stimare l'effetto dell'estensione del *golden power* sull'attività di M&A si utilizzano i settori identificati come soggetti a *golden power* nel 2012 e nel 2020 (vedi sezione precedente) come unità trattate e il resto dell'economia (settore privato non agricolo e non finanziario) come gruppo di controllo. Adottiamo lo stimatore *synthetic difference-in-differences* (SDID), un metodo di valutazione delle politiche recentemente proposto da Arkhangelsky et al. (2021) come evoluzione del *difference-in-differences* e del controllo sintetico.

¹³ Il controllo è definito come il possesso di oltre il 50 per cento del capitale sociale. Nei casi in cui l'acquirente figurava già tra i soci dell'impresa target, l'operazione è classificata come acquisizione solo se comporta un aumento della partecipazione pari ad almeno 33 punti percentuali, al fine di escludere variazioni marginali delle quote.

¹⁴ Le operazioni scrutinate a seconda della nazionalità dell'investitore variano a seconda dei settori (difesa, sicurezza, comunicazioni, ecc.) e del tipo di operazione (acquisizione di una partecipazione rilevante o di controllo).

Formalmente, lo SDID stima l'effetto del trattamento, $\hat{\tau}$, risolvendo il seguente problema dei minimi quadrati pesati:

$$(\hat{\tau}, \hat{\mu}, \hat{\alpha}, \hat{\beta}) = \arg \min_{\tau, \mu, \alpha, \beta} \left\{ \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (Y_{it} - \mu - \alpha_i - \beta_t - W_{it}\tau)^2 \hat{\omega}_i \hat{\lambda}_t \right\}$$

Dove Y_{it} è il numero di operazioni di M&A al tempo t con impresa target appartenente al settore i , rapportato al numero totale di imprese appartenenti allo stesso settore; W_{it} è una dummy pari a uno se il settore, a partire dal tempo t , è stato soggetto a *golden power*. α_i e β_t sono effetti fissi per settore e anno.

Una caratteristica chiave dello stimatore SDID è la sua capacità di affrontare in maniera flessibile potenziali differenze nei trend di M&A tra settori attraverso l'introduzione di pesi per le unità ($\hat{\omega}_i$) e pesi temporali ($\hat{\lambda}_t$). I pesi per le unità sono assegnati alle unità di controllo in modo tale che le traiettorie della variabile dipendente nel periodo pre-trattamento delle unità trattate e delle unità di controllo pesate risultino il più possibile simili. I pesi temporali svolgono un ruolo complementare, attribuendo maggiore rilevanza ai periodi pre-trattamento in cui unità trattate e di controllo mostrano dinamiche di Y_{it} più comparabili. Questa ri-ponderazione nel tempo rafforza la credibilità dell'ipotesi di trend paralleli, assegnando maggiore importanza ai periodi che meglio approssimano un trend comune pre-trattamento.

L'analisi è condotta separatamente per le due fasi di trattamento. In entrambi i casi si escludono i settori già trattati o che verranno successivamente soggetti al *golden power* e si utilizza, come campione di controllo, il gruppo dei mai trattati (*never treated*)¹⁵. Il periodo di analisi è il 2011-19 (con primo anno di trattamento nel 2015) per la prima fase e il 2015-2024 (con primo anno di trattamento nel 2020) per la seconda.

Prima di analizzare i risultati dell'analisi è utile discutere alcuni caveat relativi all'interpretabilità in senso causale delle stime. Il primo si riferisce alla possibile presenza di errori di misurazione nella classificazione dei settori soggetti al *golden power* nel 2020. Da un lato, l'inclusione nel perimetro di trattamento si basa sulle notifiche fatte dalle imprese che, nel biennio 2020-21, intendevano fare operazioni di M&A; si tratta quindi di un campione selezionato di settori nei quali c'era almeno un'impresa che desiderava intraprendere un'operazione societaria. Nel gruppo dei controlli potrebbero essere quindi presenti dei settori – soggetti al *golden power* – nei quali non erano presenti imprese pronte a fare operazioni societarie in quel biennio. Dall'altro, molte delle notifiche di quel biennio sono state presentate a scopo precauzionale; pur escludendo i comparti per i quali la normativa non era applicabile, vi è il rischio di considerare come trattati settori che non lo erano semplicemente perché una singola impresa di quel comparto aveva deciso di notificare la propria operazione al Governo. Tali errori nella variabile di trattamento potrebbero generare un'attenuazione della stima e verranno affrontati con esercizi di robustezza appositi.

Il secondo caveat è relativo alla presenza di un *selection bias* nella definizione di *golden power* “con esercizio dei poteri”. Questo gruppo di settori viene identificato *ex post* a partire da

¹⁵ Si escludono i comparti che, nella media 2011-2024 avevano meno di 30 imprese.

un esito del processo regolatorio (l'intervento effettivo del Governo); in termini causali, ciò equivale a usare nell'analisi una variabile che si osserva dopo il trattamento e che può essere influenzata dal trattamento stesso. Se le differenze tra i settori con e senza i poteri speciali fossero stabili nel tempo, lo stimatore SDID eliminerebbe la distorsione analizzando semplicemente i trend nella variabile dipendente. È però possibile che la decisione di intervenire potrebbe essere stata indotta da dinamiche anomale delle M&A proprio al momento dell'entrata in vigore della norma: in tal caso, il coefficiente stimato può risultare più elevato rispetto a quello che si otterrebbe senza *selection bias*; poiché, come si vedrà nel prossimo paragrafo, il coefficiente stimato nelle regressioni è negativo e significativo, è possibile che la nostra stima sia un *lower bound* rispetto all'effetto vero poiché il campione dei settori trattati è caratterizzato da una spinta endogena alle M&A superiore rispetto ai controlli.

Risultati. – Le stime eseguite con il metodo del SDID mostrano che, in aggregato, le estensioni del *golden power* del 2012 e del 2020 non hanno avuto effetti significativi sul numero di operazioni di M&A osservate a livello settoriale (Tav. 1).

Nello specifico, l'applicazione del *golden power* a fine 2014 (c.d. *golden power* 2012) si è associata nella media del periodo 2015-19 a un incremento del numero di operazioni societarie, anche se la stima è imprecisa e lo *standard error* è superiore al coefficiente.

L'effetto dell'estensione del 2020 (un leggero calo delle operazioni di consolidamento, seppur non statisticamente significativo) è invece l'aggregato di sottostanti effetti eterogenei. In particolare, nei settori nei quali i poteri speciali sono stati effettivamente applicati, la diminuzione è stata consistente e statisticamente significativa¹⁶ mentre nei comparti in cui non sono stati esercitati i poteri l'impatto è nullo.

Nella media del periodo 2020-24, i settori in cui sono stati esercitati i poteri del *golden power* hanno visto una diminuzione di 0,2 punti percentuali delle imprese coinvolte in operazioni di M&A come target, una variazione pari al 14 per cento della media pre-trattamento dei trattati. L'effetto è risultato quantitativamente maggiore per le imprese manifatturiere, che hanno osservato una riduzione delle operazioni di M&A di 0,5 punti percentuali, circa un quarto rispetto al periodo pre-trattamento; risulta invece statisticamente non diverso da zero e più limitato da un punto di vista quantitativo l'impatto per i servizi, la cui attività di M&A risulta comunque più limitata.

Tav. 1 – Impatto del *golden power* sulle operazioni di M&A

	<i>Golden power</i> 2012	<i>Golden power</i> 2020	<i>Golden power</i> 2020 (senza esercizio poteri)	<i>Golden power</i> 2020 (con esercizio poteri)		
				Totale	Manifattura	Servizi
Coefficiente	0.2303	0.0410	0.1338	-0.2239**	-0.4818**	0.0508
Standard error	[0.3959]	[0.0784]	[0.0946]	[0.1116]	[0.1958]	[0.1892]

¹⁶ Come accennato in precedenza, questa diminuzione non è guidata dai casi di veto alle operazioni, che sono stati esclusi dall'analisi.

Media var. dip. dei trattati prima del trattamento	2.7522	1.8025	1.8502	1.6475	1.9596	1.0682
N. settori trattati	16	95	72	23	14	9
N. settori controllo	769	690	712	762	288	427
N. anni	9	10	10	10	10	10

Note: Elaborazioni su dati Cerved e InfoCamere.

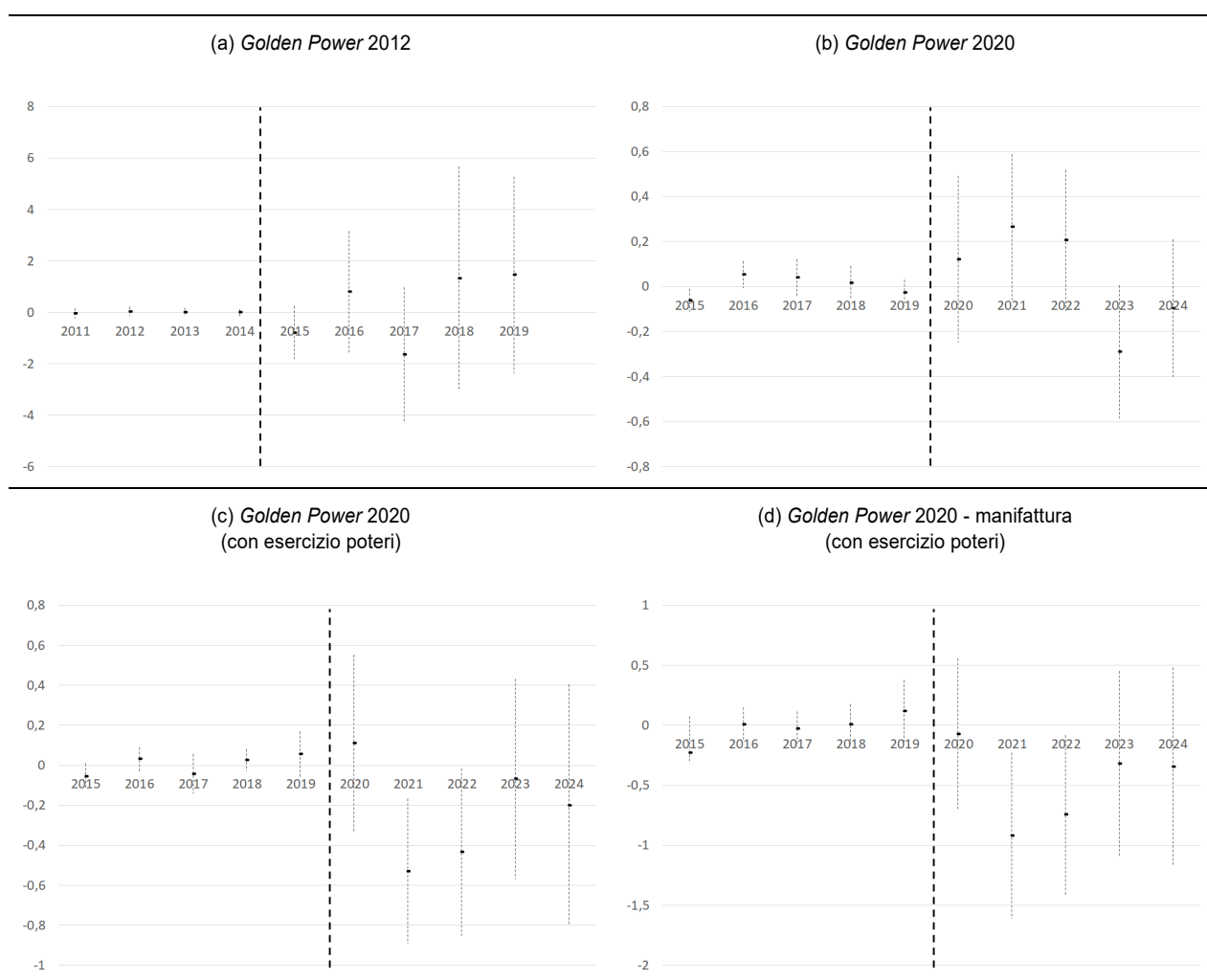
Metodo di stima: SDID. Standard errors bootstrappati (50 replicazioni). *** p-value<0,01, **p-value<0,05, *p-value<0,1. *Golden power* 2012: periodo di stima 2011-19 (primo anno di trattamento: 2015). *Golden power* 2020: periodo di stima 2015-2024 (primo anno di trattamento: 2020). Variabile dipendente: percentuale di imprese target sul totale delle imprese del settore. Le regressioni escludono i settori che nella media 2011-2024 hanno registrato meno di 30 imprese.

Sulla base delle stime della tav. 1 è possibile quantificare il numero di operazioni societarie “mancanti”, cioè che si sarebbero potute osservare in assenza della *policy*. Con riferimento ai settori nei quali vi è stato un intervento governativo, si moltiplica il coefficiente stimato (-0,2239 punti percentuali, cioè -0,002239) per il numero medio di imprese nei settori trattati (1404); tale prodotto viene moltiplicato a sua volta per il numero di anni di applicazione della norma (5) e per il numero di settori soggetti (23). Nel complesso, tra il 2020 e il 2024 vi sono state circa 350 operazioni in meno rispetto a quanto sarebbe stato osservato in assenza della *policy*; il calo si è concentrato prevalentemente nella manifattura (circa 300 M&A in meno¹⁷). Il numero di M&A mancanti è nettamente superiore a quello dei veti (13) e delle prescrizioni (120), indicando che la normativa ha avuto un effetto di deterrenza molto ampio.

La fig. 5 presenta i risultati delle stime SDID attraverso un approccio *event-study*, che consente di stimare l’effetto del *golden power* in ciascun anno e di analizzare con attenzione le differenze tra settori soggetti e controlli prima del trattamento. In tutte le stime, l’ipotesi di trend comune pre-trattamento è confermata, non essendovi differenze significative tra i settori soggetti e i controlli nella dinamica delle M&A prima dell’introduzione della normativa. Per i settori soggetti al *golden power* nel 2012 e nella media di quelli del 2020 (fig. 5.a e 5.b), gli effetti risultano non significativi in alcun anno successivo all’introduzione della *policy*. Nei settori con esercizio dei poteri (fig. 5.c e 5.d), la diminuzione delle operazioni di M&A è risultata particolarmente pronunciata nel biennio 2021-22, per poi azzerarsi nel 2023-24. Sebbene le operazioni “perse” nel 2021-22 non siano state recuperate, la scomparsa dell’effetto nei settori con esercizio dei poteri indica che l’incertezza sull’applicazione dei poteri per gli investitori è diminuita, riducendone il costo prospettico ai soli oneri amministrativi. Il consolidamento della prassi amministrativa e dell’esperienza dei consulenti delle imprese potrebbero avere contribuito a determinare questo effetto.

¹⁷ Questo risultato è ottenuto moltiplicando -0,004818(coefficiente)*868(numero medio di imprese per settore)*14(settori trattati)*5(anni).

Figura 5. Impatto del Golden Power: profilo temporale

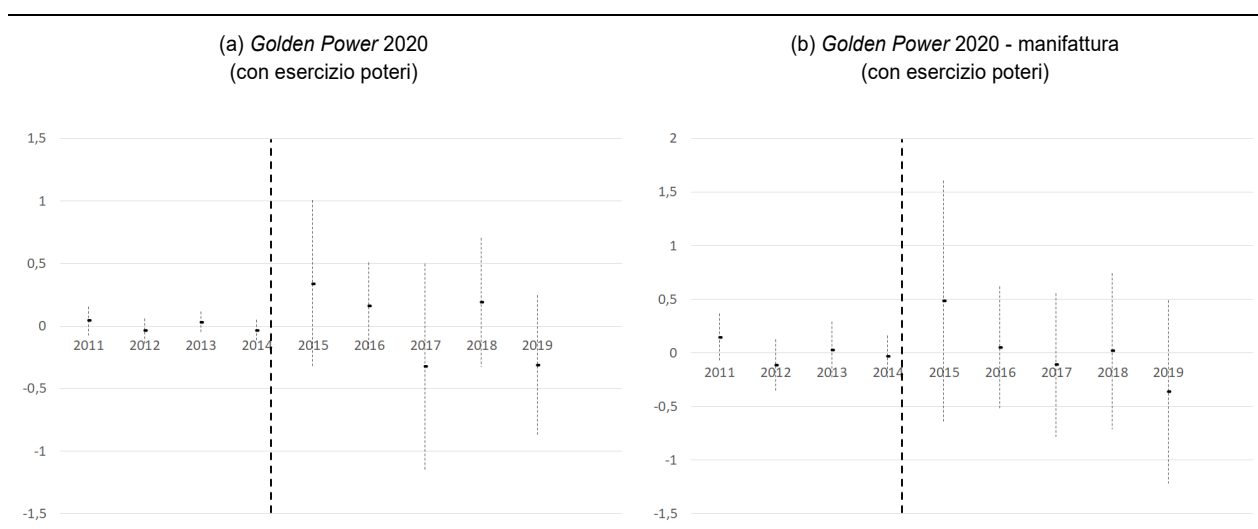


Fonte: Elaborazioni su dati Cerved e InfoCamere. La figura rappresenta i coefficienti e gli intervalli di confidenza al 95 per cento della stima "event study" attraverso il metodo di stima SDID. La linea verticale tratteggiata corrisponde all'inizio del trattamento. Golden power 2012: periodo di stima 2011-19 (primo anno di trattamento: 2015). Golden power 2020: periodo di stima 2015-2024 (primo anno di trattamento: 2020). Variabile dipendente: percentuale di imprese target sul totale delle imprese del settore. Le regressioni escludono i settori che nella media 2011-2024 hanno registrato meno di 30 imprese.

Robustezza. – Un metodo alternativo per testare l'esistenza di eventuali divergenze nei trend tra trattati e controlli prima del trattamento, nonché eventuali effetti di anticipazione della normativa, è un esercizio placebo, in cui si ipotizza che l'introduzione del trattamento nei settori

soggetti a *golden power* nel 2020 sia in realtà avvenuta nel 2015, in parallelo con la prima formulazione della norma. I risultati della fig. 6 mostrano che i coefficienti stimati a partire dal 2015 non sono mai statisticamente differenti da zero.

Figura 6. Esercizi placebo 1



Fonte: Elaborazioni su dati Cerved e InfoCamere. La figura rappresenta i coefficienti e gli intervalli di confidenza al 95 per cento della stima "event study" attraverso il metodo di stima SDID. La linea verticale tratteggiata corrisponde all'inizio del trattamento. Periodo di stima 2011-19 (primo anno di trattamento: 2015). I settori trattati sono quelli che sono stati inclusi nel perimetro del Golden power nel 2020, ai quali è stato attribuito come primo anno di trattamento placebo il 2015. Variabile dipendente: percentuale di imprese target sul totale delle imprese del settore. Le regressioni escludono i settori che nella media 2011-2024 hanno registrato meno di 30 imprese.

Un secondo esercizio di robustezza si riferisce invece al metodo di individuazione dei settori trattati a partire dal 2020, sia nei casi nei quali sono stati esercitati i poteri speciali sia quando non lo sono stati.

Come spiegato nella sezione 4, l'inclusione di un settore nel perimetro del golden power è legato alle notifiche presentate alla Presidenza del Consiglio nel biennio 2020-21. Da un lato, tale definizione potrebbe essere troppo restrittiva, poiché esclude eventuali settori che potrebbero essere coinvolti ma per i quali non erano previste operazioni di M&A in quei due anni; dall'altro potrebbe essere troppo ampia, poiché è sufficiente che un'impresa notifichi il Governo e che questo esamini l'operazione per comportare l'inclusione di tutto il settore nella variabile di trattamento.

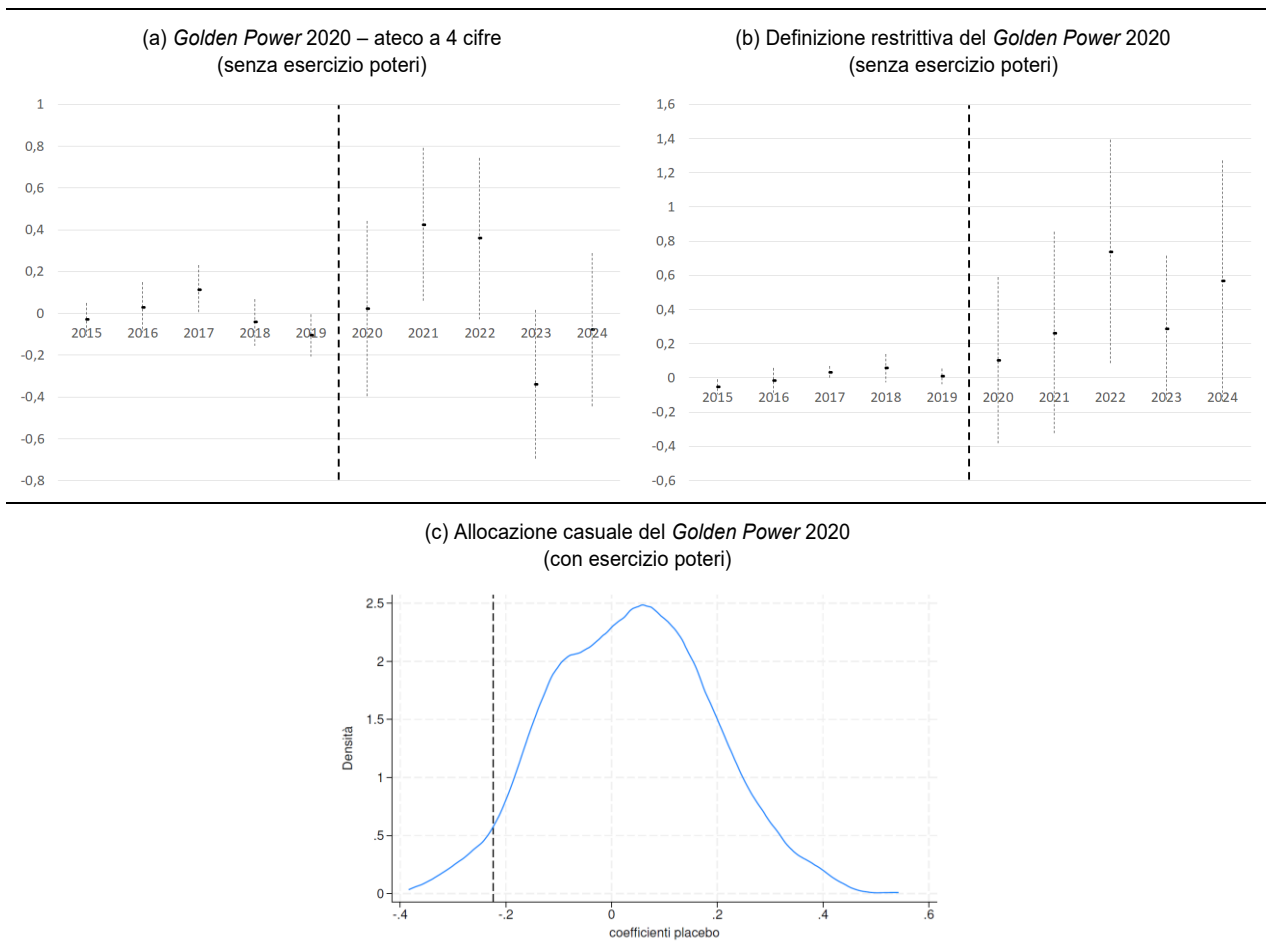
Per affrontare questi problemi si propongono due esercizi di robustezza. Nel primo – finalizzato ad affrontare la possibile eccessiva restrittività della definizione – viene presentata la stessa analisi a un livello settoriale più aggregato; l'idea è che comparti potenzialmente soggetti al golden power ma che non hanno presentato notifiche nel biennio 2020-21 sono probabilmente

simili per categoria merceologica e tecnologie utilizzate a quelli che hanno notificato. Tale vicinanza tecnologica può essere approssimata dall'appartenenza allo stesso codice Ateco a quattro cifre (invece che a quello a cinque cifre utilizzato in precedenza). I risultati della fig. 7.a mostrano che i coefficienti per il *golden power* 2020 (senza esercizio dei poteri) rimangono non significativi, indicando che la stima nulla ottenuta nella tav. 1 non sembra dipendere dalla presenza di settori trattati nel gruppo di controllo.

Il secondo tipo di errore di misura è legato alla possibile presenza di comparti non soggetti al *golden power* nel gruppo di trattati. Al fine di analizzare questo aspetto è stata considerata una definizione più restrittiva, considerando come soggetti al *golden power* i settori per i quali sono state osservate almeno tre notifiche. I risultati nella fig. 7.b mostrano che questo cambio di definizione non comporta un cambiamento rilevante nei risultati: l'effetto continua a essere statisticamente non significativo per i settori nei quali non vi è stato un intervento governativo.

L'ultimo aspetto analizzato è legato invece alla definizione di settore *golden power* con esercizio di poteri, legata al tipo di intervento del Governo. Nei documenti esaminati non è stato possibile valutare l'impatto economico delle prescrizioni, che, in linea di principio, potrebbero anche non essere particolarmente onerose per il valore complessivo dell'operazione. In questo caso, il coefficiente negativo stimato potrebbe dipendere invece da altri fattori, non osservabili dal punto di vista empirico. Per affrontare questo punto è stato condotto un esercizio placebo nel quale, all'interno del gruppo dei 95 settori soggetti al *golden power* nel 2020, è stato assegnato casualmente l'intervento del Governo a 23 comparti; l'esercizio è stato replicato mille volte e i risultati sono presentati nella fig. 7.c, che raffigura i coefficienti stimati in ciascuna assegnazione casuale. Solo nello 0,5 per cento dei casi il valore della stima è inferiore a quello riportato nella tav. 1 (linea tratteggiata verticale) implicando che è stato l'esercizio effettivo dei poteri ad avere gli effetti quantitativamente rilevanti trovati nella tav. 1; la stima negativa ottenuta dipende quindi da un vero effetto scoraggiamento dovuto al rischio che le operazioni non possano essere conclusi secondo i piani iniziali.

Figura 7. Robustezza sulla definizione del trattamento



Fonte: Elaborazioni su dati Cerved e InfoCamere. Il pannello (a) riporta la stessa stima della figura 5.b a livello di ateco a 4 cifre. Il pannello (b) rappresenta i coefficienti e gli intervalli di confidenza al 95 per cento della stima "event study" attraverso il metodo di stima SDID. Si utilizza una definizione alternativa "senza esercizio di poteri"; il settore è definito trattato se sono arrivate almeno tre notifiche. La linea verticale tratteggiata corrisponde all'inizio del trattamento. Il pannello (b) rappresenta i coefficienti ottenuti assegnando casualmente la variabile trattamento "con esercizio dei poteri" all'interno della definizione *golden power 2020*. La linea tratteggiata nera rappresenta la stima reale (cfr. tav. 1). Periodi di stima 2015-2024 (primo anno di trattamento: 2020). Variabile dipendente: percentuale di imprese target sul totale delle imprese del settore. Le regressioni escludono i settori che nella media 2011-2024 hanno registrato meno di 30 imprese.

Bibliografia

- Abdelal, R. (2009), *Capital Rules*, Harvard University Press.
- Abu Awwad, A. (2022), Sul c.d. golden power, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*.
- Accetturo, A., Baltrunaite, A., Ciani, E., Cingano, F., Daniele, F., De Luca, R., Di Marzio, I., Greco, R., Linarello, A., Manaresi, F. e Mocetti, S. (2025), Le recenti dinamiche della produttività e le trasformazioni del sistema produttivo, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 953.
- Albori, M., Corneli, F., Nispi Landi, V. e Schiavone, A. (2021), The impact of restrictions on FDI, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 656.
- Arkhangelsky D., Athey S., Hirshberg D. A., Imbens G. W. e Wager S. (2021). “Synthetic Difference-In-Differences”, *American Economic Review*, vol. 111(12), 4088-4118.
- Bencivelli, L., V. Faubert, F. L. Gallo e P. Negrin (2023), Who’s afraid of foreign investment screening?, in *Banque de France Working Paper*, n. 927.
- Bröhmer J. (2007), The Free Movement of Capital in the European Union and the Problem of ‘Golden Shares’ and Similar Instruments, in *Law in Context*, 144.
- Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (2025), *Investment Screening in Germany: Facts & Figures*.
- Comunicazione della Commissione europea del 27 febbraio 2008, “Un approccio comune ai Fondi Sovrani”.
- Connell, P. and T. Huang (2014). An empirical analysis of CFIUS: Examining foreign investment regulation in the United States, in the *Yale Journal of International Law*.
- Di Marzio, I. e Pinoli, S. (2026). I processi di fusione e acquisizione: caratteristiche delle imprese coinvolte ed effetti sulla loro performance. Mimeo
- Direction Générale du Trésor (2025), *Contrôle des Investissements Etrangers en France. Rapport annuel 2025*.
- Eichenauer, V. e Wang, F. (2024), Mild deglobalization: foreign investment screening and cross-border investment, in *Kiel working paper*, n. 2265.
- Eichenauer, V., Köppl, S., e Köppl-Turyna, M. (2024), Investment screening and venture capital, in *Research Paper EcoAustria - Institute for Economic Research*, n. 30.
- Felicetti, R. (2025), Il “golden power” tra Italia ed Europa. Sovranità senza misura? Dati, analisi, proposte, in *Analisi Giuridica dell’Economia*.
- Fons-Rosen, C., Kalemli-Ozcan, S., Sørensen, B.E., Villegas-Sanchez, C., and Volosovych, V. (2021). Quantifying productivity gains from foreign investment, in *Journal of International Economics*.

- Hindelang, S. (2009), *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment*, Oxford University Press.
- Ioannou, D., et al. (2023), *The EU's open strategic autonomy from a central banking perspective. challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment*, in *European Central Bank Occasional Paper*, n. 311
- Lamandini M. (2016), *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giurisprudenza Commerciale*.
- Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (2025), *Informe: Control de Inversiones Etranjera en Espana*.
- OCSE (2022), *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU: Assessing effectiveness and efficiency*.
- Prentini, F. (2022), *Golden Power and Anti-Takeover Corporate Mechanisms*, in *European company and financial law review*.
- Scarchillo, G. (2012), *Privatizations, Control Devices and Golden Share: The Harmonizing Intervention of the European Court of Justice*, in *Comparative Law Review*.
- Stiebale, J. (2016), *Cross-border M&As and innovative activity of acquiring and target firms*, in *Journal of International Economics*.
- Triscornia A. (2019), *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Rivista delle società*.
- Westbrook, A. D. (2019). *Securing the nation or entrenching the board: The evolution of cfius review of corporate acquisitions*, in *Marquette Law Review*.