

OSSERVATORIO
GOLDEN POWER®

QUADERNO
DELL'OSSERVATORIO
GOLDEN POWER
2026





OSSERVATORIO GOLDEN POWER

Direttore Scientifico

Michele Carpagnano

Collaborano con l'Osservatorio Golden Power: Claudio Bassetti, Paolo Caggiano, Giulia Giordano, Luca Picotti, Angela Raffaele, Adelaide Zorzettig.

www.osservatoriogoldenpower.eu

info@osservatoriogoldenpower.eu

Piazza Vicenza n. 8, 38122, Trento

INDICE

Editoriale a cura di Michele Carpagnano

M. Carpagnano e L. Picotti, *Il Golden Power in Italia nel 2025: Rassegna critica dell'enforcement, dell'evoluzione giurisprudenziale e delle prassi*

Sezione I – La disciplina sugli investimenti esteri tra diritto nazionale e diritto dell'Unione europea

M. F. Crispino, *Lo screening degli investimenti esteri nell'Unione europea: criticità applicative e prospettive di riforma*

S. Pugliese, *Il risk management come strumento di sicurezza strategica: il golden power italiano alla luce della riforma del Regolamento dell'UE sullo screening degli investimenti*

A. C. Stucchi, *La dimensione sovranazionale della sicurezza economica e i riflessi sul Golden power italiano*

Sezione II – Il rapporto tra Golden Power e le discipline di settore

A. Fiore, *L'interazione tra il Regolamento sullo screening degli investimenti esteri diretti e il Regolamento sulle sovvenzioni estere, tra esigenze di coordinamento e potenziali conflitti*

Sezione III – Profili privatistici e pubblicistici del Golden Power

M. Culmone, *L'incidenza dei poteri speciali su società e soci*

A. Gemmi, *Golden power: disposizioni vaghe e operatori incerti. Un problema di certezza e prevedibilità*

Sezione IV – Golden Power: focus settoriale

M. R. Mauro, *Sicurezza energetica e screening degli investimenti stranieri: alcuni sistemi nazionali a confronto*

Elenco degli Autori

EDITORIALE

Questo primo Quaderno dell'Osservatorio Golden Power nasce dall'esigenza, avvertita con sempre maggiore intensità nel dibattito pubblico e professionale, di raccogliere, convogliare e sistematizzare contributi scientifici capaci di leggere il controllo degli investimenti esteri non solo come tecnica giuridica, ma come fenomeno complesso, trasversale e in continua evoluzione.

L'iniziativa si propone di offrire uno spazio di riflessione che coniughi rigore scientifico e attitudine divulgativa, attenzione alle prassi applicative e capacità di approfondimento critico. I contributi qui raccolti si muovono lungo questa direttrice, affrontando il Golden Power e, più in generale, i meccanismi di screening degli investimenti esteri, attraverso una pluralità di sguardi e di strumenti analitici.

Questo Quaderno rappresenta un primo tentativo – consapevolmente aperto e perfettibile – di dare forma a un luogo di incontro e di confronto tra studiosi, professionisti e operatori. Un luogo che non intende essere soltanto virtuale o editoriale, ma anche fisico, inserendosi nel più ampio quadro delle iniziative dell'Osservatorio Golden Power: dai webinar mensili di approfondimento, pensati come momento stabile di confronto continuo, fino all'appuntamento annuale di Experts Talk a Madonna di Campiglio, quale spazio privilegiato di dialogo diretto e interdisciplinare tra esperti.

Il controllo degli investimenti esteri interroga oggi il diritto, ma anche l'economia, la geopolitica, la sociologia, la storia e le scienze sociali nel loro complesso. È in questa prospettiva multidisciplinare che l'Osservatorio Golden Power invita tutti coloro che sono interessati a partecipare a questo progetto: un percorso collettivo, dinamico e aperto, volto a comprendere e interpretare uno dei terreni più affascinanti e strategici del capitalismo contemporaneo.

Un sentito ringraziamento va infine a tutti i collaboratori dell'Osservatorio Golden Power, il cui contributo scientifico e organizzativo ha reso possibile la realizzazione di questo primo Quaderno, nonché alla dott.ssa Angela Raffaele per il prezioso supporto nella segreteria editoriale.

Michele Carpagnano

IL GOLDEN POWER IN ITALIA NEL 2025

RASSEGNA CRITICA DELL'ENFORCEMENT, DELL'EVOLUZIONE GIURISPRUDENZIALE E DELLE PRASSI

M. Carpagnano e L. Picotti

Da un punto di vista quantitativo, il Golden Power in Italia nel 2025 segna un nuovo record in termini di numero di notifiche effettuate dalle imprese e di casi di *enforcement* da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri ("PCM").

I numeri elaborati dall'Osservatorio Golden Power sono eloquenti: nel 2025 la PCM ha esercitato i poteri speciali in 40 casi. Delle delibere di esercizio dei poteri speciali adottate nel 2025, 14 sono relative all'approvazione con prescrizioni o condizioni di piani annuali 5G ai sensi dell'art. 1-*bis* del Decreto Legge 15 marzo 2012, n. 21 ("D.L. n. 21/2012"), 2 hanno riguardato l'ipotesi più radicale della opposizione ad operazioni di acquisto di partecipazioni (per semplicità, "veti"), in linea con il 2024, 2 si riferiscono a delibere di modifica di prescrizioni precedentemente imposte e 22 hanno avuto ad oggetto l'imposizione di prescrizioni e/o condizioni in relazione a nuove operazioni societarie. Al momento in cui si scrive non sono pubblicamente disponibili i dati ufficiali sul numero totale di notifiche e pre-notifiche, ma si stima che anche nel 2025, così come nel 2024, siano state trasmesse alla PCM più di 800 comunicazioni ai sensi del D.L. n. 21/2012.

Il 2025 conferma e ribadisce il *trend* in aumento registratosi fin dal 2020, anno a partire dal quale, come noto, si sono susseguite alcune modifiche normative della disciplina Golden Power che ne hanno comportato un ampliamento soggettivo ed oggettivo, con l'obiettivo di adeguare lo strumento agli scenari di crisi emersi nel

corso degli ultimi anni, a partire dalla pandemia da Covid-19, fino all'acuirsi delle tensioni geopolitiche tra Stati Uniti d'America e Repubblica Popolare Cinese ed il conflitto tra la Federazione Russia e l'Ucraina.

L'ampliamento oggettivo (in termini di settori rientranti nella disciplina) e soggettivo (in termini di operazioni intra-UE e domestiche ricomprese) ha provocato un repentino aumento del numero di notifiche e dei casi di esercizio dei poteri speciali (cfr. figura 1).

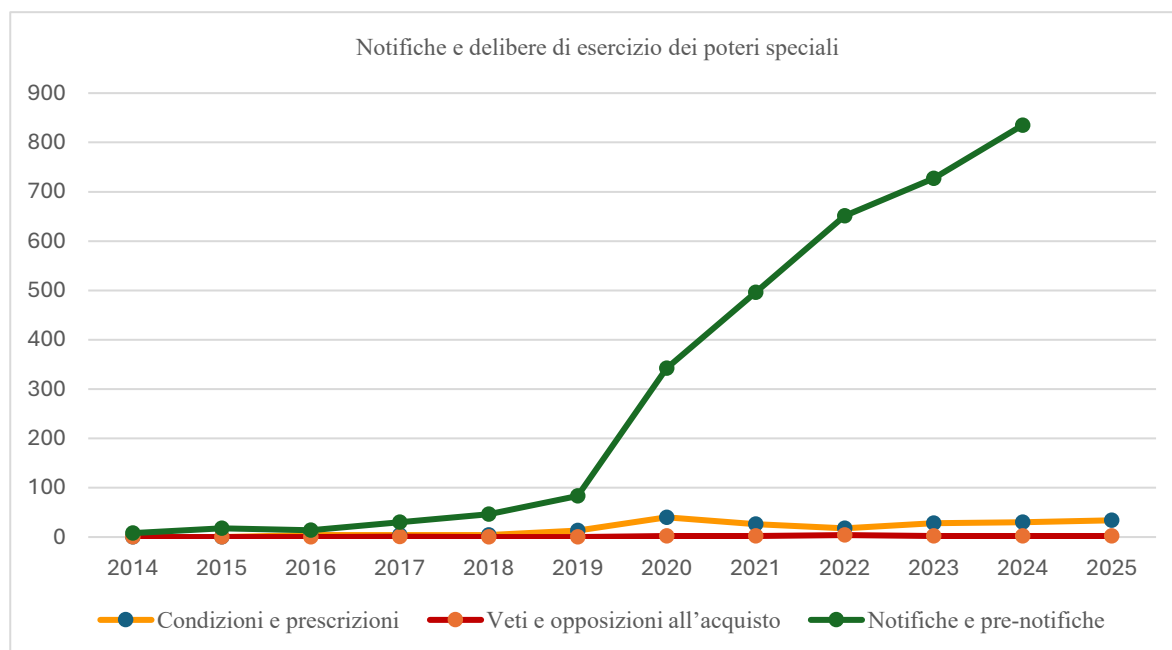


Figura 1 - Fonte: Osservatorio Golden Power, Year in Review 2025

A distanza di alcuni anni dall'inizio dei summenzionati scenari di crisi, ci si sarebbe potuti attendere una riduzione dell'effetto trascinamento della situazione emergenziale ed un progressivo riassorbimento delle notifiche e dell'*enforcement* del Golden Power quantomeno ai livelli del 2019. In tale contesto è evidente che la stabilizzazione del *trend* al rialzo di entrambi i fenomeni è indice di un mutamento più profondo, quasi strutturale, che non trova più la sua unica *ratio* nella necessità di fronteggiare fenomeni contingenti di crisi.

L'obiettivo della presente rassegna è di mettere in luce alcuni *trend* del 2025 che confermano la natura strutturale del fenomeno di espansione dei poteri speciali preposti alla protezione degli *asset* strategici nazionali.

1. Le basi giuridiche ed i settori: la centralità della sicurezza nazionale

Dall'analisi dei decreti di esercizio dei poteri speciali nel 2025 emerge un incremento delle operazioni aventi doppia base giuridica, *i.e.* sia art. 1 che art. 2 del D.L. n. 21/2012, che rappresentano il 20% dei casi totali (cfr. Figura 2). Questo dato dimostra da un lato la complessità dei settori industriali nella loro ibridazione e contaminazione, dall'altro la crescente rilevanza, nella prassi applicativa della PCM, del settore della difesa e sicurezza nazionale in senso non stretto e tradizionale, ma più ampio. In questo modo, si estende il numero di imprese ritenute strategiche per la sicurezza nazionale così da intercettare le infrastrutture elettroniche e tecnologiche alla base, l'indotto della *supply chain*, la componentistica e i beni a duplice uso. In tale contesto, a mero titolo esemplificativo, nel 2025 è stata anche prospettata l'attivazione dei poteri speciali nel settore siderurgico in relazione a decisioni di autorità locali potenzialmente idonee a incidere sulla continuità di un sito produttivo ritenuto strategico al fine di prevenire rischi di chiusura, delocalizzazione o perdita di capacità industriale rilevante anche nell'ambito della difesa.

Da questa prospettiva, l'analisi dell'*enforcement* del 2025 e, in particolare, delle basi giuridiche impiegate, rivela la centralità, nell'ambito del Golden Power, della tutela della difesa e della sicurezza nazionale anche in rapporto agli altri interessi tutelati dalla disciplina: il 15% delle delibere di esercizio dei poteri speciali nel 2025 sono state adottate sulla base giuridica dell'art. 1 del D.L. n. 21/2012, che si somma al 20% delle delibere con doppia base giuridica. Un altro 35% è rappresentato da decreti adottati ai sensi dell'art. 1-*bis*, mentre il restante 30% ai sensi dell'art. 2.

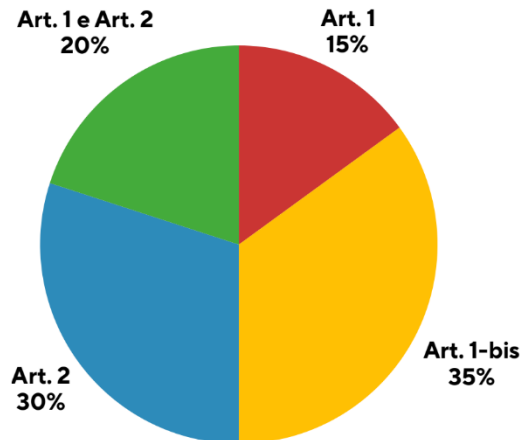


Figura 2 - Fonte: Osservatorio Golden Power, Year in Review 2025

Con riferimento alle operazioni societarie oggetto di scrutinio (con l'esclusione, quindi, delle delibere adottate ai sensi dell'art. 1-*bis*), l'acquisto di partecipazioni, tendenzialmente di controllo, rimane l'operazione principale rilevante ai fini dell'esercizio dei poteri speciali. Anche altre operazioni sono state intercettate: cessione di *asset* e rami d'azienda, un investimento *greenfield*, modifiche di prescrizioni, un aumento di capitale, una fusione transfrontaliera.

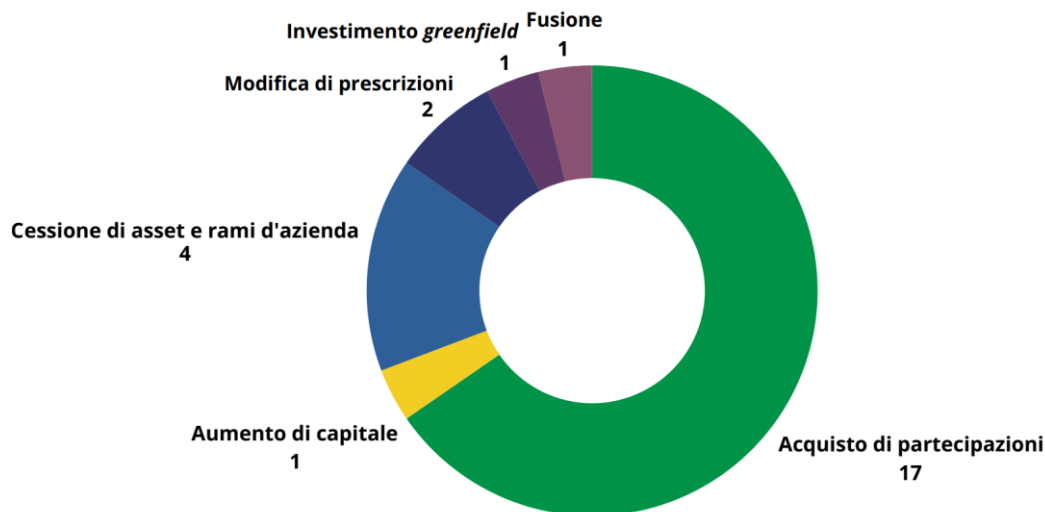


Figura 3 - Fonte: Osservatorio Golden Power, Year in Review 2025

Con riferimento ai settori industriali, la difesa rimane predominante, confermando il dato relativo alle basi giuridiche impiegate, affiancato da una emergente centralità dell'elettronica avanzata, tale da rilevare anche ai fini dell'art. 1, in termini di funzioni strumentali, sia *software* che *hardware*, alla *supply chain* del settore della difesa. Le operazioni nel settore della salute-biomedicale continuano ad essere oggetto di numerose delibere di esercizio dei poteri speciali, in linea con quanto accaduto a partire dal 2020. Emergono poi, a riprova della pervasività della disciplina Golden Power a seguito delle citate modifiche normative emergenziali, alcuni settori tipicamente meno rilevanti per il Golden Power che, come noto, sono stati interessati dall'esercizio dei poteri speciali nel 2025: tra i più discussi, il settore finanziario, in particolare quello creditizio ordinario, che rientra tra i settori rilevanti ai sensi del D.L. n. 21/2012, e la grande distribuzione, che sembrerebbe talvolta rilevare in ragione della strategicità dei dati detenuti dalle imprese.

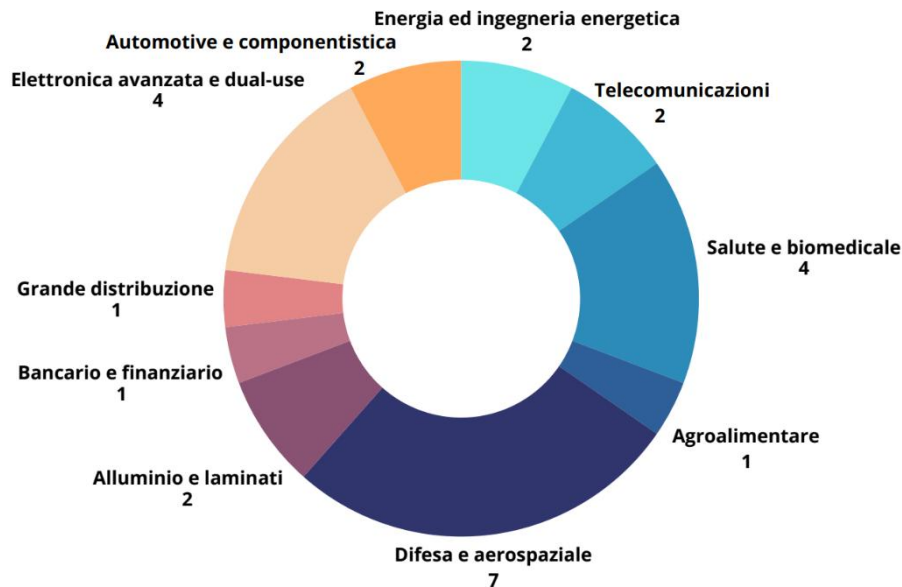


Figura 4 - Fonte: Osservatorio Golden Power, Year in Review 2025

2. La nazionalità degli investitori e la destinazione degli investimenti

Per quanto riguarda la nazionalità, la Cina e gli Stati Uniti sono i paesi di provenienza del maggior numero di investimenti su cui la PCM ha esercitato il Golden Power nel 2025. In particolare, 5 investimenti provenienti dalla Cina e 4 dagli Stati Uniti sono stati sottoposti a condizioni o prescrizioni ed i soli 2 veti del 2025 sono stati adottati proprio nei confronti di un investitore cinese e di un investitore statunitense. Con riferimento alla Cina, tale dato è coerente con la postura geopolitica dell'Unione europea, di cui la PCM, come noto, tiene conto nell'ambito delle proprie valutazioni in merito alle operazioni notificate¹; il dato relativo agli Stati Uniti si spiega,

¹ Si veda, in proposito, l'art. 2, comma 7 del D.L. n. 21/2012: "il Governo considera, avuto riguardo alla natura dell'operazione, ... l'esistenza, tenuto conto anche delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto". Cfr, inoltre, la sentenza del TAR Lazio, Sez. I, n. 11160/2025, nel caso Manta Aircraft, par. 11.

invece, alla luce del fatto che si tratta del maggior investitore in Italia in termini quantitativi ma anche qualitativi, *i.e.* di investimenti in settori strategici.

Il dato relativo ai casi di esercizio dei poteri speciali per provenienza degli investitori non rivela una prevalenza di alcuna altra nazionalità: nessun paese, oltre a Cina e Stati Uniti, è stato interessato dall'esercizio dei poteri speciali più di 2 volte nel 2025.

Al contempo, è necessario constatare l'ormai strutturalità dell'esercizio dei poteri speciali anche nei confronti di investitori provenienti dall'Italia (2 casi) e da altri paesi dell'Unione europea (6 casi totali). Dopotutto, sono ormai otto i settori in cui il Golden Power rileva sia verso investitori esteri che europei e pure domestici: difesa e sicurezza nazionale da un lato, energia, trasporti, comunicazioni, salute, agroalimentare e finanziario dall'altro.

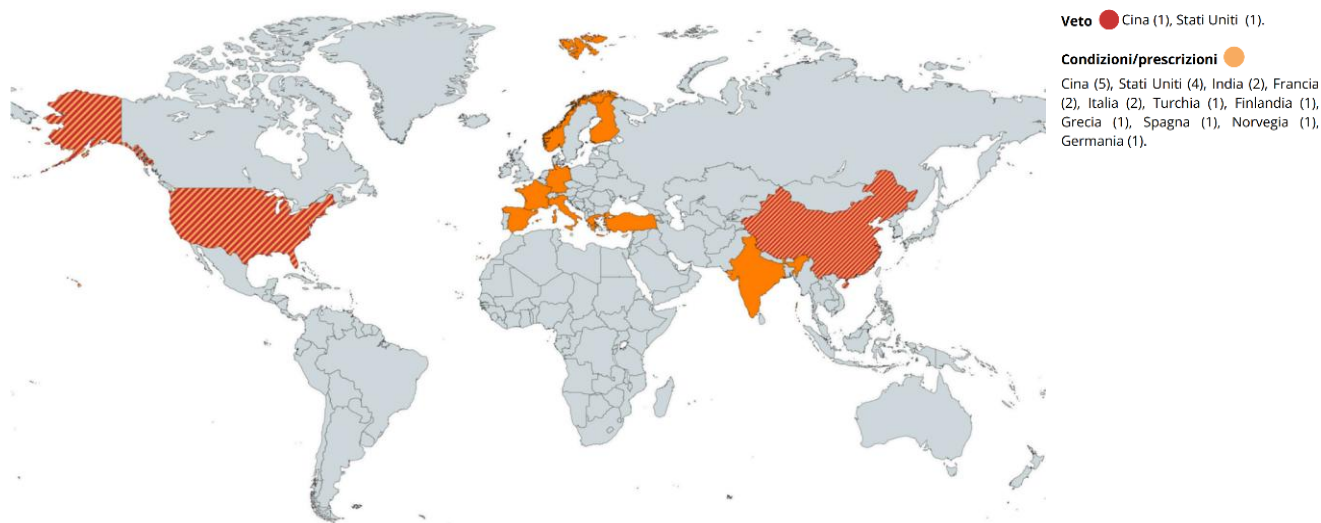


Figura 5 - Fonte: Osservatorio Golden Power, Year in Review 2025

Nel 2025 si registra, inoltre, un elemento di novità applicativa: l'imposizione di condizioni in relazione alla concessione, da parte di un operatore della difesa e del settore aerospaziale italiano, di una licenza d'uso di

diritti di proprietà intellettuale in favore di alcune istituzioni dell'Unione europea e dell'Agenzia Spaziale Europea.

Con riferimento alla regione di appartenenza (sede legale e/o principale) delle società italiane strategiche che sono state soggette all'esercizio dei poteri speciali nel 2025, si osserva una concentrazione nelle principali regioni produttive: Lombardia, Lazio, Piemonte, Emilia-Romagna.

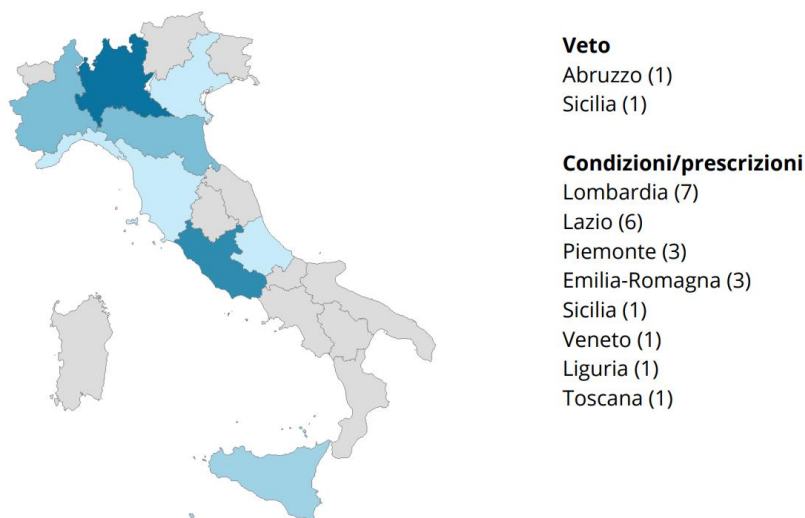


Figura 6 - Fonte: Osservatorio Golden Power, Year in Review 2025

3. Le delibere adottate e le prassi di mercato

In linea con gli anni precedenti, l'utilizzo dei poteri speciali si manifesta soprattutto nella forma delle condizioni e prescrizioni, mentre i veti rimangono ipotesi residuali. Peraltro, spesso l'opzione radicale dell'opposizione all'acquisto di partecipazioni riguarda operazioni dal valore economico contenuto che coinvolgono imprese strategiche poco conosciute al grande pubblico. Anche quest'anno i due veti hanno confermato tale tendenza.

3.1. I veti

In particolare, con Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri ("DPCM") del 4 agosto 2025, la PCM ha esercitato i poteri speciali mediante opposizione all'acquisto, in relazione all'acquisizione del 70% delle azioni di Tekne S.p.a. da parte di TCEI S.à.r.l. e successiva cessione, in favore di Nuburu Inc. (USA), dell'intero capitale sociale di TCEI S.à.r.l. La delibera di esercizio dei poteri speciali è stata adottata ai sensi della doppia base giuridica dell'art. 1 e art. 2 del D.L. n. 21/2012. Tekne S.p.A. è una società con sede in Abruzzo che produce veicoli speciali civili (camion, bus) e militari (blindati e veicoli tattici), nonché soluzioni di elettronica avanzata con applicazioni nel settore della difesa e che, secondo quanto riportato sulla stampa, sarebbe stata al momento dell'operazione in crisi di liquidità. Si tratta del primo veto esercitato dalla PCM nei confronti di un investitore americano. Le ragioni di tale veto possono essere ricercate *in primis* nella particolare delicatezza del settore della difesa; inoltre, è possibile che la decisione di bloccare l'operazione sia stata influenzata dall'apparente inaffidabilità economica e finanziaria dell'acquirente, stando a quanto emerge dai registri della Securities and Exchange Commission.

Come anticipato, il secondo caso di veto ha riguardato un investimento proveniente dalla Cina. Con DPCM del 4 dicembre 2025 la PCM ha esercitato i poteri speciali mediante opposizione all'acquisto, in relazione all'acquisizione, da parte di XINGR Holdings Pte Ltd. (Singapore), controllata da Xingr Technologies (Zhejiang) Limited (Cina), del 45% del capitale sociale di Exsemicon S.r.l., attualmente detenuto da EDA Holding S.r.l.. In questo caso, la delibera di esercizio dei poteri speciali è stata adottata ai sensi dell'art. 2 del D.L. n. 21/2012. La società *target* è attiva nel settore dell'elettronica avanzata e della manifattura di semiconduttori e può essere considerata una vera e propria *start-up*, senza struttura organizzativa e fatturato. Anche nel 2024 la PCM aveva adottato un veto in relazione ad una operazione con controparte cinese e avente come *target* italiana una *start-up* innovativa. Ciò dimostra che in settori delicati e specie in presenza di investitori extra-UE, il raggio dei poteri speciali si spinge sino a tutelare, in via quasi preventiva, il *know-how* ed il potenziale di sviluppo delle *start-up* italiane, anche quando non ancora concretizzatosi in fatturato o private.

3.2. Le condizioni e prescrizioni

Con riferimento alle numerose operazioni oggetto di esercizio dei poteri speciali sotto forma di condizioni e prescrizioni, si segnalano alcuni casi di maggiore rilievo mediatico oppure significativi da un punto di vista economico o di prassi applicativa.

a) Il settore finanziario

Il caso più noto riguarda la delibera di esercizio dei poteri speciali con prescrizioni in relazione all'offerta pubblica di scambio, successivamente ritirata, di Unicredit sulle azioni di Banco Bpm, che Unicredit ha impugnato dinanzi al giudice amministrativo (cfr. *infra*, par. 4, lett. b). Si tratta di un caso esemplificativo del rapporto tra disciplina Golden Power, controllo delle concentrazioni e vigilanza prudenziale, che ha alimentato il dibattito a livello accademico, istituzionale e politico sul tema dell'estensione dell'ambito applicativo del D.L. n. 21/2012 alle operazioni intra-UE nel settore finanziario, avvenuta in via transitoria nel 2020 in occasione delle modifiche normative intervenute per far fronte alla crisi pandemica e successivamente resa permanente dal D.L. n. 21/2022 (c.d. D.L. Crisi Ucraina).

b) Il fattore dei dati

Nel 2025, la PCM ha esercitato poteri speciali con prescrizioni con riferimento a due operazioni afferenti a settori industriali diversi (i.e. il settore automobilistico e della vendita di beni al dettaglio), accomunate - secondo quanto riportato da fonti pubbliche - dalla strategicità dei dati dei clienti raccolti dalle imprese interessate.

Ciò conferma il carattere trasversale dei dati personali quale fattore per determinare la rilevanza strategica di un'impresa ai sensi della disciplina Golden Power e potenzialmente comune a qualsiasi settore industriale. La crescente valorizzazione del fattore dei dati si inserisce nel contesto dell'ampliamento dell'ambito applicativo del Golden Power, attraverso modifiche normative e anche in via interpretativa.

c) *Modifica di prescrizioni precedentemente imposte: il caso ISAB*

Una nuova prassi applicativa emersa nel 2025 è il fenomeno della modifica di prescrizioni precedentemente imposte, molto spesso in ragione di variazioni di situazioni di fatto alla base delle delibere di esercizio dei poteri speciali (e.g. nuovi assetti proprietari, nuovi accordi, insolvenza etc.).

In proposito, si segnala il caso che ha coinvolto la società ISAB S.r.l., proprietaria di una raffineria a Priolo. La società apparteneva alla compagnia petrolifera russa Lukoil sino al 2023, anno in cui l'entrata in vigore delle sanzioni imposte all'importazione di petrolio russo ha costretto Lukoil ad una celere dismissione: nell'aprile 2023 la partecipazione di Lukoil è stata ceduta al fondo di *private equity* cipriota G.O.I. Energy Ltd. La PCM è intervenuta sull'operazione esercitando i poteri speciali con prescrizioni. Nel 2025, secondo quanto riportato sulla stampa, è emerso che G.O.I. avrebbe maturato una passività con la società di *trading* svizzera Litasco, di proprietà della stessa Lukoil, che avrebbe di conseguenza agito in sede civile dinanzi al Tribunale di Milano ed ottenuto il pignoramento di quote di ISAB. In tale contesto, il 5 agosto 2025 la PCM è intervenuta con una modifica delle prescrizioni, probabilmente per fare fronte ai diversi mutamenti occorsi nella situazione di fatto e di diritto.

3.3. **Prassi di mercato: le operazioni *golden power proof***

La pervasività dell'intervento della PCM tramite l'esercizio dei poteri speciali è ormai percepita dagli operatori economici che decidono di investire in Italia, al punto che il Golden Power può essere utilizzato come strumento di *moral suasion* o *dis-suasion*. Numerosi casi di rinuncia ad importanti operazioni societarie confermano che la mera prospettiva dell'intervento pubblico tramite l'esercizio dei poteri speciali può incidere in maniera determinante sulle strategie industriali e sugli esiti delle trattative confermando la crescente rilevanza del fattore Golden Power nelle operazioni di M&A.

In tale contesto, nel 2025 si è diffusa la prassi di concepire le operazioni societarie straordinarie in modo da risultare *golden power proof*, i.e. soddisfare *ex ante* gli *standard* di sicurezza nazionale e prevenire (o quantomeno gestire in sede contrattuale) l'eventuale imposizione di rimedi da parte della PCM nel corso

dell'istruttoria, presentando già in fase di notifica operazioni che tengano conto della tutela degli interessi nazionali.

Tale prassi si è manifestata, in alcuni casi, tramite l'adozione spontanea da parte delle imprese notificanti (*i.e.* senza l'imposizione di una specifica prescrizione) di interventi strutturali, di processo o di presidio sulla *governance* e sul *know-how*. La soluzione più evidente nelle operazioni di concentrazione è quella della realizzazione dei *carve-out* degli *asset* strategici volti a separare il perimetro Golden Power dagli *asset* non strategici.

4. Le pronunce del giudice amministrativo

La giurisprudenza amministrativa in materia di Golden Power si è arricchita di quattro nuove sentenze nel 2025. L'approccio del giudice oscilla tra l'affermazione netta dei principi di necessità e proporzionalità e il riconoscimento, in linea con la giurisprudenza degli anni scorsi, del carattere marcatamente discrezionale del potere attribuito alla PCM dalla disciplina Golden Power.

a) Consiglio di Stato, sez. IV, n. 9619/2025 (caso Cedacri)

Il Consiglio di Stato ha annullato la sentenza del Tar Lazio, sez. I, n. 10275/2024, che aveva ritenuto che la mera costituzione di pegni su partecipazioni societarie costituisse un'operazione rilevante ai sensi della disciplina Golden Power confermando la legittimità dell'esercizio dei poteri speciali con prescrizioni in relazione alla costituzione di pegni su tutte le azioni e su alcuni conti correnti di Cedacri S.p.A.. In particolare, il Consiglio di Stato, accogliendo l'appello di Cedacri, ha chiarito che nel caso di operazioni intra-UE:

- se la costituzione di un pegno su azioni comporta il trasferimento al creditore pignoratizio, come previsto dall'art. 2352 c.c. (salvo patto contrario), dei diritti di voto connessi alle azioni oggetto di pegno e dei relativi diritti amministrativi (*i.e.* il diritto di intervento in assemblea e di impugnare delibere) e tali diritti siano tali da consentire al creditore di assumere il controllo sulla società, allora sorge un obbligo di notifica già al momento della costituzione del pegno; ma

- se le parti hanno convenuto che la costituzione del pegno non implica, fintantoché non si verifichi un evento di default, il trasferimento di diritti di voto (compreso l'esercizio dei diritti di voto nella assemblea degli azionisti) a favore del creditore e hanno altresì convenuto un obbligo contrattuale di notifica nel caso in cui si verifichi l'inadempimento, allora manca il presupposto per l'applicazione della disciplina Golden Power al momento della sola costituzione del pegno e quindi non sussiste un obbligo di notifica ai sensi della normativa Golden Power.

Qui uno dei passaggi centrali: *“Sostenere [...] come ha fatto la decisione impugnata, che le finalità preventive che ispirano la disciplina sul golden power possano sempre e comunque prevalere sulla necessità di verificare in modo rigoroso la sussistenza dei presupposti oggettivi di applicazione della disciplina stessa, viola il principio di proporzionalità e implica, come è stato condivisibilmente rilevato, il rischio di riorientare, in contrasto con il diritto europeo, i poteri speciali in esame in funzione dell’attuazione di politiche economiche o industriali, ovvero come uno strumento dirigitico di alterazione dei fisiologici meccanismi di funzionamento del mercato [...]”*.

Con queste parole il Consiglio di Stato sembra porre un freno, in nome dei principi di proporzionalità e necessità e, più in generale, del rispetto del diritto europeo, ad una espansione incontrollata dell'ambito oggettivo di applicazione del Golden Power.

b) Tar Lazio, sez. I, n. 6256/2025 (caso Unicredit-Banco Bpm)

Il Tar Lazio ha accolto parzialmente il ricorso di Unicredit avverso il DPCM di esercizio dei poteri speciali in relazione all'OPS su Banco Bpm. Il TAR Lazio ha ritenuto che la prescrizione con cui è stato imposto il mantenimento del rapporto depositi/impieghi non è conforme ai principi di proporzionalità e ragionevolezza in ragione della sua durata quinquennale e della mancata previsione di modalità interlocutorie fra il Governo ed Unicredit idonee a consentire una rimodulazione della prescrizione nel corso del tempo. Anche la prescrizione che imponeva di non ridurre il livello dell'attuale portafoglio di *project finance* di Unicredit e di Banco Bpm

è stata ritenuta illegittima in quanto imposta *sine die*. Per il resto il Tar Lazio ha confermato la legittimità del DPCM, chiarendo che la sicurezza economica deve essere considerata una *species* del più ampio *genus* della

sicurezza pubblica e della sicurezza nazionale e quindi le operazioni che riguardano la tutela del risparmio nazionale (indipendentemente dalla nazionalità degli investitori) possono essere ricomprese nell'ambito di applicazione del Golden Power.

c) *Tar Lazio, sez. I, n. 11160/2025 (caso Manta AirCraft)*

Manta Aircraft aveva impugnato il DPCM di esercizio del potere di veto in relazione al progetto di costituzione di una *joint venture* in Cina (investimento in uscita) con la società cinese Shenyang Aviation Industry Group Co. Ltd. Il Tar Lazio ha rigettato il ricorso, ribadendo che il procedimento golden power ha natura bifasica e si articola in una fase istruttoria e in una fase decisoria. Quest'ultima è "*affidata, non a caso, al massimo organo di direzione politica dello Stato*" e assume marcato profilo discrezionale. Pertanto, non può essere ritenuto illegittimo il potere di veto, seppure esercitato in contrasto con le posizioni assunte dai Ministeri competenti (nel caso di specie il Ministero della Difesa e delle Imprese e del Made in Italy) nel corso della fase istruttoria. Inoltre, il Tar Lazio ha ritenuto legittime le preoccupazioni della PCM, incluse nel DPCM di esercizio dei poteri speciali, relative a eventuali trasferimenti, anche solo potenziali, di tecnologia e *know-how* in Cina.

d) *Tar Lazio, sez. I, n. 9992/2025 (TIM-Vivendi)*

Il Tar Lazio ha emesso una sentenza nell'ambito dell'articolato contenzioso emerso in relazione all'esercizio dei poteri speciali esercitati nel 2017 nei confronti dell'acquisizione di partecipazioni di Vivendi in TIM. Il Tar Lazio ha confermato la sanzione pecuniaria imposta a Tim, sostenendo che la stessa avesse l'obbligo di notificare, ai sensi dell'art. 2 comma 2, il mutamento del controllo degli attivi, a seguito al rinnovo del Consiglio di amministrazione avvenuto nel maggio 2017 e l'inizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte di Vivendi.

Il TAR Lazio fornisce una lettura della norma piuttosto estensiva che ascrive all'art. 2 comma 2 del D.L. n. 21/2012 una prospettiva funzionale, tale per cui nel caso di acquisto di partecipazioni che determinano il mutamento del controllo di una società, quest'ultima sia tenuta a notificare il mutamento del controllo sui propri attivi strategici entro dieci giorni dall'assemblea in cui la lista presentata dal socio di controllo ha ottenuto la maggioranza delle preferenze. Il TAR Lazio, infatti, afferma: "*il quinto comma [ndr. dell'art. 2] regola la vicenda*

dal punto di vista societario, determinando l'intervento autoritativo come conseguenza della particolare variazione nel capitale delle imprese detentrici degli attivi strategici; viceversa, il secondo comma fa discendere la possibilità dell'esercizio di poteri speciali dalla modifica nel «controllo» degli attivi strategici».

4. La dimensione unionale: il dialogo istituzionale e le modifiche normative

Con riferimento alla dimensione unionale, e in particolare al rapporto tra disciplina nazionale e quadro regolatorio europeo, l'esercizio dei poteri speciali da Parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri in ambito creditizio ha innescato una intensa dialettica istituzionale.

Da un lato, un parere preliminare in cui la Direzione Generale della Concorrenza della Commissione europea ("DG COMP") ha ritenuto che il DPCM di esercizio dei poteri speciali nel caso UniCredit-Banco Bpm sia in contrasto con l'art. 21(4) reg. EUMR², il quale impone alle autorità degli Stati membri che intendano adottare provvedimenti per tutelare i propri interessi legittimi in relazione a concentrazioni c.d. di "dimensione europea" (su cui la Commissione europea ha competenza esclusiva in tema di controllo delle concentrazioni) di comunicare tale intenzione alla Commissione e attenderne l'approvazione. In relazione all'esercizio del Golden Power nel caso UniCredit-Banco Bpm, la Commissione ha ritenuto che il provvedimento non sia sufficientemente argomentato e che la Commissione non ha potuto valutarlo prima della sua adozione.

Successivamente, anche a seguito dell'attivazione del meccanismo di cooperazione EU Pilot, in data 21 novembre 2025 la Commissione europea ha avviato la procedura di infrazione n. 2025/2152, inviando all'Italia una lettera di costituzione in mora in relazione alla disciplina Golden Power, per come applicata dalle autorità italiane, nel settore finanziario e bancario (D.L. n. 21/2012, come modificato e prorogato nel 2021 e 2022). La procedura non si riferisce ad un caso specifico ma riguarda la normativa nel suo complesso ed in particolare l'estensione dei poteri speciali al settore bancario, anche con riferimento ad operazioni domestiche ed intra-UE, in relazione alla quale la Commissione ravvisa rischi di incompatibilità con il Regolamento (UE) n.

² Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese.

1024/2013 (Meccanismo di vigilanza unico - competenze della Banca Centrale Europea)³, la direttiva 2013/36/UE⁴ sui requisiti patrimoniali, nonché i principi della libertà di stabilimento e della circolazione dei capitali all'interno del mercato unico, di cui agli articoli 49 e 63 Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea.

Il 30 dicembre 2025 il governo italiano ha presentato un emendamento all'interno del D.L. Transizione 5.0⁵ per modificare l'art. 2 D.L. n. 21/2012, presumibilmente al fine di eliminare i profili di incompatibilità con il diritto europeo rilevati dalla Commissione e ottenere l'archiviazione della procedura di infrazione.

Le modifiche, definitivamente approvate dal Parlamento il 15 gennaio 2026, rappresentano un tentativo di coniugare i presidi nel settore finanziario, a cui il governo non intende rinunciare, con la cornice europea, in modo da evitare il proseguo della procedura di infrazione.

Tali modifiche possono essere lette attraverso una triplice lente:

- i. si cristallizza il principio, invero già contemplato dalla disciplina, della residualità dei poteri speciali rispetto alle regolamentazioni di settore, segnatamente rafforzato tramite richiamo espresso al quadro della vigilanza prudenziale e concorrenziale nelle operazioni bancarie;
- ii. lo si coordina a livello procedurale, in un'ottica di valorizzazione prioritaria delle autorizzazioni tecniche di settore (BCE e DG COMP), per cui solo una volta emesse le stesse (e alla luce delle stesse) la PCM potrà esercitare i poteri speciali;
- iii. si ribadisce, a scolpire i paradigmi di questa fase storica, quanto già affermato dal TAR Lazio, ossia che la sicurezza economica è una *species* della sicurezza nazionale - e dunque diventa fattore rilevante ai fini delle valutazioni Golden Power, seppure in prospettiva residuale e maggiormente coordinata con le autorità di settore, secondo il principio per cui solo laddove tali autorizzazioni tecniche non siano sufficienti a tutelare la sicurezza economica la PCM può intervenire.

³ Regolamento (UE) n. 1024/2013, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

⁴ Direttiva 2013/36/UE, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

⁵ Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 21 novembre 2025, n. 175, recante misure urgenti in materia di Piano Transizione 5.0 e di produzione di energia da fonti rinnovabili.

Infine, ritornando al fronte più prettamente unionale, in data 11 dicembre 2025 il Consiglio ed il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo politico provvisorio sul nuovo regolamento europeo sul controllo degli investimenti esteri diretti. Tra gli elementi chiave del nuovo regolamento figurano: un perimetro minimo e armonizzato di settori sensibili per gli Stati membri (*dual-use*, tecnologie iper-critiche come IA rilevante per spazio e difesa, tecnologie quantistiche e semiconduttori, materie prime critiche, infrastrutture critiche nei settori dell'energia, dei trasporti e del digitale, infrastrutture elettorali ed entità del sistema finanziario di rilevanza sistemica); cooperazione rafforzata e motivazione delle eventuali decisioni che si discostino dalle osservazioni della Commissione e/o degli altri Stati membri; la creazione di una banca dati condivisa tra autorità per prevenire elusioni della normativa e di un portale unico delle notifiche; chiarimenti in merito ai criteri di rischio.

Con riferimento al perimetro dei settori rilevanti ai sensi del nuovo regolamento si segnala il riferimento all'ambito finanziario. In proposito, sebbene i singoli Stati membri resteranno liberi, nel rispetto delle norme dell'ordinamento europeo, di adottare normative nazionali con ambiti di applicazione più ampi, è opportuno rilevare che il legislatore dell'Unione sembrerebbe rinvenire potenziali minacce per la sicurezza e l'ordine pubblico nel settore finanziario i) esclusivamente nel caso di operazioni che coinvolgono istituzioni finanziarie di importanza sistemica e ii) soltanto laddove l'investitore sia proveniente da un paese extra-UE.

5. Conclusioni

L'analisi svolta nella presente rassegna rivela che il Golden Power, pur restando nell'intenzione del legislatore uno strumento di difesa passivo (i.e. da utilizzare soltanto in presenza di minacce di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato) sta progressivamente assumendo una funzione attiva e flessibile per la tutela della sicurezza nazionale (ivi inclusa quella economica) portandosi al confine con la politica industriale e la gestione delle transizioni delle filiere strategiche.

E ciò comporta il rischio, non più remoto alla luce delle recenti tensioni istituzionali sul tema a livello europeo, di entrare in contrasto con il diritto unionale, in un contesto europeo che rivendica un coordinamento sempre più stretto per evitare frizioni con il mercato interno e garantire agli operatori una maggiore prevedibilità e un orizzonte più ampio in termini di scala e di operatività. Trasformare il Golden Power in uno strumento attivo di politica industriale, potrebbe comportare non solo gravi violazioni del diritto dell'Unione europea per come interpretato dalla consolidata giurisprudenza della Corte di Giustizia, ma anche conseguenze negative a lungo termine per il tessuto economico del Paese.

SEZIONE I

LA DISCIPLINA SUGLI INVESTIMENTI ESTERI TRA DIRITTO NAZIONALE E DIRITTO DELL'UNIONE EUROPEA

LO SCREENING DEGLI INVESTIMENTI ESTERI NELL'UNIONE EUROPEA: CRITICITÀ APPLICATIVE E PROSPETTIVE DI RIFORMA

Mila Filomena Crispino

1. Introduzione

L'Unione europea (di seguito, "UE") si è tradizionalmente contraddistinta per un approccio fortemente aperto agli investimenti esteri, coerentemente con la propria vocazione al libero scambio e con la centralità attribuita alla libera circolazione dei capitali nel processo di integrazione economica.

Tale apertura è sempre stata considerata uno strumento essenziale di competitività e di crescita, in quanto gli investimenti esteri hanno sempre rappresentato per l'UE una fonte stabile di sviluppo economico, di creazione di occupazione e di trasferimento di *know-how* e tecnologie indispensabili al consolidamento del mercato interno.⁶

Nella seconda metà dello scorso decennio, tuttavia, l'intensificarsi delle operazioni di acquisizione di imprese dell'UE attive in settori critici da parte di soggetti extraeuropei - spesso sostenuti o controllati, in tutto o in parte, da Stati terzi - ha alimentato crescenti preoccupazioni sotto il profilo sicurezza e dell'ordine pubblico. Il fenomeno

⁶ Tale posizione si rinviene chiaramente anche nel primo considerando del Regolamento (UE) 2019/452, secondo cui "gli investimenti esteri diretti contribuiscono alla crescita dell'Unione rafforzandone la competitività, creando posti di lavoro ed economie di scala, apportando capitali, tecnologie, innovazione e competenze e aprendo nuovi mercati per le esportazioni dell'Unione. Essi sostengono gli obiettivi del piano di investimenti per l'Europa e contribuiscono ad altri progetti e programmi dell'Unione".

ha, al contempo, messo in luce l'asimmetria tra l'elevato grado di apertura dell'UE ai capitali esteri e la più limitata reciprocità garantita da altre grandi economie, in particolare dalla Cina, nonché l'assenza, a livello unionale, di un quadro normativo coerente e sistematico volto a prevenire o coordinare efficacemente tali operazioni.⁷

Tali preoccupazioni non sono rimaste circoscritte all'ambito dell'UE, ma si sono collocate all'interno di un più ampio processo di rafforzamento dei poteri pubblici di vigilanza sugli investimenti esteri, che ha condotto diversi Stati, sia membri dell'UE sia terzi (come gli Stati Uniti), ad adottare discipline di *screening* di operazioni relative a settori qualificati come strategici.

In risposta a queste dinamiche, l'UE ha adottato il Regolamento (UE) 2019/452⁸ (di seguito, il "Regolamento"), che ha istituito un quadro europeo per il controllo degli investimenti diretti esteri (di seguito "IDE"), e ha introdotto un meccanismo di cooperazione sul punto tra Stati membri e Commissione europea (di seguito la "Commissione").

Divenuto applicabile in piena fase pandemica da Covid-19, il Regolamento ha mostrato sin dall'inizio alcune carenze applicative. In tale contesto, con l'aumento della rilevanza della questione della sicurezza e dell'ordine pubblico, molti Stati membri hanno introdotto o ampliato i propri regimi nazionali di *screening* degli investimenti esteri, contribuendo ad una crescente frammentazione della disciplina complessiva nell'UE. Le successive crisi geopolitiche, in particolare il conflitto russo-ucraino, hanno ulteriormente enfatizzato tali criticità, spingendo la Commissione a proporre nel 2024 una revisione del Regolamento.

Il presente contributo si propone di esaminare l'evoluzione del quadro europeo di controllo degli investimenti esteri, soffermandosi su tre aspetti principali: *i)* il contenuto del Regolamento; *ii)* le difformità tra i regimi nazionali

⁷ Questi profili di criticità sono stati riconosciuti anche nella Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni del 13 settembre 2017, *Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando nel contempo gli interessi fondamentali*, COM(2017)0494 final. In tale comunicazione, si ribadisce la convinzione circa i benefici degli investimenti esteri diretti per la crescita economica e la creazione di occupazione di qualità nell'UE. Pur riaffermando l'impegno a mantenere un ambiente aperto e basato su regole condivise per gli investimenti internazionali, la Commissione europea sottolinea la necessità che i Paesi terzi assicurino un livello di apertura e condizioni di concorrenza equivalenti a quelli garantiti dall'UE.

⁸ *Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 marzo 2019 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione.*

di *screening* che presentano maggiori implicazioni per gli investitori; e *iii*) il nuovo quadro normativo attualmente in discussione sul punto.

2. Il Regolamento (UE) 2019/452

Il Regolamento ha rappresentato il primo intervento organico del legislatore europeo volto a definire un quadro coerente per il controllo degli IDE.

Il primo dibattito sul tema è stato avviato dalla Commissione e dal Consiglio dell'UE (di seguito, il "Consiglio") nel 2016.⁹ La proposta definitiva di Regolamento¹⁰ è stata, però, presentata dalla Commissione in via definitiva nel settembre 2017. Essa è stata esaminata secondo la procedura legislativa ordinaria di cui all'articolo 294 TFUE e approvata con ampio consenso dal Parlamento europeo (di seguito, il "Parlamento") e dal Consiglio.

Adottato il 19 marzo 2019, il Regolamento è entrato in vigore il 10 aprile dello stesso anno ed è divenuto applicabile l'11 ottobre 2020, al termine del periodo transitorio previsto per l'adeguamento dei regimi nazionali di *screening* degli IDE (al tempo attivi).

2.1. Il contesto internazionale in cui è stato elaborato il Regolamento (UE) 2019/452

Come già indicato, l'adozione del Regolamento si innesta in uno scenario in cui diversi Stati membri e non avevano già sviluppato propri regimi di *screening* degli investimenti esteri, a fronte di una crescente attenzione rispetto alla tutela degli interessi strategici in un ambiente economico e geopolitico sempre più competitivo.¹¹

⁹ Per un approfondimento sul tema, v. G. GRIEGER, *EU Framework for FDI Screening*, Servizio di Ricerca del Parlamento europeo (EPRS Briefing, PE 614.667), Parlamento europeo, Bruxelles, gennaio 2018.

¹⁰ *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea*, COM/2017/0487 final - 2017/0224 (COD).

¹¹ Sul punto, cfr. G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, n. 1, 2019. In aggiunta, Doc. LXV n. 2, *Relazione concernente l'attività svolta sulla base dei 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*, anno 2019, XVII legislatura, Doc. LXV n. 2.

A titolo esemplificativo, già a metà degli anni Settanta, gli Stati Uniti avevano istituito il *Committee on Foreign Investment in the United States* (di seguito, “CFIUS”) per valutare le implicazioni di sicurezza nazionale connesse agli investimenti esteri. Il suo ruolo era stato significativamente rafforzato nel 2018 con il *Foreign Investment Risk Review Modernization Act*, che aveva esteso il potere di controllo del CFIUS anche alle operazioni che, pur non determinando il trasferimento del controllo di un’impresa statunitense, comportavano l’acquisizione, diretta o indiretta, di un *substantial interest* in società detentrici di infrastrutture o tecnologie critiche (tra cui quelle impegnate nella gestione o raccolta di dati sensibili relativi a cittadini statunitensi, la cui diffusione avrebbe potuto arrecare pregiudizio alla sicurezza nazionale).

Parallelamente, anche la Cina si era progressivamente dotata di un sistema di controllo fortemente centralizzato degli investimenti esteri. Le prime norme del 2006 attribuivano al Ministero del Commercio il potere di bloccare o modificare operazioni di fusione e acquisizione da parte di investitori stranieri in settori strategici. Nel 2011, poi, era stato istituito un vero e proprio meccanismo di *screening*, gestito da un Comitato interistituzionale presieduto dalla *National Development and Reform Commission* e dal Ministero del Commercio, competente per gli investimenti nei settori della difesa, delle infrastrutture critiche e delle tecnologie sensibili. Il sistema era stato poi consolidato nella Legge sulla sicurezza nazionale del 2015 e nella Legge sugli investimenti esteri del 2019, che ne avevano ampliato l’ambito di applicazione e attribuito carattere definitivo alle decisioni dell’autorità competente.

Anche nell’UE, analoghe preoccupazioni avevano iniziato a tradursi nell’adozione di strumenti nazionali di *screening* degli investimenti esteri: al momento della presentazione della proposta di Regolamento da parte della Commissione, quattordici Stati membri¹² disponevano già di un meccanismo di controllo degli investimenti esteri.

In questo contesto, pertanto, il Regolamento ha rappresentato la prima risposta sistemica dell’UE a un fenomeno già in atto. L’obiettivo dichiarato del Regolamento, tuttavia, non era quello di sostituire i meccanismi

¹² In tale numero è compreso anche il Regno Unito.

nazionali di *screening*, ma di rafforzare l'efficacia di questi ultimi (ove attivi) soprattutto con riferimento ai rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico derivanti da IDE che interessavano più Stati membri o l'UE nel suo complesso.¹³

2.2. Gli elementi principali del Regolamento (UE) 2019/452

Come si evince dal sesto considerando del Regolamento,¹⁴ il legislatore europeo ha individuato la base giuridica di quest'ultimo nell'articolo 207, paragrafo 2, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (di seguito, il "TFUE"), che consente al Parlamento e al Consiglio di adottare, secondo la procedura legislativa ordinaria, misure destinate a definire il quadro per l'attuazione della politica commerciale comune. Tale scelta riflette la modifica introdotta dal Trattato di Lisbona, che ha ampliato l'ambito materiale della politica commerciale comune includendovi gli IDE¹⁵ (articolo 207, paragrafo 1, TFUE), attribuendo così all'UE una competenza esclusiva sul punto ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1, lett. e), TFUE.¹⁶

Nelle proprie conclusioni del 30 marzo 2023 nella causa C-106/22,¹⁷ l'Avvocato generale Tamara Čapeta riflette sulla natura del Regolamento e anche sulla sua base giuridica, offrendo spunti interpretativi di particolare interesse.

Secondo l'Avvocato generale, il Regolamento costituisce una sorta di "ornitorinco normativo", un atto atipico rispetto al modello ordinario di regolamento previsto dall'articolo 288 TFUE.¹⁸ Esso, infatti, non impone norme vincolanti, né istituisce un meccanismo di *screening* degli IDE comune a tutti gli Stati membri. Piuttosto, esso si

¹³ Sul punto, v. Relazione illustrativa della *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, nonché la risposta alla domanda 21 delle *Domande frequenti sul regolamento (UE) 2019/452 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*.

¹⁴ Secondo cui: "gli investimenti esteri diretti rientrano nell'ambito della politica commerciale comune. A norma dell'articolo 3, paragrafo 1, lettera e), TFUE, l'Unione ha competenza esclusiva per quanto concerne la politica commerciale comune".

¹⁵ La Corte di giustizia dell'Unione europea, nel Parere 2/15 relativo all'accordo di libero scambio tra l'Unione europea e Singapore, ha attribuito, per la prima volta, un significato all'aggiunta degli IDE nell'articolo 207, paragrafo 1, TFUE precisando che tale nozione deve essere intesa nel senso che comprende gli "investimenti realizzati da persone fisiche o giuridiche di [uno] Stato terzo nell'Unione e viceversa, i quali diano la possibilità di partecipare effettivamente alla gestione o al controllo di una società esercente un'attività economica".

¹⁶ Per un approfondimento sul punto, cfr. E. GRANDE, *Il regolamento UE 2019/452 su controllo degli investimenti diretti esteri (IDE) e il meccanismo di cooperazione*, in R. Chieppa, C.D. Piro, R. Tuccillo (a cura di), *Golden power*. In aggiunta, A. CAGNAZZO, *Profili procedurali del regolamento (UE) 2019/452 e risvolti applicativi*, in C. E. Cazzato e S. Fiorentino (a cura di), *La disciplina del Golden power*.

¹⁷ Conclusioni dell'Avvocato Generale T. Čapeta, presentate il 30 marzo 2023, *Causa C-106/22, Xella Magyarország Értéktudományipari Kft. contro Innovációs és Technológiai Miniszter*.

¹⁸ *Ibidem*, § 32.

limita ad autorizzare gli Stati membri a introdurre una normativa che disciplini il controllo degli IDE, senza imporre un obbligo in tal senso.¹⁹ Oltre a tale autorizzazione, detto Regolamento stabilisce anche un quadro di norme comuni alle quali i meccanismi nazionali di *screening* (se introdotti) devono conformarsi.²⁰ Si opera, così, un'armonizzazione soltanto parziale delle normative nazionali esistenti.

Per l'Avvocato generale, la logica ispiratrice di tale architettura risiede nel tentativo di colmare il divario tra la competenza esclusiva dell'UE sugli IDE, in quanto componente della politica commerciale comune, e la competenza concorrente degli Stati membri sugli aspetti connessi alla libera circolazione dei capitali e alle deroghe per motivi di ordine pubblico e sicurezza previste dagli articoli 63-65 TFUE.²¹

Prima dell'adozione del Regolamento, diversi Stati membri avevano già introdotto misure di controllo sui movimenti di capitali provenienti da Paesi terzi, basandosi sull'articolo 65, paragrafo 1, lettera b), TFUE. Con l'inclusione degli IDE nella competenza esclusiva dell'UE, tali discipline rischiavano di entrare in conflitto con il diritto europeo.²² Nella visione dell'Avvocato generale, il Regolamento ha, dunque, "restituito" agli Stati membri uno spazio regolatorio coordinato, legittimandone l'intervento purché conforme ai requisiti comuni e al meccanismo di cooperazione con la Commissione.²³

L'assetto così delineato non rimane confinato sul piano astratto, ma trova un riscontro diretto nella disciplina contenuta nel Regolamento. La normativa concretizza, infatti, l'idea di un controllo "decentrato ma integrato", in cui gli Stati membri mantengono la competenza sulle decisioni relative agli IDE, mentre la Commissione e gli altri Stati membri partecipano attraverso meccanismi di informazione e cooperazione che assicurano una visione unitaria a livello dell'UE.

¹⁹ Sul punto, v. articolo 3 del Regolamento.

²⁰ *Ibidem*, § 32.

²¹ *Ibidem*, § 33.

²² *Ibidem*, § 34.

²³ *Ibidem*, § 35. L'Avvocato generale conclude sul punto affermando che questa impostazione si raccorda con l'articolo 207, paragrafo 6, TFUE, che stabilisce che l'esercizio delle competenze dell'UE in materia di politica commerciale comune non deve pregiudicare la ripartizione complessiva delle competenze tra UE e Stati membri. Poiché gli IDE incidono anche su interessi di sicurezza economica e sull'assetto del mercato interno, l'introduzione di un sistema di controllo interamente centralizzato a livello europeo avrebbe richiesto una rigorosa verifica dei principi di sussidiarietà e proporzionalità.

Coerentemente con gli obblighi derivanti dai Trattati internazionali e con i principi contenuti nel TFUE, l'ambito di applicazione del Regolamento è limitato alla tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico, in modo che non possa essere utilizzato quale strumento protezionistico o di politica industriale.²⁴

In linea con la definizione di IDE contenuta nel Parere 2/15 relativo all'accordo di libero scambio tra l'UE e Singapore, il Regolamento copre unicamente gli investimenti da parte di un investitore esterno all'UE, intesi a stabilire o mantenere legali diretti e durevoli di questo con l'impresa c.d. *target*, al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro.²⁵ Sono esclusi dall'ambito applicativo del Regolamento gli investimenti di portafoglio²⁶, i c.d. investimenti *greenfield*,²⁷ nonché le operazioni all'interno di un medesimo gruppo (a condizione che il soggetto estero non aumenti la sua partecipazione nell'oggetto dell'investimento nell'UE).²⁸

Per quanto attiene ai profili soggettivi, come già indicato, rientrano nell'ambito di applicazione del Regolamento i casi nei quali l'investimento dell'impresa dell'UE coinvolga uno o più investitori esterni all'UE. Viceversa, i casi che riguardano soltanto investimenti da parte di entità stabilite nell'UE non rientrano nell'ambito di applicazione del Regolamento, tranne quando siano soggetti alla clausola di antielusione.²⁹

I fattori da prendere in considerazione ai fini della valutazione degli IDE sono elencati nell'articolo 4 del Regolamento. Ai sensi di tale disposizione, nel determinare se un IDE possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico (concetti di cui il Regolamento non fornisce una definizione³⁰), gli Stati membri e la

²⁴ Cfr. E. GRANDE, *Il regolamento UE 2019/452 su controllo degli investimenti diretti esteri (IDE) e il meccanismo di cooperazione*, in R. Chieppa, C.D. Piro, R. Tuccillo (a cura di), *Golden power*.

²⁵ Ai sensi dell'articolo 2, definizione 1) del Regolamento l'investimento estero diretto è quello "di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica". Sul punto, cfr. E. GRANDE, *Il regolamento UE 2019/452 su controllo degli investimenti diretti esteri (IDE) e il meccanismo di cooperazione*, in R. Chieppa, C.D. Piro, R. Tuccillo (a cura di), *Golden power*. In aggiunta, A. CAGNAZZO, *Profili procedurali del regolamento (UE) 2019/452 e risvolti applicativi*, in C. E. Cazzato e S. Fiorentino (a cura di), *La disciplina del Golden power*.

²⁶ Sul punto, v. considerando 9 del Regolamento, nonché risposta alla domanda 9 delle *Domande frequenti sul regolamento (UE) 2019/452 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*.

²⁷ Si tratta degli investimenti che si caratterizzano per la creazione di nuove strutture o una nuova impresa per lo svolgimento di una nuova attività economica.

²⁸ Sul punto, v. risposta alla domanda 10 delle *Domande frequenti sul regolamento (UE) 2019/452 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*.

²⁹ Sul punto, v. risposta alla domanda 13 delle *Domande frequenti sul regolamento (UE) 2019/452 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*. Come specificato al considerando 10 del Regolamento, quest'ultima dovrebbe riguardare gli investimenti realizzati nell'UE tramite costruzioni artificiali, ossia i casi in cui l'investitore (formalmente dell'UE) sia in ultima istanza di proprietà di una persona fisica o un'impresa di un Paese terzo o da essa controllato.

³⁰ In linea con il considerando 3 del Regolamento - e come anche specificato nella risposta alla domanda 14 delle *Domande frequenti sul regolamento (UE) 2019/452 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione* - l'interpretazione dei concetti di "sicurezza" e di "ordine pubblico" deve essere coerente con i pertinenti obblighi internazionali dell'UE ai sensi dell'accordo generale sugli scambi di servizi e degli accordi commerciali e di investimenti conclusi dall'UE con paesi terzi, nonché con le disposizioni del TFUE in materia di movimenti di capitali provenienti da paesi terzi. Come anche indicato nella risposta alla domanda 16 delle *Domande frequenti sul regolamento (UE) 2019/452 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, il Regolamento non consente un controllo per motivi economici.

Commissione possono prendere in considerazione gli effetti, anche potenziali, su alcuni ambiti di rilevanza per l'UE. In particolare, la valutazione può riguardare gli effetti potenziali su infrastrutture e tecnologie critiche, sulla sicurezza dell'approvvigionamento di risorse strategiche, sull'accesso a informazioni sensibili e sul pluralismo dei media. Essa deve, inoltre, tener conto del possibile impatto dell'investimento su progetti o programmi di interesse per l'UE, della natura e della struttura dell'investitore, con particolare attenzione ai casi di controllo pubblico da parte di Paesi terzi, a eventuali precedenti che abbiano inciso sulla sicurezza e al rischio di attività illecite o criminali.

Gli articoli da 6 a 9 del Regolamento costituiscono il vero nucleo operativo del meccanismo di cooperazione.

L'articolo 6 disciplina il meccanismo di cooperazione per gli investimenti oggetto di un controllo in corso da parte di uno Stato membro.³¹ In base a tale disposizione, lo Stato che sta svolgendo la procedura di *screening* è tenuto a notificare senza indebito ritardo³² alla Commissione e agli altri Stati membri l'avvio del controllo. Gli altri Stati membri, qualora ritengano che l'investimento possa incidere sulla propria sicurezza o sul proprio ordine pubblico, oppure dispongano di informazioni pertinenti per la valutazione, possono formulare osservazioni rivolte allo Stato che effettua il controllo, trasmettendole anche alla Commissione. Quest'ultima, a sua volta, può emettere un parere motivato se ritiene che l'investimento possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico di più Stati membri³³ o oppure su progetti o programmi di interesse per l'UE. La Commissione può intervenire anche autonomamente o a seguito delle osservazioni presentate da altri Stati membri.

L'articolo stabilisce termini procedurali precisi: entro quindici giorni dalla ricezione della notifica, gli altri Stati membri e la Commissione devono comunicare l'intenzione di intervenire; le osservazioni o i pareri devono essere formulati entro trentacinque giorni, ridotti a venti giorni in caso di richieste di informazioni supplementari. In casi eccezionali, lo Stato che effettua il controllo può adottare la decisione prima della scadenza dei termini,

³¹ L'articolo 7 riproduce in larga parte la struttura dell'articolo 6, ma la applica agli investimenti non oggetto di un controllo in corso.

³² Nella versione inglese del Regolamento: "*as soon as possible*".

³³ Ai sensi dell'articolo 6 del Regolamento, il parere della Commissione è giustificato anche quando almeno un terzo degli Stati membri ritenga che un IDE possa incidere sulla propria sicurezza o sul proprio ordine pubblico.

motivando la necessità di un'azione immediata e informando gli altri Stati e la Commissione, che si adoperano per rispondere in tempi brevi. La decisione finale resta comunque di competenza dello Stato che effettua il controllo, il quale è tuttavia tenuto a tenere in "*debita considerazione*" le osservazioni e i pareri ricevuti.

L'articolo 8 attribuisce alla Commissione un potere di intervento autonomo nei confronti degli investimenti che possano incidere su progetti o programmi di interesse per l'UE.³⁴ In tali ipotesi, la Commissione può emettere pareri indirizzati allo Stato membro interessato, i quali devono essere presi nella "*massima considerazione*". La procedura segue, *mutatis mutandis*, le regole previste dagli articoli 6 e 7, garantendo la partecipazione degli altri Stati membri e la circolazione dei pareri della Commissione.

L'articolo 9, infine, rappresenta la base informativa dell'intero sistema, fissando gli obblighi di comunicazione e la tipologia dei dati che gli Stati membri devono fornire alla Commissione e agli altri Stati. Tra le informazioni obbligatorie figurano *inter alia* la struttura proprietaria dell'investitore estero e dell'impresa destinataria, con indicazione del beneficiario ultimo e delle partecipazioni al capitale, il valore approssimativo dell'investimento, l'indicazione degli Stati membri in cui l'investitore e l'impresa esercitano attività pertinenti, la fonte e le modalità di finanziamento dell'operazione, la data prevista o effettiva del perfezionamento dell'IDE.

3. I profili di disomogeneità dei meccanismi nazionali di screening degli IDE e relative ricadute applicative per gli investitori

Sin dalla sua applicazione (ottobre 2020), il Regolamento si è confrontato con un contesto complesso, profondamente diverso da quello che ne aveva ispirato l'elaborazione. Divenuto operativo nel pieno della pandemia da Covid-19, esso è stato fin da subito messo alla prova in una fase storica caratterizzata da forte incertezza economica e dal progressivo riassetto degli equilibri geopolitici a livello globale.

³⁴ L'elenco dei progetti e programmi di interesse unionale è riportato nell'Allegato I del Regolamento.

In tale scenario, numerosi Stati membri hanno adottato o riformato i propri meccanismi nazionali di *screening* degli investimenti esteri, spesso mediante interventi d'urgenza e con un sensibile ampliamento del numero dei settori soggetti al controllo. Gli *shock* esogeni successivi - dal conflitto russo-ucraino alla crisi energetica, fino all'intensificarsi della competizione tecnologica con la Cina - hanno ulteriormente acuito tale dinamica, contribuendo a delineare un quadro connotato da un dinamismo crescente³⁵ e, parallelamente, da una marcata eterogeneità regolatoria, rispetto alla quale l'architettura "ibrida" delineata dal Regolamento si è dimostrata idonea solo in parte a garantire un coordinamento efficace tra i meccanismi nazionali di *screening* nell'UE.

La crescente eterogeneità dei regimi nazionali di *screening* vigenti nell'UE ha, così, costituito la principale matrice delle fragilità del sistema, che si sono manifestate lungo una pluralità di profili, tanto sostanziali quanto procedurali. Le criticità emerse nell'attuazione del Regolamento sono state, infatti, molteplici: basti pensare alle divergenze nella definizione dei settori strategici, alle differenze nei criteri di valutazione degli investimenti o alla varietà delle strutture amministrative coinvolte nei procedimenti di controllo.

A opinione di chi scrive, tuttavia, tra tali profili merita particolare attenzione la frammentazione delle tempistiche procedurali e delle modalità di *enforcement* del meccanismo di cooperazione previsto dagli articoli 6 e seguenti del Regolamento, aspetto che rappresenta - per incidenza operativa - uno dei nodi più cruciali dell'attuale assetto, in particolare con riferimento alle operazioni transfrontaliere soggette a notifiche ai sensi dei regimi IDE in più Stati membri. Proprio in relazione a tale tipologia di operazioni, anche l'OCSE nel *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU – Assessing Effectiveness and Efficiency*,³⁶ ha evidenziato che la disomogeneità dei termini e delle procedure applicate nei diversi ordinamenti si è tradotta spesso in processi "*time-consuming*" e "*unpredictable*", con conseguenze particolarmente gravose per gli investitori.

³⁵ A giugno 2023, il numero dei regimi nazionali di *screening* degli IDE nell'UE era salito a ventidue Stati membri (rispetto ai quattordici del 2017), otto dei quali avevano introdotto *ex novo* un sistema di controllo, mentre altri due - inizialmente dotati di soli meccanismi settoriali - avevano adottato regimi di *screening* di carattere intersettoriale.

³⁶ Per un approfondimento sul punto, cfr. OCSE (2022), *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU: Assessing effectiveness and efficiency*, OECD Publishing, Paris.

3.3. Le disomogeneità delle tempistiche nazionali e delle modalità di enforcement del meccanismo di cooperazione

Con riferimento a tali aspetti, l'analisi comparata dei regimi di *screening* degli IDE di Austria, Estonia, Germania e Italia è particolarmente utile con riferimento agli aspetti appena richiamati, poiché questi ordinamenti rappresentano esempi emblematici di approcci profondamente differenti sia nella gestione delle tempistiche dei procedimenti nazionali, sia nell'*enforcement* del meccanismo di cooperazione previsto dal Regolamento.

In un'ottica di schematizzazione di tale varietà applicativa, possono individuarsi quattro principali modelli di interazione tra procedimento nazionale e meccanismo di cooperazione europea:³⁷

1. *modello sequenziale* (adottato dall'Austria), in cui il procedimento nazionale si apre solo dopo la conclusione della cooperazione, che costituisce una fase propedeutica autonoma;
2. *modello di estensione* (adottato dall'Estonia), in cui l'ordinamento nazionale consente l'estensione legale dei termini nazionali quando gli Stati membri o la Commissione intendono rispettivamente formulare osservazioni e / o emettere un parere;
3. *modello di assorbimento* (adottato dalla Germania), nel quale i termini nazionali sono sufficientemente ampi da inglobare la durata della cooperazione europea senza sospensioni formali ma con estensioni di fatto; e
4. *modello di sospensione* (adottato dall'Italia), caratterizzato dall'interruzione automatica dei termini nazionali fino alla ricezione delle osservazioni da parte degli Stati membri e / o dell'opinione della Commissione.

In Austria, il *Federal Act on the Control of Foreign Direct Investments (Investment Control Act* – di seguito, “ICA”) del 2020 prevede un procedimento bifasico, con una durata complessiva che può estendersi fino a cinque o sei mesi nei casi più complessi.³⁸ Tale procedimento, tuttavia, viene avviato soltanto al termine della cooperazione di cui al Regolamento, con la conseguenza che la fase europea opera come una vera e propria “fase zero”

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ V. Sezione 7 dell'ICA.

obbligatoria.³⁹ In assenza di un termine perentorio per la trasmissione delle informazioni iniziali alla Commissione e agli altri Stati membri per l'attivazione del meccanismo di cooperazione, tale impostazione determina nella prassi un inevitabile prolungamento sistematico dei tempi complessivi.

In Estonia, il *Foreign Investment Reliability Assessment Act* attribuisce all'autorità competente (ossia la *Consumer Protection and Technical Regulatory Authority*) un termine *standard* di trenta giorni di calendario per l'adozione della decisione sull'investimento,⁴⁰ prorogabile una sola volta fino a novanta giorni qualora la Commissione o un altro Stato membro intendano rispettivamente emettere un'opinione o formulare osservazioni ai sensi del Regolamento.⁴¹ Ove siano necessari impegni o misure di mitigazione, è prevista un'ulteriore estensione di sessanta giorni per la loro negoziazione, con una durata complessiva potenziale fino a centottanta giorni. L'Estonia costituisce, dunque, uno degli esempi più chiari di trasposizione della cooperazione europea nell'ambito del calcolo dei termini nazionali, con il vantaggio di una maggiore certezza giuridica, ma al prezzo di una significativa perdita di prevedibilità a livello temporale.

La Germania adotta un modello basato su termini ampi in grado di assorbire i tempi della cooperazione senza sospensioni automatiche. Ai sensi del *Außenwirtschaftsgesetz*⁴² e del *Außenwirtschaftsverordnung*⁴³, l'autorità competente (ossia il *Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz*)⁴⁴ dispone di due mesi per decidere se aprire un'indagine formale (la c.d. Fase 2) avvalersi di un meccanismo di autorizzazione tramite silenzio-assenso; in caso di apertura della Fase 2, l'esame deve concludersi entro quattro mesi dalla ricezione della documentazione completa, prorogabili di ulteriori tre mesi nei casi complessi. Sebbene la normativa non preveda formalmente la sospensione dei termini, la prassi dimostra che lo scambio informativo con la Commissione e con altri Stati membri determina spesso estensioni informali, che ne fanno un tipico caso di assorbimento "flessibile" della cooperazione.

³⁹ V. Sezione 12 dell'ICA.

⁴⁰ V. § 9, comma (2) del *Foreign Investment Reliability Assessment Act*.

⁴¹ V. § 9, comma (4) del *Foreign Investment Reliability Assessment Act*.

⁴² In inglese: *Foreign Trade and Payments Act*.

⁴³ In inglese: *Foreign Trade and Payments Ordinance*.

⁴⁴ In inglese: *German Federal Ministry for Economic Affairs and Climate Action*.

Il procedimento previsto dalla normativa italiana in materia di *Golden Power*⁴⁵ presenta un'impostazione formalmente diversa da quelle viste fino ad ora. Il termine per l'esercizio dei poteri speciali, fissato in quarantacinque giorni dal giorno d'invio della notifica⁴⁶, è automaticamente sospeso qualora uno Stato membro o la Commissione notifichi, ai sensi del Regolamento, l'intenzione di formulare osservazioni o di emettere un parere in relazione all'IDE oggetto del procedimento nazionale in corso. La normativa nazionale⁴⁷, infatti, ha espressamente adeguato la disciplina interna alle disposizioni del Regolamento, prevedendo la sospensione dei termini fino al ricevimento delle osservazioni dello Stato membro o del parere della Commissione e, nei casi in cui la Commissione emetta il proprio parere successivamente, fino alla relativa comunicazione. È, altresì, prevista la possibilità di sospendere i termini quando il Governo italiano richieda l'intervento della Commissione o degli altri Stati membri, ferma restando la facoltà di procedere in via immediata nei casi in cui esigenze di sicurezza nazionale o di ordine pubblico lo impongano. La combinazione tra l'ampia discrezionalità riconosciuta all'autorità nazionale nel determinare il momento dell'invio della notifica alla Commissione e agli altri Stati membri, l'assenza di una fase preliminare codificata e le sospensioni obbligatorie dei termini determina, nella prassi, una durata effettiva del procedimento sensibilmente superiore a quella nominale, in particolare nelle operazioni transfrontaliere di maggiore complessità.

Come risulta anche dall'analisi che precede, le differenze fin qui osservate dipendono anche da limiti strutturali dello stesso meccanismo di cooperazione di cui al Regolamento, il cui disegno risente della natura "ibrida" dell'intero sistema.

In primo luogo, rileva che - coerentemente con tale impostazione - il Regolamento non impone agli Stati membri un obbligo generalizzato di attivazione del meccanismo di cooperazione: ciascuno Stato conserva nella pratica la facoltà di decidere se, quando e quali operazioni notificare alla Commissione e agli altri Stati membri. Questa scelta sistemica, funzionale a preservare un grado di sovranità nazionale in materia di sicurezza e ordine

⁴⁵ Di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, come convertito e successivamente modificato.

⁴⁶ Fatte salve le sospensioni relative alle richieste di informazioni a parti notificanti e terze che ulteriormente possono sospendere i termini per un massimo di trenta giorni.

⁴⁷ V. articolo 2-ter del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, come convertito e successivamente modificato.

pubblico, ha tuttavia l'effetto di rendere il meccanismo di cooperazione volontario nella sua attivazione e flessibile nella sua esecuzione, con evidenti conseguenze sul piano dell'effettività e dell'uniformità applicativa.

La struttura procedurale delineata dagli articoli 6 e seguenti riflette tale impostazione di principio. Come già indicato, il meccanismo è scandito in fasi e termini più o meno precisi: *i)* lo Stato membro che procede allo *screening* deve trasmettere alla Commissione e agli Stati membri le informazioni essenziali “*as soon as possible*”; *ii)* gli altri Stati membri e la Commissione dispongono di quindici giorni per manifestare l'intenzione di formulare osservazioni o emettere un'opinione; *iii)* seguono, poi, trentacinque giorni per l'invio delle osservazioni o dell'opinione, ridotti a venti in caso di richieste integrative (con ulteriori cinque giorni a disposizione della Commissione per l'adozione della sua opinione).

Tale scansione, apparentemente rigorosa, risulta tuttavia più teorica che vincolante. L'assenza di termini perentori per la notifica iniziale (“*as soon as possible*”), la mancata previsione di un limite massimo per la risposta alle richieste di informazioni integrative e la carenza di un termine complessivo per la durata del meccanismo di cooperazione conferiscono all'intero sistema un elevato grado di discrezionalità. Inoltre, il Regolamento non prevede meccanismi di coordinamento in caso di notifiche parallele relative alla medesima operazione in più giurisdizioni, né attribuisce alla Commissione poteri in caso di ritardi o inerzie da parte degli Stati membri.

Ne deriva, quindi, un meccanismo di cooperazione formalmente strutturato ma sostanzialmente non vincolante, la cui efficacia dipende quasi esclusivamente dalla discrezionalità dell'autorità competente e dalle prassi amministrative nazionali.

I dati empirici confermano la portata di tali limiti. La Quinta relazione annuale della Commissione sullo *screening* degli IDE⁴⁸ evidenzia, da un lato, un progressivo consolidamento operativo del meccanismo di cooperazione ma, dall'altro, la persistenza di significative asimmetrie tra gli Stati membri. Nel corso del 2024 sono state trasmesse 477 notifiche, un numero pressoché analogo a quello registrato nel 2023 (in cui erano 488), segno

⁴⁸ Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 14 ottobre 2025.

di un consolidamento delle prassi di notifica e di una maggiore familiarità degli Stati membri con le procedure europee.

Tuttavia, il dato quantitativo deve essere letto in chiave qualitativa. Sette Stati membri⁴⁹ concentrano da soli circa l'84%⁵⁰ delle notifiche, mentre soltanto ventuno dei ventiquattro Stati membri dotati al momento della pubblicazione della relazione di un meccanismo operativo hanno effettivamente trasmesso casi alla Commissione.

Tale distribuzione fortemente polarizzata evidenzia che la partecipazione al meccanismo di cooperazione rimane tutt'altro che omogenea e dipende in larga misura dal grado di maturità istituzionale e di risorse amministrative dei singoli regimi nazionali.

Questi dati, pur indicando un'evoluzione complessivamente positiva rispetto agli anni iniziali di applicazione del Regolamento, confermano il carattere incompiuto del coordinamento europeo: l'aumento del numero di notifiche non si accompagna a una piena uniformità nell'attivazione del meccanismo, né a una partecipazione effettiva di tutti gli Stati membri. In altri termini, il sistema tende a consolidarsi nei Paesi in cui il controllo sugli IDE è già strutturalmente integrato nell'ordinamento interno, mentre resta marginale o episodico altrove.

3.2. Le ricadute applicative per gli investitori

Oltre agli effetti di natura istituzionale, tale asimmetria ha un impatto pratico per gli investitori, in particolare nelle operazioni transfrontaliere caratterizzate da notifiche parallele in più giurisdizioni, in quanto va ad incidere sulla prevedibilità delle operazioni e sulle relative tempistiche. Le divergenze temporali e procedurali tra i regimi nazionali, infatti, si traducono in una ridotta capacità di pianificare, negoziare ed eseguire investimenti

⁴⁹ Austria, Francia, Germania, Italia, Lituania, Paesi Bassi, Spagna.

⁵⁰ Nel 2023 tali quote si erano attestate rispettivamente al 69 % e all'85 %.

transfrontalieri entro un quadro temporale coerente e attendibile, aumentando inevitabilmente l'*alea* del rapporto giuridico.⁵¹

Per gli investitori, la certezza dei tempi procedurali costituisce difatti un presupposto strutturale di efficienza e affidabilità del sistema e non una mera esigenza formale. L'impossibilità di stimare con precisione la durata dei procedimenti di autorizzazione compromette la programmazione delle attività e la gestione integrata delle diverse fasi dell'operazione, incidendo in modo tangibile sulla realizzabilità e sostenibilità degli investimenti.

In primo luogo, la programmazione delle attività preparatorie al momento di perfezionamento dell'operazione di compravendita (il c.d. *closing*) presuppone la conoscenza di un orizzonte temporale definito all'interno del quale, *inter alia*, le predette autorizzazioni al perfezionamento dell'operazione dovranno essere ottenute. In assenza di tale certezza, le parti sono costrette a ricalibrare più volte il calendario operativo e a posporre la data di perfezionamento dell'operazione di compravendita, con conseguenti ripercussioni sull'effettivo rispetto delle scadenze e sulla stabilità complessiva dell'operazione.

Difatti, la determinazione della *long stop date* - termine ultimo entro il quale le condizioni sospensive al perfezionamento dell'operazione di compravendita dovranno avverarsi o essere rinunciate dalla parte nel favore della quale le stesse sono poste - richiede una stima attendibile della durata del procedimento di *screening* in tutte le giurisdizioni interessate. L'eterogeneità dei tempi e la possibilità di sospensioni impreviste rendono spesso necessario fissare margini temporali ampi o introdurre meccanismi di proroga automatica, con effetti sull'equilibrio economico del contratto e sull'allocazione del rischio regolatorio, già di per sé segnato dall'aleatorietà circa le potenziali misure e / o prescrizioni che qualsivoglia autorità coinvolta potrebbe apporre al perfezionamento dell'operazione di compravendita pur concedendone l'autorizzazione al suo compimento.

⁵¹ È opportuno precisare che l'incertezza delle tempistiche che caratterizza l'*interim period* non è riconducibile unicamente al Regolamento né alla eterogeneità dei meccanismi nazionali di *screening* degli IDE. Fenomeni analoghi risultano, infatti, da tempo riscontrabili anche in altri ambiti del diritto della concorrenza e della regolazione, come dimostrano le notifiche *antitrust* presentate simultaneamente in più paesi, con riferimento alle quali la diversità dei termini e delle sequenze procedurali determina fisiologicamente *inter period* di lunghezza incerta. Ciò nondimeno, la capillare diffusione dei regimi IDE in ambito europeo (e non solo) - caratterizzati da un numero elevato di notifiche di natura prudenziale - ha reso tale dinamica significativamente più frequente e sistemicamente più rilevante, soprattutto nelle operazioni di natura transfrontaliera.

Sul piano informativo, poi, la variabilità dei tempi di approvazione rende più difficile comunicare ai soci e agli investitori un calendario attendibile per il perfezionamento dell'operazione e per la realizzazione degli obiettivi economici sottostanti. Tale incertezza incide anche sulla percezione del rischio, influenzando la valutazione delle operazioni e la loro appetibilità per gli investitori istituzionali.

La mancanza di prevedibilità temporale, infine, può compromettere la tenuta delle strutture di finanziamento predisposte per l'operazione. Nelle operazioni complesse, il mantenimento della disponibilità dei fondi da parte di terzi finanziatori è generalmente vincolato a scadenze predefinite: ritardi nell'ottenimento delle autorizzazioni possono determinare la necessità di rinegoziare le condizioni di credito, di rinnovare garanzie o di sostenere costi finanziari aggiuntivi per prolungare la validità degli impegni di erogazione.

Nel loro insieme, questi profili mostrano come l'imprevedibilità dei tempi procedurali non rappresenti un mero inconveniente amministrativo, ma un fattore capace di incidere in modo sostanziale sulla struttura giuridica, economica e finanziaria delle operazioni transfrontaliere. La certezza del calendario autorizzativo diviene, così, una condizione imprescindibile per garantire l'effettiva realizzabilità e sostenibilità delle operazioni nell'UE.

In definitiva, le difficoltà operative riscontrate dagli investitori nelle operazioni soggette a controllo in più giurisdizioni europee rappresentano una delle manifestazioni più evidenti delle carenze strutturali proprie dell'architettura del Regolamento, la cui configurazione cooperativa, pur ispirata a finalità di coordinamento, non assicura ancora un sufficiente grado di uniformità ed effettività nell'attuazione del meccanismo di *screening* a livello unionale.

Le criticità emerse nelle operazioni transfrontaliere (ma non solo) hanno alimentato, anche in sede istituzionale, la riflessione sull'opportunità di una revisione del sistema, sfociata nella proposta legislativa attualmente in discussione e meglio descritta nel prosieguo.

4. Il nuovo quadro dell'UE per il controllo degli investimenti esteri

Tenendo conto delle criticità e delle lacune emerse nelle valutazioni del Regolamento⁵², il 24 gennaio 2024 la Commissione ha presentato la nuova proposta legislativa che mira riformare la disciplina di cui al Regolamento, sostituendo integralmente l'attuale testo⁵³.

L'8 maggio 2025, il Parlamento ha approvato la propria posizione in prima lettura con 378 voti favorevoli, 173 contrari e 24 astensioni, introducendo una serie di emendamenti volti ad accentuare la posizione centrale nell'UE e, in particolare, della Commissione nella disciplina.

In netto contrasto con tale posizione, con l'adozione della propria posizione negoziale dell'11 giugno 2025, il Consiglio ha espresso un orientamento più prudente rispetto a quello delle altre due istituzioni, volto a preservare la discrezionalità nazionale nelle decisioni finali in materia di sicurezza e ordine pubblico. Pur condividendo la necessità di consolidare il quadro normativo unionale in materia di *screening* degli investimenti esteri, il Consiglio ha preferito privilegiare la definizione di uno *standard* minimo comune, preservando ampi margini di discrezionalità nazionale nella gestione delle procedure e nella valutazione degli investimenti.

A seguito dell'approvazione delle rispettive posizioni istituzionali, si sono avviati i triloghi. Le principali questioni ancora oggetto di negoziazione riguardano, in particolare l'ampiezza del ruolo della Commissione, la definizione di termini uniformi, nonché la possibilità di inserire una lista minima di settori strategici comuni.

Come già indicato, il nuovo testo legislativo punta a sostituire integralmente l'attuale disciplina prevista dal Regolamento. Come meglio dettagliato nel prosieguo, l'intervento incide tanto sul piano istituzionale quanto su quello procedurale, ridefinendo *inter alia* la base giuridica, l'obbligatorietà dei meccanismi nazionali di *screening*,

⁵² Ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento, la Commissione ha elaborato un rapporto di valutazione sull'efficacia e sull'efficienza del Regolamento. Tale rapporto si basa, in particolare, su quanto segue: i) risultati della consultazione pubblica tenutasi nel corso del 2023 e rivolta a *stakeholder* e amministrazioni nazionali; ii) il rapporto *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU – Assessing Effectiveness and Efficiency* pubblicato dall'OCSE nel 2022; e iii) rapporto reso pubblico nel 2023 dalla Corte dei conti europea. Per approfondimenti sul punto, cfr. A. CAGNAZZO, *Profili procedurali del regolamento (UE) 2019/452 e risvolti applicativi*, in C. E. Cazzato e S. Fiorentino (a cura di), *La disciplina del Golden power*.

⁵³ Tale proposta è parte di un pacchetto di misure volto a rafforzare la sicurezza economica dell'UE di cui fanno parte anche: i) un Libro bianco che avvia un processo di individuazione dei potenziali rischi per la sicurezza connessi agli investimenti UE nei paesi terzi (i c.d. investimenti in uscita); ii) un Libro bianco su come rendere più efficaci i controlli UE per le esportazioni di merci ad uso civile e militare (beni a duplice uso); iii) un Libro bianco sul potenziamento del sostegno alle attività di ricerca e sviluppo che implicano tecnologie potenzialmente a duplice uso; e iv) una proposta di raccomandazione del Consiglio sul rafforzamento della sicurezza della ricerca.

l'ambito di applicazione materiale e soggettivo del nuovo quadro europeo, nonché la struttura del meccanismo di cooperazione.

4.1. La nuova doppia base giuridica e la disciplina delineata negli articoli 3 e 4

Nella proposta legislativa, accanto all'articolo 207 TFUE - già base giuridica del vigente Regolamento - viene introdotto quale fondamento giuridico aggiuntivo anche l'articolo 114 TFUE. L'articolo 114 TFUE consente l'adozione di misure di ravvicinamento delle legislazioni nazionali *“che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno”* e viene utilizzato per giustificare un intervento che impone agli Stati membri *“di controllare determinati investimenti nel mercato interno e di affrontare le differenze tra i meccanismi di controllo degli Stati membri, che possono ostacolare le libertà fondamentali e avere un effetto diretto sul funzionamento del mercato interno”*⁵⁴.

La stessa Relazione illustrativa che accompagna la proposta legislativa riconosce che, nel caso di specie, queste differenze si sono accentuate con il moltiplicarsi dei regimi nazionali, generando una frammentazione normativa destinata sempre più a rafforzarsi. In questa prospettiva, l'articolo 114 diventa lo strumento per legittimare misure armonizzate volte a creare condizioni di parità tra Stati membri, ridurre i costi di conformità per gli investitori esteri e prevenire ulteriori ostacoli al mercato interno.

La scelta di ricorrere a tale base giuridica aggiuntiva segna, però, un ulteriore salto qualitativo rispetto all'impianto del Regolamento: essa consente di includere nel campo di applicazione anche gli investimenti realizzati tramite imprese “figlie” dell'UE direttamente o indirettamente controllate da investitori esteri, superando la logica meramente anti-elusiva del Regolamento.⁵⁵

⁵⁴ Paragrafo 2.1 della Relazione illustrativa che accompagna la nuova proposta legislativa, cit.

⁵⁵ Sul punto, v. la nuova definizione di investimento nell'Unione con controllo estero di cui all'articolo 2 della nuova proposta legislativa: *“un investimento di qualsiasi tipo effettuato da un investitore estero attraverso la propria impresa figlia nell'Unione, inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e un destinatario dell'Unione, esistente o da costituire, al quale l'investitore estero mette a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro”*.

L'estensione della base giuridica all'articolo 114 TFUE e l'obiettivo di armonizzazione trovano, poi, la loro applicazione più immediata negli articoli 3 e 4 del nuovo testo legislativo. L'articolo 3, in particolare, introduce per la prima volta un obbligo generalizzato in capo agli Stati membri di dotarsi di un meccanismo nazionale di *screening* conforme al quadro europeo.⁵⁶ Da un punto di vista meramente operativo, la portata della disposizione in commento può apparire limitata, poiché la quasi totalità degli Stati membri dispone già di un sistema di *screening* attivo. Tuttavia, a ben vedere, essa segna un passaggio cruciale: quello da un modello di cooperazione "facoltativo" a un quadro di armonizzazione obbligatoria, che riduce inevitabilmente gli spazi di discrezionalità statale.

In questa prospettiva, l'articolo 3 è da leggersi anche come presupposto logico e normativo dell'articolo 4 che, stabilendo i requisiti minimi dei meccanismi nazionali di *screening*, ne rappresenta lo sviluppo naturale.

In particolare, al paragrafo 2, l'articolo 4 individua le prescrizioni minime a cui le autorità nazionali competenti devono conformarsi. In primo luogo, queste devono disporre dei poteri necessari per determinare la giurisdizione della notifica, nonché per avviare un esame preliminare e, ove opportuno, un'istruttoria approfondita volta ad accertare se l'investimento possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico. Le autorità devono altresì essere legittimate ad attivare il procedimento d'ufficio, qualora emergano elementi idonei a giustificare l'avvio dell'esame e sono tenute a vigilare sull'esecuzione dei provvedimenti adottati. A integrazione di ciò, la disposizione in commento prevede l'obbligo per gli Stati membri di istituire procedure idonee a garantire la notifica al meccanismo di cooperazione, assicurando così la tempestiva e completa trasmissione delle informazioni alla Commissione e agli altri Stati membri.

L'ultima parte dell'articolo 4 è oggetto di disaccordo da parte delle istituzioni. Secondo la versione presentata dalla Commissione, gli Stati membri devono garantire che i loro meccanismi di controllo impongano un obbligo di notifica per gli investimenti esteri nel caso in cui l'impresa situata nel loro territorio: *i*) sia parte (o anche solo

⁵⁶ Entro quindici mesi dall'entrata in vigore del nuovo regolamento, infatti, ciascun ordinamento dovrà notificare alla Commissione le misure adottate, mentre quest'ultima sarà tenuta a pubblicare e mantenere aggiornato un elenco ufficiale dei regimi nazionali.

vi partecipi come destinatario di fondi) di uno dei progetti o programmi di interesse dell'UE che vengono elencati nell'Allegato I; o *ii*) sia economicamente attivo in uno dei settori individuati nel nuovo Allegato II⁵⁷.

Il Parlamento ha proposto un rafforzamento di questa disposizione. In primo luogo, ha proposto che i meccanismi nazionali di *screening* prevedano che, a determinate condizioni ⁵⁸, gli investimenti *greenfield* soggetti a obbligo di notifica. In secondo luogo, il Parlamento ha proposto un ulteriore ampliamento dei settori "obbligatori" di cui all'Allegato II.

Il Consiglio, per contro, ha adottato un approccio maggiormente cauto e selettivo. La sua posizione attribuisce priorità alla gestione dei rischi immediati per la sicurezza nazionale, evitando al contempo di introdurre barriere non necessarie agli investimenti esteri, nella prospettiva di un equilibrio tra apertura economica e tutela degli interessi strategici. In termini applicativi, ciò si traduce, anzitutto, nell'introduzione di un obbligo di notifica per gli investimenti in imprese dell'UE che sviluppino, producono o commercializzano: i) beni a duplice uso⁵⁹; o *ii*) beni e tecnologie inclusi nella *Common Military List* dell'UE. In secondo luogo, il Consiglio propone di rimettere alla discrezionalità degli Stati membri la scelta sul se assoggettare o meno gli investimenti *greenfield* a obbligo di notifica, nonché di ridimensionare la portata e il valore prescrittivo degli Allegati I e II. Questi ultimi, infatti, non dovrebbero più individuare settori o attività soggetti a notifica obbligatoria, ma limitarsi a delineare ambiti "da tenere in considerazione" da parte degli Stati membri e della Commissione nella valutazione dei potenziali impatti sulla sicurezza o sull'ordine pubblico.

⁵⁷ Il nuovo Allegato II contiene un elenco dettagliato di tecnologie, beni, impianti, attrezzature, reti, sistemi, servizi e attività economiche di particolare rilevanza per la sicurezza o l'ordine pubblico dell'Unione. Tra i più rilevanti figurano: semiconduttori, intelligenza artificiale, tecnologie quantistiche, biotecnologie, connettività avanzata, sensori, spazio e propulsione, energia, robotica, materiali avanzati e riciclo, medicinali critici, infrastrutture e istituzioni bancarie, finanziarie e di pagamento.

⁵⁸ Le condizioni sono tre: *i*) il destinatario dell'UE è coinvolto in progetti o programmi di interesse dell'UE (di cui all'Allegato 1) o opera in settori sensibili, *ii*) l'investitore estero appartenga a determinate categorie di rischio (ad esempio nei casi in cui l'investitore sia soggetto a misure restrittive dell'UE ai sensi dell'articolo 215 TFUE), e *iii*) l'operazione ha un valore pari o superiore a 250 milioni di euro.

⁵⁹ Come elencati nell'Allegato I del Regolamento (UE) 2021/821.

4.2. Il nuovo meccanismo di cooperazione

In aggiunta a quanto sopra, la nuova proposta legislativa ridefinisce in modo sostanziale e più strutturato l'architettura del meccanismo di cooperazione tra Stati membri e Commissione. Sul punto, tuttavia, le posizioni di Commissione, Parlamento e Consiglio divergono sensibilmente, in particolare sul grado di vincolatività del meccanismo, sul ruolo della Commissione e sul tema delle operazioni soggette a notifiche parallele in più giurisdizioni.

L'articolo 5 della proposta legislativa individua i casi in cui gli Stati membri sono tenuti a notificare alla Commissione e agli altri Stati membri gli investimenti esteri sottoposti a controllo nazionale. In particolare, la Commissione propone che *inter alia* la notifica al meccanismo di cooperazione sia necessariamente dovuta quando l'obiettivo dell'investimento è attivo in uno dei settori di cui all'Allegato II e, contestualmente, risultino integrati specifici indicatori di rischio per la sicurezza o per l'ordine pubblico riferibili all'identità dell'investitore⁶⁰. È inoltre riconosciuta agli Stati membri, la facoltà di notificare ulteriori investimenti che, pur non rientrando nelle ipotesi obbligatorie, possano presentare profili di interesse per gli altri Stati membri o per la Commissione sotto il profilo della sicurezza o dell'ordine pubblico.

In linea con l'impostazione già delineata, il Parlamento ha adottato un approccio maggiormente rigoroso, sostituendo tale facoltà con un obbligo di carattere generale. Il Consiglio, per contro, conserva un'impostazione più prudente e sostanzialmente aderente al testo originario della Commissione, riaffermando la centralità della valutazione nazionale del rischio.

L'articolo 6 della proposta legislativa definisce le modalità e le tempistiche secondo cui lo Stato membro che riceve la notifica di un investimento estero è tenuto, ove ricorrano le condizioni di cui all'articolo 5, a trasmetterla alla Commissione e agli altri Stati membri. La parte più innovativa della norma riguarda, tuttavia, la regolazione delle operazioni transfrontaliere soggette a notifiche parallele in più giurisdizioni. Al fine di affrontare le principali

⁶⁰ Tra questi indicatori di rischio rientrano, ad esempio, la partecipazione diretta o indiretta di governi o entità pubbliche di Paesi terzi, l'assoggettamento dell'investitore a misure restrittive dell'Unione e la presenza di precedenti violazioni di misure di mitigazione o veto.

problematiche evidenziate - e richiamate nei paragrafi precedenti - a queste operazioni, la Commissione propone un modello di coordinamento simultaneo. In base a tale impostazione, i soggetti notificanti sono tenuti a presentare le notifiche nello stesso giorno in tutti gli Stati membri in cui questa sia richiesta e si assicurano che ciascuna notifica faccia espresso rinvio alle altre. A loro volta, gli Stati membri riceventi devono coordinarsi reciprocamente, con la possibilità di coinvolgere la Commissione su richiesta, al fine di verificare preliminarmente che l'operazione notificata rientri nell'ambito applicativo del meccanismo di cooperazione. Nei casi in cui sussiste l'obbligo di attivare il meccanismo di cooperazione - ad esempio quando l'investimento ricade in uno dei settori elencati nell'Allegato II - gli Stati membri che ricevono la notifica sono tenuti a trasmetterla alla Commissione e agli altri Stati membri nello stesso giorno. Nei casi in cui, invece, la trasmissione sia rimessa alla discrezionalità degli Stati membri, questi ultimi "si adoperano" per assicurare, per quanto possibile, una trasmissione contestuale.

Sul punto, il Parlamento propone un'impostazione più incisiva e introduce un nuovo articolo 6-*bis*. Tale disposizione, oltre a rafforzare il coordinamento temporale sia nell'invio delle notifiche da parte dei soggetti notificanti, sia nella loro trasmissione da parte degli Stati membri nell'ambito del meccanismo di cooperazione, prevede espressamente che gli Stati membri interessati operino in stretto coordinamento lungo l'intero procedimento. In particolare, essi si adoperano per allineare i calendari delle rispettive procedure di controllo e per garantire la compatibilità delle decisioni finali. Ove opportuno, gli Stati membri si adoperano altresì per adottare la decisione conclusiva nello stesso giorno.

Il Consiglio, infine, pur condividendo la finalità di un miglior coordinamento per gli investimenti transfrontalieri, si oppone all'eccessiva rigidità della soluzione parlamentare. Nella sua prospettiva, la cooperazione deve restare volontaria e flessibile, fondata su un impegno di collaborazione reciproca piuttosto che su termini perentori. Gli Stati membri, pertanto, si coordinano e si adoperano per assicurare coerenza e simultaneità, ma conservano piena libertà nel definire tempi e modalità operative.

L'articolo 7 disciplina la procedura e il valore delle osservazioni degli Stati membri e dei pareri della Commissione. Per la Commissione, il meccanismo deve mantenere natura consultiva: gli altri Stati membri e la

Commissione possono rispettivamente formulare osservazioni o emettere un parere, ma lo Stato notificante conserva la decisione finale sull'investimento, pur dovendo dare "massima considerazione"⁶¹ ai contributi ricevuti e motivare eventuali scostamenti, anche nell'ambito di un'apposita riunione con gli Stati membri e la Commissione⁶².

Il Parlamento adotta un'impostazione marcatamente accentratrice, rafforzando in misura significativa il ruolo della Commissione. In particolare, interviene sulla rubrica dell'articolo - attualmente limitata a osservazioni e pareri - introducendo un *tertium genus*, ossia le decisioni della Commissione, le quali, per loro natura, presentano un grado di vincolatività sensibilmente superiore rispetto alle mere osservazioni e opinioni.

A tal riguardo, il testo del Parlamento stabilisce che, qualora uno Stato membro o la Commissione ritengano che un progetto di decisione (da trasmettere previamente rispetto all'adozione definitiva)⁶³ che autorizza un investimento estero non affronti o non attenui in modo adeguato i rischi per la sicurezza o l'ordine pubblico, essi possano sollevare un'obiezione debitamente motivata. In tal caso, lo Stato membro competente sospende la procedura nazionale di controllo e trasmette tutti i documenti e le informazioni posti a fondamento del progetto di decisione alla Commissione affinché quest'ultima possa condurre la propria istruttoria sull'investimento estero (durante la quale può essere audito sentito anche l'investitore estero); parallelamente, gli Stati membri che hanno sollevato eventuali obiezioni trasmettono alla Commissione le informazioni e gli elementi istruttori a sostegno delle rispettive contestazioni.

⁶¹ La formula utilizzata nella versione inglese è "*utmost consideration*" (nel Regolamento nella versione vigente si parla invece di "*due consideration*"). Tale formula produce esattamente l'espressione già utilizzata dal Regolamento vigente ("*utmost account*") per qualificare il livello di attenzione che gli Stati membri sono tenuti a riservare alle osservazioni e ai pareri formulati nell'ambito degli investimenti che coinvolgono progetti o programmi di interesse dell'UE.

⁶² Ai sensi del comma 9, nell'attuale articolo 7 della Proposta come formulata dalla Commissione, viene specificato che: "[q]ualora gli Stati membri o la Commissione indichino che la decisione di controllo [...] non tiene nella massima considerazione le loro osservazioni [...], o il parere fornito [dalla Commissione], lo Stato membro in cui l'investimento è in programma o è stato realizzato convoca una riunione per spiegare gli ostacoli incontrati o i motivi di disaccordo e si adopera per individuare soluzioni nel caso in cui in futuro si ripresenti una situazione analoga. Se la decisione di controllo riguarda una notifica multinazionale, sono invitati anche gli altri Stati membri che hanno notificato l'investimento estero al meccanismo di cooperazione. La Commissione è invitata alle riunioni organizzate a norma del presente paragrafo" (enfasi aggiunta).

⁶³ A tal proposito, è importante rilevare la differenza con il testo proposto dalla Commissione. In quest'ultimo, infatti, lo Stato membro può adottare la decisione sull'investimento estero e poi notificarla agli Stati membri interessati e alla Commissione, indicando se del caso i motivi di disaccordo con le osservazioni degli Stati membri e / o il Parere della Commissione. Nella riunione di cui alla nota precedente, lo Stato membro competente si adopera solo *pro-futuro* per individuare soluzioni nel caso in cui in futuro si ripresenti una soluzione analoga. Nella versione del Parlamento, invece, prima della sua adozione, lo Stato membro competente deve notificare il progetto di decisione ancora non definitivo.

All'esito dell'istruttoria, la Commissione adotta una propria decisione, mediante la quale può autorizzare l'investimento estero (eventualmente subordinandolo a misure di mitigazione) oppure vietarlo.

Il Consiglio adotta, per contro, un'impostazione improntata a marcata cautela, ribadendo la centralità della competenza nazionale. Gli Stati membri e la Commissione conservano la facoltà, rispettivamente, di formulare osservazioni ed emettere pareri, ma tali interventi restano privi di effetti vincolanti e devono essere soltanto tenuti in "dovuta considerazione", in continuità con il regime vigente e in evidente distacco rispetto alla più intensa formula della "massima considerazione" prevista nella proposta della Commissione.

Merita, infine, menzione l'articolo 9-*bis* introdotto dal Parlamento. Tale disposizione consente alla Commissione, su richiesta motivata di uno Stato membro o di propria iniziativa, di acquisire informazioni qualora sussistano ragionevoli motivi per ritenere che un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico di più Stati membri, previa comunicazione allo Stato membro interessato. In tale prospettiva, la Commissione può rivolgere richieste informative non solo alle parti dell'operazione, ma anche a soggetti terzi - quali fornitori, clienti, contraenti o esperti - imponendo obblighi puntuali quanto all'oggetto e ai termini di risposta. L'articolo, inoltre, introduce un regime sanzionatorio specifico in caso di mancata cooperazione, ritardi o di informazioni inesatte, incomplete o fuorvianti. Si tratta di un'innovazione di rilievo sistemico: tali poteri di indagine, che permettono alla Commissione di incidere direttamente sulla fase istruttoria dell'operazione, non trovano alcun corrispettivo né nella proposta originaria della Commissione né nella posizione del Consiglio, entrambi privi di un meccanismo volto a conferire un ruolo così autonomo e penetrante alla Commissione nella raccolta e verifica delle informazioni rilevanti ai fini dello *screening*.

5. Conclusioni

Il potenziale nuovo quadro europeo dimostra un'evidente consapevolezza delle criticità e delle lacune emerse nell'applicazione del Regolamento nella sua versione vigente. Nel nuovo testo, il legislatore europeo tenta di offrire una risposta complessiva e sistemica a tali lacune, intervenendo su pressoché tutti gli aspetti che avevano generato incertezza e imprevedibilità: dall'eterogeneità nella definizione dei settori strategici, alla frammentazione delle prassi procedurali, sino all'assenza di una disciplina specifica per le operazioni transfrontaliere soggette a notifiche parallele in più giurisdizioni. In particolare, l'introduzione di disposizioni *ad hoc* su quest'ultimo aspetto conferma la volontà di colmare quella che, a giudizio di chi scrive, costituisce una delle carenze strutturali più rilevanti del sistema, traducendo in termini normativi l'esigenza di garantire maggiore uniformità e prevedibilità.

L'esame comparato delle posizioni istituzionali rivela, tuttavia, come al comune obiettivo di rafforzamento del meccanismo di cooperazione corrispondano approcci divergenti quanto al grado di integrazione e alla distribuzione delle competenze. La Commissione si colloca su una linea intermedia, orientata a incrementare l'efficacia della cooperazione senza alterare in modo radicale l'architettura multilivello già prevista dal Regolamento vigente. Il Consiglio, dal canto suo, adotta un'impostazione marcatamente prudente, volta a preservare l'ampio margine di discrezionalità degli Stati membri e il carattere non vincolante delle osservazioni e dei pareri. All'opposto, il Parlamento propone un modello connotato da un elevato grado di centralizzazione, che attribuisce alla Commissione poteri significativamente più incisivi, in alcuni casi prossimi a un ruolo co-decisorio. Le tre visioni riflettono altrettante concezioni del rapporto tra integrazione economica e sovranità statale, rispondendo a priorità politiche e istituzionali non sempre convergenti.

Sul piano applicativo, l'individuazione *ex ante* della soluzione più efficiente non è agevole. Le persistenti disomogeneità dei meccanismi nazionali di *screening* degli investimenti esteri suggerirebbero l'opportunità di procedere verso una maggiore armonizzazione, almeno sotto il profilo procedurale e, in particolare, per le operazioni transfrontaliere, ove la mancanza di coordinamento genera inefficienze e incertezza giuridica. Al tempo stesso, un incremento della centralizzazione potrebbe determinare, sul piano teorico e costituzionale, un

aumento della complessità nel rapporto tra disciplina unionale e competenze statali, che rimangono espressamente riconosciute dal TFUE in materia di sicurezza e ordine pubblico.

La vera sfida politica e giuridica del nuovo quadro regolatorio risiede, dunque, nella capacità del legislatore europeo di coniugare le esigenze collettive dell'UE con le priorità di sicurezza economica dei singoli Stati, evitando che il rafforzamento del livello sovranazionale si traduca in un'erosione non giustificata della sovranità statale. In quest'ottica, l'efficacia del nuovo meccanismo di cooperazione dipenderà dalla possibilità di evolvere verso una forma di *governance* condivisa, in grado di assicurare uniformità procedurale pur nel rispetto delle diversità istituzionali e delle sensibilità politiche degli Stati membri.

Solo il raggiungimento di un equilibrio funzionale tra centralizzazione e autonomia potrà rendere il sistema sostenibile nel lungo periodo, consentendo all'UE di conciliare apertura agli investimenti, sicurezza economica e coesione giuridica. Se la riforma riuscirà a perseguire questo obiettivo, essa potrà segnare la transizione da un meccanismo prevalentemente informativo a un vero e proprio pilastro della politica economica europea: uno strumento di protezione condivisa che, lungi dall'indebolire la sovranità nazionale, ne ridefinisca i confini in una prospettiva cooperativa, rafforzando la capacità dell'UE di agire come attore strategico nel contesto globale.

IL *RISK MANAGEMENT* COME STRUMENTO DI SICUREZZA STRATEGICA: IL GOLDEN POWER ITALIANO ALLA LUCE DELLA RIFORMA DEL REGOLAMENTO DELL'UE SULLO *SCREENING* DEGLI INVESTIMENTI

Sara Pugliese

1. Introduzione

Gli strumenti normativi italiani volti a intercettare e limitare gli investimenti rischiosi per la sicurezza nazionale hanno sempre rappresentato, per le Istituzioni europee, esempi influenti per la costruzione di solidi strumenti di difesa degli interessi strategici dell'UE.

Ad esempio, la vigilanza prudenziale nel settore bancario, applicata in Italia fin dagli anni Cinquanta in sostituzione della vigilanza strutturale, è divenuta un modello rilevante per l'Unione bancaria europea. Allo stesso modo, il sistema di certificazione istituito dal Decreto Legislativo 164/2000 per i gestori dei sistemi di trasmissione del gas⁶⁴ è stato applicato a livello europeo dal Regolamento 715/2009⁶⁵, divenendo – soprattutto con le riforme Repower – uno strumento indiretto di controllo degli investimenti nel settore energetico.

⁶⁴ Decreto Legislativo 23 maggio 2000, n. 164, Attuazione della direttiva n. 98/30/CE recante norme comuni per il mercato interno del gas naturale, a norma dell'articolo 41 della legge 17 maggio 1999, n. 144 (*GU* n. 142 del 20-06-2000).

⁶⁵ Regolamento (CE) n. 715/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, relativo alle condizioni di accesso alle reti di trasporto del gas naturale e che abroga il regolamento (CE) n. 1775/2005.

Dopo l'adozione del decreto legge 21/2012⁶⁶, i poteri speciali attribuiti al Governo gli consentono di tutelare la sicurezza nazionale evitando implicazioni in termini di proprietà e partecipazioni. Per questo motivo, esso è stato assunto come modello di riferimento dalle Istituzioni europee durante l'elaborazione del Regolamento (UE) 2019/452 sul meccanismo di controllo degli investimenti⁶⁷, in particolare per quanto riguarda gli obiettivi da perseguire (sicurezza e ordine pubblico) e i fattori da considerare. Tuttavia, il Regolamento 2019/452 è stato ispirato da una logica di liberalizzazione, in cui l'esigenza di consentire agli Stati membri di mantenere meccanismi di controllo sugli investimenti esteri doveva essere bilanciata con l'intento delle Istituzioni europee di preservare l'apertura e l'attrattività del sistema dell'UE nei confronti degli investitori stranieri.

Le recenti crisi sistemiche (soprattutto la pandemia e l'invasione russa dell'Ucraina), mostrando la vulnerabilità del sistema produttivo europeo di fronte a investitori opportunistici, hanno reso evidente la necessità di rafforzare il controllo sugli investimenti come garanzia dell'autonomia strategica dell'UE. Così, mentre in Italia è stato adottato il decreto legge 21/2022⁶⁸ per estendere l'ambito di applicazione del meccanismo di controllo e introdurre strumenti preventivi, la Commissione europea ha elaborato una riforma del Regolamento 2019/452 volta a orientare il controllo degli investimenti verso una logica di gestione del rischio⁶⁹. La proposta si inserisce nel quadro di una ambiziosa strategia di sicurezza economica, composta da diversi strumenti, tra cui il coordinamento dei controlli sulle esportazioni; il monitoraggio degli investimenti in uscita; il sostegno alla ricerca e allo sviluppo riguardanti tecnologie a duplice uso; il rafforzamento della sicurezza della ricerca.

Attraverso l'analisi della proposta e degli emendamenti presentati dal Parlamento europeo, il contributo intende indagare la compatibilità dell'attuale sistema di *golden power* con la *logica risk-oriented* che caratterizza il nuovo sistema di controllo degli investimenti e valutarne la capacità di divenire una leva della strategia di sicurezza economica perseguita dalle Istituzioni europee.

⁶⁶ Decreto Legge 15 marzo 2012, n. 21 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 (GU n. 63 del 15-03-2012).

⁶⁷ Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione.

⁶⁸ Decreto Legge 21 marzo 2022, n. 21 Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina (GU n.67 del 21-03-2022).

⁶⁹ COM(2024) 23, 24.01.2024, Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio.

2. Dalle golden shares ai golden powers

Durante gli anni '90, i sistemi italiani di *golden share* generali e settoriali sono stati spesso oggetto di esame da parte della Commissione europea e della Corte di giustizia europea⁷⁰. Per quanto riguarda le norme settoriali, esse sono state oggetto di procedure di infrazione da parte della Commissione e i giudici della Corte di giustizia europea ne hanno affermato l'incompatibilità con il diritto di stabilimento e la libera circolazione dei capitali⁷¹.

Per quanto riguarda le regole di carattere trasversale, ai sensi del decreto legge n. 332/1994⁷² (modificato dalla Legge 481/1995 recante disposizioni in materia di concorrenza e regolamentazione dei servizi pubblici⁷³), il Presidente del Consiglio dei Ministri ha stabilito che alcune imprese controllate dal governo, anche dopo la privatizzazione, avrebbero dovuto essere assoggettate a poteri speciali dello Stato. Tra i poteri in parola erano previsti l'autorità di impedire agli investitori privati di detenere quote importanti, di porre il veto su decisioni strategiche importanti (scioglimento della società, trasferimento dell'impresa, autorizzazione di fusioni, scissioni, trasferimento della sede della società all'estero o modifica dell'oggetto sociale), il potere di nominare i dirigenti. Tali poteri speciali non erano stabiliti in proporzione alle quote detenute dal Governo, ma nello statuto della società prima della vendita delle quote di controllo. Da questo punto di vista, essi rappresentavano una forma di controllo *ex ante* delle imprese oggetto di privatizzazione, poiché erano riservati al governo al momento della

⁷⁰ Una *golden share* è un tipo di azione che conferisce al suo azionista il potere di veto sulle modifiche allo statuto di una società. Quando è attribuita a un investitore privato, una *golden share* dovrebbe garantire il controllo di almeno il 51% dei diritti di voto. Quando è attribuita al governo, garantisce poteri speciali che non sono proporzionati al valore dell'azione in termini di diritti di partecipazione agli utili, diritti di partecipazione al capitale o diritti di voto.

⁷¹ Cfr. sentenza del 23 maggio 2000, causa C-58/99, *Commissione contro Repubblica italiana*, punto 17 e seguenti, in cui, seguendo le conclusioni dell'Avvocato generale (AG) J. Mischo, la Corte di giustizia ha dichiarato incompatibili con gli articoli 43 TCE relativi al diritto di stabilimento, 49 TCE relativo alla libera circolazione dei servizi, e l'articolo 56 del trattato CE relativo alla libera circolazione dei capitali il decreto legge n. 332 del 31 maggio 1994, convertito, previa modifica, nella legge n. 474 del 30 luglio 1994, che prevedeva l'accelerazione delle procedure di vendita delle partecipazioni detenute dallo Stato e dagli enti pubblici in società per azioni, e i decreti relativi ai "poteri speciali" previsti in caso di privatizzazione dell'ENI SpA e di Telecom Italia SpA; sentenza del 2 giugno 2005, C-174/04, *Commissione contro Repubblica italiana*, in cui, secondo le conclusioni dell'Avvocato generale J. Kokott del 3 marzo 2005, la Corte di giustizia ha stabilito che, adottando il decreto legge n. 192 del 25 maggio 2001, convertito nella legge n. 301, intitolata "Disposizioni urgenti per garantire la liberalizzazione e la privatizzazione di specifici settori dei servizi pubblici" del 20 luglio 2001 - che prevede la sospensione automatica dei diritti di voto connessi alle partecipazioni superiori al 2% del capitale delle imprese operanti nei settori dell'energia elettrica e del gas, qualora tali partecipazioni siano acquisite da imprese pubbliche non quotate sui mercati finanziari regolamentati e che godono di una posizione dominante nei propri mercati nazionali - la Repubblica italiana è venuta meno agli obblighi che le incombono in forza dell'articolo 56 TCE. Infine, cfr. la sentenza del 6 dicembre 2007, cause riunite C-463/04 e 464/04, *Federconsumatori e altri (C-463/04) e Associazione Azionariato Diffuso dell'AEM SpA e altri (C-464/04) contro Comune di Milano*, in cui, seguendo il parere di M. Poiares Maduro del 7 settembre 2006, la Corte di giustizia ha stabilito che l'articolo 56 TCE deve essere interpretato nel senso che esso osta a una disposizione nazionale, quale l'articolo 2449 del codice civile italiano, in base alla quale lo statuto di una società per azioni può conferire allo Stato o a un ente pubblico azionista della società il potere di nominare direttamente uno o più amministratori, che conferisce a tale Stato o ente pubblico il diritto di partecipare all'elezione sulla base di liste degli amministratori che non ha nominato direttamente, è tale da consentire a tale Stato o ente pubblico di ottenere un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione nella società.

⁷² Decreto legge 332 del 31.05.1994 (G.U. n. 126 del 1.06.1994), convertito in legge 474 del 30.07.1994 (G.U. n. 177 del 30.07.1994), per accelerare l'eliminazione della partecipazione dello Stato nella proprietà delle società per azioni.

⁷³ GU n. 270 del 18.11.1995.

cessione dell'impresa, indipendentemente da qualsiasi rischio sostanziale per l'interesse generale dello Stato, anche se le prerogative che essi concedevano al governo erano concretamente esercitate solo in seguito, quando necessario (*ex post*).

Di conseguenza, il Governo godeva di un'ampia discrezionalità in merito al loro esercizio. Per ridurre la discrezionalità del Governo, la Legge 488/1999⁷⁴ specificava che l'istituzione di poteri speciali doveva essere giustificata da ragioni essenziali di interesse generale, in particolare l'ordine pubblico, la sicurezza nazionale e la difesa. I poteri speciali dovevano essere adeguati e proporzionati alla tutela di tali interessi, anche in termini di limiti temporali. Essi avrebbero dovuto rispettare i principi dell'ordinamento giuridico nazionale ed europeo, in particolare il principio di non discriminazione, ed essere conformi agli obiettivi della privatizzazione e della libertà di concorrenza. Mentre la legge 350/2003⁷⁵ limitava il ricorso ai poteri speciali agli interessi vitali dello Stato, il decreto del 2004 del presidente del Consiglio dei ministri⁷⁶ ne limitava ulteriormente l'uso specificando che essi potevano essere esercitati in caso di pericolo grave e imminente per l'approvvigionamento minimo di risorse energetiche e beni essenziali per la collettività, in circostanze che incidessero sulla continuità dei servizi pubblici, sulla difesa nazionale, sulla tutela dell'ordine pubblico e della sicurezza nazionale, nonché durante le emergenze sanitarie. Tuttavia, poiché il Governo poteva decidere in modo piuttosto autonomo quando sussistevano rischi per l'interesse generale, l'ordine pubblico, la sicurezza nazionale e la difesa, tali criteri non hanno eliminato tutte le incertezze relative all'applicazione e all'esercizio dei poteri speciali.

⁷⁴ Legge 488 del 23.12.1999 sul bilancio annuale e pluriennale (G.U. n. 302 del 27.12.1999), articolo 66, comma 3.

⁷⁵ Legge 350 del 24.12.2003 sul bilancio annuale e pluriennale (G.U. n. 299 del 27.12.2003), articolo 4, commi 227 e seguenti.

⁷⁶ Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 10.06.2004 (G.U. n. 139, 16.06.2004).

La giurisprudenza della Corte di giustizia⁷⁷ ha dichiarato, con una sola eccezione⁷⁸, l'incompatibilità dei poteri speciali con l'articolo 56 del trattato CE sulla libera circolazione dei capitali. Per quanto riguarda specificamente la normativa italiana, nella sua sentenza del 2009 *Commissione contro Italia*⁷⁹, la Corte di giustizia ha riscontrato non solo una violazione dell'articolo 56 TCE (libera circolazione dei capitali), ma anche dell'articolo 43 TCE (libertà di stabilimento), in quanto, sebbene i criteri stabiliti dal decreto del 2004 per l'esercizio dei poteri speciali italiani rappresentassero interessi pubblici, l'Italia non aveva fornito garanzie sufficienti in merito alla loro proporzionalità, in quanto tali poteri non erano adeguatamente collegati ai poteri attribuiti al governo. La giurisprudenza della Corte di giustizia in materia di *golden share* mirava a impedire che i poteri speciali che gli Stati membri si riservavano fossero utilizzati per disincentivare gli investitori privati, in particolare quelli stranieri, dall'acquisire azioni in imprese privatizzate, compromettendo il buon funzionamento dell'intero mercato interno⁸⁰.

Come dimostra la sentenza relativa all'Italia, la Corte ha sottolineato la necessità di un equilibrio tra l'interesse generale e la discrezionalità del Governo nell'adozione di misure che limitano la libera circolazione, che devono essere sostenute dal principio di proporzionalità. Ciò implica l'applicazione di criteri trasparenti, chiari e non

⁷⁷ Cfr. sentenza C-367/98 del 4 giugno 2002, *Commissione delle Comunità europee contro Repubblica portoghese*, in cui, contrariamente alla posizione dell'Avvocato generale R. H. Colomer, la Corte di giustizia ha stabilito che le restrizioni all'acquisto di azioni basate sulla nazionalità degli investitori interessati costituivano una violazione dell'articolo 56 del trattato CE; 4 giugno 2002, C-483/99, *Commissione delle Comunità europee contro Repubblica francese*, in cui, contrariamente alla posizione dell'Avvocato generale Colomer, la Corte di giustizia ha stabilito che il decreto n. 93-1298 del 13 dicembre 1993 che conferiva allo Stato una "golden share" nella *Société Nationale Elf-Aquitaine* costituiva una violazione dell'articolo 56 del trattato CE. La Corte è giunta a conclusioni simili nella sentenza C-98/01 del 13 maggio 2003, *Commissione delle Comunità europee contro Regno Unito*; 13 maggio 2003, C-463/00, *Commissione delle Comunità europee contro Regno di Spagna*; 4 marzo 2005, *Commissione delle Comunità europee contro Repubblica federale di Germania* (la cosiddetta «Volkswagen»); 28 settembre 2006, C-282/04, *Commissione delle Comunità europee contro Regno dei Paesi Bassi*. Per un'analisi, cfr. H. FLEISCHER, *Case C-367/98, Commission of the European Communities v. Portuguese Republic (Golden shares)*; C-483/99, *Commission of the European Communities v. French Republic (Golden shares)*, in *Common Market Law Review*, 2003, p. 493 ss.; S. DE VIDO, *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares: violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali o sul diritto di stabilimento?* in *Diritto del commercio internazionale*, 2007, p. 861 ss.; J. KLOOSTERMAN J. VAN BEKKUM, *Golden Shares and European Company Law: the Implications of Volkswagen*, in *European Company Law*, 2008, p. 6 ss.; E. WERLAUFF, *Safeguards against Takeover after Volkswagen – On the Lawfulness of such Safeguards under Company Law after the European Court's Decision in "Volkswagen"*, in *European Business Law Review*, 2009, p. 101 ss.; J. VAN BEKKUM, *Golden Shares: a new approach*, in *European Company Law*, 2010, p. 13 ss.; J. VAN BEKKUM, *Cross-Border Investments in Undertakings and the Future of EU Company Law*, in *European Business Law Review*, 2014, p. 811 ss.; J. HOUET, *Les Golden Shares en droit de l'Union européenne*, Editions Larcier, Brussels, 2015; T. PAPADOPOULOS, *COVID-19 crisis and screening of foreign direct investments in EU privatised companies: Commission of the European Communities v Italy (C-326/07)*, in *International Trade Law & Regulation*, p. 54 ss.

⁷⁸ Sentenza C-503/99 del 4 giugno 2002, *Commissione delle Comunità europee contro Regno del Belgio*, in cui la Corte ha riconosciuto che la normativa in questione era giustificata dall'obiettivo di garantire l'approvvigionamento energetico in caso di crisi, ai sensi dell'articolo 56 TCE, che prevede un motivo di giustificazione basato sulla sicurezza nazionale. Più recentemente, cfr. la sentenza C-105/12 del 22 ottobre 2013, *Staat der Nederlanden contro Essent NV*, in cui la Corte ha stabilito che gli obiettivi di combattere le sovvenzioni incrociate in senso lato, compreso lo scambio di informazioni strategiche, al fine di garantire la trasparenza dei mercati dell'elettricità e del gas e di prevenire distorsioni della concorrenza, possono, in quanto motivi imperativi di interesse pubblico, giustificare restrizioni alla libera circolazione dei capitali causate da disposizioni di diritto nazionale. Per un'analisi della giurisprudenza in materia di *golden share*, cfr. S.M. CARBONE, *Golden Shares e fondi sovrani*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2009, p. 503 ss, 507 ss. .

⁷⁹ Sentenza del 26 marzo 2009, C-326/07, *Commissione delle Comunità europee contro Repubblica italiana*. Per un'analisi, M. COLANGELO, *Regole comunitarie e golden share italiana*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2009, p. 595 ss.; M. O' BRIAN, *Case C-326/07, Commission of European Communities v. Italian Republic, Judgement of the Court of Justice (Third Chamber) of 26 March 2009, not yet reported*, in *Common Market Law Review*, 2010, p. 245 ss.; T. PAPADOPOULOS, *COVID-19 crisis and screening of foreign direct investments in EU privatised companies: Commission of the European Communities v Italy (C-326/07)*, in *International Trade Law & Regulation*, p. 2021, p. 54 ss.

⁸⁰ S. DE VIDO, *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares*, cit., p. 887 ss.

indeterminati. La necessità di ridurre la discrezionalità del governo e aumentare la trasparenza e la proporzionalità delle norme sui poteri speciali, sottolineata dalla Corte, insieme all'intenzione dell'UE di applicare una concezione più ampia dell'interesse pubblico, ha indotto il Governo italiano a riformare la propria normativa in materia. Nel 2012, il decreto legge n. 21/2012⁸¹ ha stabilito una nuova disciplina dei poteri speciali che riguarda specificamente le strutture societarie nei settori della difesa e della sicurezza nazionale e le attività di importanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Poiché i poteri speciali non consistono più nel possesso di azioni da parte del Governo, ma solo in poteri pubblici/amministrativi esercitati dal Governo, indipendentemente da qualsiasi strumento di proprietà, essi sono tradizionalmente denominati "golden powers". I settori in cui possono essere applicati i poteri speciali sono chiaramente specificati nel decreto legge. I *golden powers* si applicano non solo alle imprese privatizzate, ma a tutte le imprese pubbliche e private che svolgono attività strategiche. In base al decreto, il Governo italiano deve stabilire per quali beni e attività di interesse strategico, in casi di specifico rischio per la difesa e la sicurezza nazionale, può esercitare poteri speciali⁸². I nuovi poteri speciali consistono principalmente in poteri di opposizione, che subordinano l'acquisizione di partecipazioni da parte di investitori privati nazionali o esteri in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per la difesa e la sicurezza nazionale a condizioni specifiche al fine di garantire l'approvvigionamento, la sicurezza delle informazioni, il trasferimento tecnologico e il controllo delle esportazioni⁸³.

Oltre al potere di opporsi all'acquisizione di azioni da parte di soggetti diversi dallo Stato italiano, qualora l'acquisizione dei diritti di voto da parte dell'altra parte possa compromettere la difesa e la sicurezza nazionale, i poteri speciali consentono anche di porre il veto, alle stesse condizioni, sulle decisioni relative a fusioni,

⁸¹ Il decreto legge n. 21/2012 è stato convertito in Legge n. 56 dell'11 maggio 2012 (G.U. n. 111 del 14 maggio 2012).

⁸² Per le procedure e le attività di rilevanza strategica, cfr. Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri n. 253, 30.11.2012 (GU n. 29, 04.02.2013) "Regolamento recante individuazione delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, a norma del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56"; Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 129, 2.10.2013 (GU n. 266, 13.11.2013) "Regolamento recante modifiche al decreto del Presidente del Consiglio dei ministri 30 novembre 2012, n. 253, concernente il regolamento recante l'individuazione delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, a norma del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56"; Decreto del Presidente della Repubblica n. 35, 19.02.2014 (GU n. 66, 20.03.2014) "Regolamento per l'individuazione delle procedure per l'attivazione dei poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, a norma dell'articolo 1, comma 8, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21"; Decreto Presidenziale n. 35/2014 (GU n. 66, 20 marzo 2014) "Regolamento per l'individuazione delle procedure per l'attivazione dei poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, a norma dell'articolo 1, comma 8, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21"; Decreto del Presidente della Repubblica n. 85, 25.03.2014 (GU n. 129, 6.06.2014) "Regolamento per l'individuazione degli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, a norma dell'articolo 1, comma 8, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21".

⁸³ Cfr. P. KOUTRAKOS, *Public Security Exceptions and EU Free Movement Law*, in P. KOUTRAKOS, N. N. SHUIBHNE, P. SYRPIS (eds), *Exceptions from EU Free Movement Law* Hart Publishing, Oxford, 2016, p. 191 ss.

scissioni societarie, trasferimenti di società all'estero, modifiche dell'oggetto sociale o scioglimento. Per quanto riguarda gli investimenti, il governo italiano prende in considerazione, in particolare, i legami tra l'investitore e Stati terzi che non rispettano i principi dei diritti umani e dello Stato di diritto, il diritto internazionale e mettono quindi a rischio la comunità internazionale, oppure che hanno rapporti con organizzazioni criminali e terroristiche.

Per consentire al Governo i controlli finalizzati all'esercizio di tali poteri, l'impresa che gestisce l'operazione è soggetta all'obbligo di notifica e il Governo deve esercitare il veto nei quarantacinque giorni successivi. Qualora l'impresa non adempia all'obbligo di notifica, sarà soggetta a sanzioni amministrative pecuniarie che potrebbero ammontare al doppio del valore dell'operazione. L'obbligo di notifica si applica anche alle decisioni strategiche e alle acquisizioni di partecipazioni volte al controllo di reti e impianti, beni e relazioni di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Tuttavia, mentre nel caso della difesa e della sicurezza nazionale il governo italiano deve semplicemente accertare l'esistenza di una minaccia sufficientemente grave, nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni deve sussistere una situazione eccezionale che costituisca una minaccia effettiva per gli interessi pubblici in materia di sicurezza, buon funzionamento delle reti e degli impianti e continuità delle catene di approvvigionamento. Qualora il governo ritenga che l'acquisizione possa compromettere gli interessi essenziali dello Stato, può sottoporla a condizioni speciali o, in casi eccezionali, opporsi.

Come si può dedurre da questa analisi, la principale differenza tra le *golden share* e i *golden power* consiste nel fatto che questi ultimi possono essere esercitati anche se lo Stato non detiene azioni nelle imprese e non sono stabiliti negli statuti societari come poteri privati dell'azionista pubblico, consistendo in un potere pubblico di alta amministrazione che persegue scopi pubblici. Di conseguenza, non costituiscono forme di controllo *ex ante*, stabilite in fase di liberalizzazione, ma sono esercitati direttamente *ex post*, nelle fasi finali di conclusione dell'investimento, qualora il Governo preveda una grave minaccia per l'interesse nazionale. Da questo punto di vista, i *golden powers* sembrano essere totalmente indipendenti dalla privatizzazione e rappresentano una forma di controllo pubblico sugli investimenti che incidano su beni e attività di interesse strategico nazionale.

Inoltre, con l'esercizio dei *golden power* il Governo può imporre obblighi non solo "negativi" (vietando alcune operazioni), ma anche "positivi" (prescrivendo alcune operazioni o condizioni utili a garantire la tutela degli interessi nazionali)⁸⁴. La discrezionalità conferita al Governo non riguarda l'identificazione dei settori e dei criteri, ma solo la valutazione del pericolo per la sicurezza nazionale e per gli interessi strategici. La logica si ispira al sistema statunitense, dove il controllo sulle imprese strategiche è specificamente mirato ad evitare operazioni aggressive da parte di investitori stranieri⁸⁵.

Spostando l'attenzione del Governo dal mantenimento del potere decisionale *ex ante* sulle imprese privatizzate all'esercizio del controllo statale *ex post* sulle attività che minacciano la sicurezza nazionale, il sistema del *golden power*, lungi dall'essere basato su una logica di "diritto privato" della partecipazione azionaria del Governo per mantenere il potere decisionale sulle imprese privatizzate, mira a una logica di "diritto amministrativo" di *screening* delle transazioni dal punto di vista dell'interesse nazionale e della sicurezza. In questa prospettiva, il *golden power*, promuovendo un approccio più "strategico", ha cercato di rendere il controllo delle imprese nei settori della sicurezza nazionale e dei servizi essenziali più proporzionato e non arbitrario, rispondendo meglio ai rischi creati dagli investitori stranieri particolarmente aggressivi sul mercato italiano (e dell'intera UE) durante la crisi finanziaria⁸⁶.

Nel tempo, oltre alla necessità di proteggere la difesa e la sicurezza nazionale, è cresciuta l'esigenza di salvaguardare i settori tecnologici, in particolare quelli legati alle comunicazioni, dalle operazioni predatorie straniere, con il crescente potere delle economie emergenti, come la Cina, in questo settore.

⁸⁴ F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2014, p. 57 ss.; M. D'ALBERTI, *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, in G. NAPOLITANO, (ed.) *Foreign Direct Investment Screening*, il Mulino, Bologna, 2019, p. 83 ss.

⁸⁵ Il controllo sugli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti è esercitato dal Comitato per gli investimenti esteri negli Stati Uniti (CFIUS) dopo che gli investitori stranieri hanno tentato di entrare in un'impresa strategica nazionale, indipendentemente dalla sua natura pubblica o privata. La decisione finale spetta al Presidente. Il CFIUS è stato istituito nel 1975 e ha subito diverse riforme per specificare meglio i poteri speciali del CFIUS/Presidente e la nozione di sicurezza nazionale. L'ultima riforma del sistema di controllo degli IDE statunitense è stata attuata nell'ambito del *Foreign Investment Risk Review Modernization Act* (FIRRMA) del 2018. Per un'analisi generale del sistema statunitense, cfr. C. MANN, *The global rush toward foreign direct investment screening: lessons from the United States*, in G. NAPOLITANO (ed.), *Foreign Direct Investment Screening*, cit., p. 15 ss.

⁸⁶ M. LAMANDINI, *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, p. 671 ss.

Più specificatamente, il Decreto n. 129/2013⁸⁷ ha inserito le reti di telecomunicazione, gli impianti e la banda larga/ultra larga tra le infrastrutture di rilevanza strategica soggette ai *golden power*. Il Decreto Legge n. 148/2017⁸⁸ ha esteso il controllo governativo alle infrastrutture ad alta tecnologia intensiva⁸⁹. Per quanto riguarda i settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e dell'alta tecnologia intensiva, se l'acquirente proviene da uno Stato al di fuori dell'UE, il Governo potrebbe tenere conto del fatto che esso potrebbe essere controllato dal Governo di uno Stato non UE e che riceve ingenti finanziamenti governativi. Il Decreto ha inoltre introdotto pesanti sanzioni per la mancata dichiarazione di acquisizioni rilevanti di partecipazioni nei settori della difesa e della sicurezza nazionale.

3. Il golden power italiano come modello per il meccanismo europeo di *screening* degli investimenti stranieri

Il Regolamento 2019/452 ha istituito un quadro in base al quale gli Stati membri sottopongono a *screening* gli investimenti diretti esteri (IDE) all'interno dell'Unione per motivi di sicurezza nazionale o di ordine pubblico; ha inoltre istituito un meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri e tra questi ultimi e la Commissione europea⁹⁰ in merito agli IDE che potrebbero incidere sulla sicurezza nazionale o sull'ordine pubblico. Esso prevede la possibilità per la Commissione di formulare pareri su tali investimenti⁹¹. Tra i fattori che determinano se un IDE possa incidere sulla sicurezza nazionale o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione

⁸⁷ Decreto presidenziale n. 129 del 2.10.2013 che modifica il decreto presidenziale n. 253 del 30.11.2012 relativo all'individuazione delle attività di rilevanza strategica per la sicurezza nazionale e la difesa ex decreto 21/2012 (G.U. n. 266 del 13.11.2013).

⁸⁸ Decreto Legge n. 148, 1.08.2017, recante misure finanziarie urgenti (G.U. n. 242, 16.10.2017) convertito in Legge n. 172 del 4 dicembre 2017 (G.U. n. 284 del 5 dicembre 2017).

⁸⁹ Articolo 14.

⁹⁰ Il meccanismo cooperativo è stato preferito alla proposta iniziale del Parlamento europeo di istituire un comitato europeo per gli investimenti esteri. Cfr. F. DI BENEDETTO, *Reciprocity in international trade and investment law and the establishment of a European Committee on Foreign Investment*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2017, p. 572 ss.

⁹¹ Cfr. C. PETTINATO, *The new EU Regulation on foreign direct investment screening: rational and main elements*, in G. NAPOLITANO (ed.), *Foreign Direct Investment Screening*, cit. p. 57 ss.; S. VELLUCCI, *The New Regulation on the Screening of FDI: The Quest For A Balance to Protect EU's Essential Interests*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2019, p. 123 ss.; S. HINDELANG, A. MOBERG, *The Art of Casting Political Dissent in Law: The EU's Framework for the Screening of Foreign Direct Investment*, in *Common Market Law Review*, 2020, p. 1427 ss.; W. ZWARTKRUIS, B.J. DE JONG, *The EU Regulation on Screening of Foreign Direct Investment: A Game Changer?*, in *European Business Law Review*, 2020, p. 447 ss.; T. VERELLEN, *When Integration by Stealth Meets Public Security: The EU Foreign Direct Investment Screening Regulation*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2021, p. 19 ss. Ai fini del regolamento, per "investimento estero diretto" è "un investimento di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica".

europea possono prendere in considerazione i suoi potenziali effetti sulle infrastrutture fisiche e virtuali critiche⁹², sulle tecnologie critiche e sui prodotti a duplice uso⁹³, sulla fornitura di input critici⁹⁴, sull'accesso a informazioni sensibili⁹⁵ e sulla libertà e il pluralismo dei media⁹⁶.

Il meccanismo di screening si basa su quattro percorsi: (1) la creazione di un meccanismo di screening nazionale; (2) gli investimenti sottoposti a screening; (3) lo screening sugli investimenti già pianificati o completati; (4) lo screening sugli investimenti in grado di influire su progetti o programmi di interesse dell'UE.

Il meccanismo di *screening* istituito dal regolamento 2019/452 si applica a partire dall'11 ottobre 2020. Imponendo il coordinamento con gli altri Stati membri e la Commissione europea, esso riduce l'autonomia degli Stati membri nella definizione dei propri meccanismi di *screening* degli investimenti esteri, con un effetto indiretto anche sulle strategie di attrazione. Tuttavia, la Commissione può adottare solo un parere non vincolante e la decisione finale in merito all'autorizzazione degli IDE spetta allo Stato. A differenza dei sistemi nazionali di *golden shares*, orientati a mantenere il controllo sui "campioni nazionali", il Regolamento 2019/452 si ispira maggiormente a una logica di prevenzione e gestione dei rischi che minano l'autonomia strategica dell'UE nella gestione di infrastrutture critiche, tecnologie, catene di approvvigionamento, materie prime e prodotti semilavorati,⁹⁷ nonché ad avere un maggiore potere negoziale nei confronti dei paesi terzi⁹⁸. E proprio per l'approccio marcatamente strategico, focalizzato sulla tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico, esso appare influenzato dalla logica dei *golden powers*. Dopo l'adozione del Regolamento 2019/452, il sistema italiano del *golden power* è stato aggiornato più volte per conformarsi alla logica del meccanismo di *screening* degli IDE

⁹² Articolo 4, paragrafo 1. Esse comprendono l'energia, i trasporti, l'acqua, la sanità, le comunicazioni, i media, l'elaborazione o l'archiviazione dei dati, l'aerospaziale, la difesa, le infrastrutture elettorali o finanziarie e le strutture sensibili, nonché i terreni e gli immobili fondamentali per l'utilizzo di tali infrastrutture.

⁹³ Tra questi figurano l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la sicurezza informatica, l'aerospaziale, la difesa, l'lo stoccaggio di energia, le tecnologie quantistiche e nucleari, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie.

⁹⁴ Tra questi figurano l'energia o le materie prime, nonché la sicurezza alimentare.

⁹⁵ Tra questi figurano i dati personali o la capacità di controllare tali informazioni.

⁹⁶ I progetti e i programmi di interesse dell'UE sono elencati nell'allegato al regolamento, modificato dal regolamento delegato (UE) 2020/1298 della Commissione, del 13 luglio 2020, che modifica l'allegato al Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro per lo screening degli investimenti diretti esteri nell'Unione, e dal Regolamento delegato (UE) 2021/2126 della Commissione, del 29 settembre 2021, che modifica l'allegato del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro per lo screening degli investimenti diretti esteri nell'Unione.

⁹⁷ Cfr. Regolamento 2019/452, considerando 8 «Il quadro per il controllo degli investimenti diretti esteri e per la cooperazione dovrebbe fornire agli Stati membri e alla Commissione gli strumenti per affrontare in modo globale i rischi per la sicurezza o l'ordine pubblico e per adattarsi alle mutevoli circostanze...» e 11 «Gli Stati membri dovrebbero poter valutare i rischi per la sicurezza o l'ordine pubblico derivanti da cambiamenti significativi nella struttura proprietaria o nelle caratteristiche chiave di un investitore straniero».

⁹⁸ Sui limiti della sua applicazione da parte della Commissione europea, principalmente del sistema di monitoraggio, J. HILLEBRAND POHL, *Monitoring the impact of the EU's new foreign investment screening mechanism*, *The University of Adelaide Policy Brief* 19, January 2023, p. 1 ss.

dell'UE e per estendere il controllo degli IDE ai settori indicati dal Regolamento 2019/452. In linea con la significativa attenzione dedicata alle tecnologie della comunicazione nel Regolamento 2019/452, l'Italia ha introdotto due nuovi Decreti Legge.

Il Decreto Legge n. 22/2019⁹⁹ ha incluso le comunicazioni elettroniche tramite servizi a banda larga 5G tra le attività di importanza strategica per la difesa e la sicurezza nazionale. Nello specifico, i contratti e gli accordi per l'acquisto di beni e servizi relativi alla banda larga 5G realizzati da investitori non UE devono essere notificati per consentire al Governo di esercitare il proprio potere di veto o di imporre divieti e condizioni. Il Decreto Legge n. 105/2019¹⁰⁰, che istituisce il "perimetro nazionale di sicurezza informatica", ha imposto che l'esercizio dei poteri speciali nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) sia preceduto dalla valutazione dei fattori di vulnerabilità, come il rischio che l'operazione possa compromettere l'integrità e la sicurezza dei dati. Il Decreto Legge ha incaricato il Presidente del Consiglio dei Ministri di individuare i beni e i rapporti tra imprese che rivestono rilevanza strategica in tutti i settori elencati all'articolo 4 del regolamento 2019/452 da valutare in termini di pericolo per la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico, compresi i rischi per le reti e la sicurezza degli impianti, nonché la continuità dell'approvvigionamento.

Queste riforme hanno lentamente allontanato il sistema italiano del *golden power* dall'obiettivo di mantenere rigorosamente il controllo sulle imprese strategiche a favore della prevenzione e gestione dei rischi perseguito a livello UE attraverso il Regolamento 2019/452. Hanno, quindi, rafforzato la dimensione strategica dell'esercizio del *golden power*. Tuttavia, incaricando il governo di identificare i beni e le reti di rilevanza strategica nei settori menzionati nel Regolamento 2019/452, e anche di identificare altri settori di rilevanza strategica – essendo l'elenco del Regolamento non è esaustivo - la riforma ha preservato l'autonomia dell'Italia nell'identificare gli

⁹⁹ Decreto Legge n. 22 del 25.03.2019 (GU n. 71 del 25.03.2019), recante misure urgenti per garantire la sicurezza, la stabilità finanziaria e l'integrazione dei mercati in caso di Brexit, convertito in legge dall'art. 41 del 20.05.2019 (GU n. 120 del 24.05.2019).

¹⁰⁰ Decreto Legge n. 105 del 21.09.2019 (GU n. 222 del 21.09.2019), convertito in legge n. 133 del 18.11.2019 (GU n. 272, 20.11.2019). Per un'analisi, cfr. G. SCARCHILLO, *Golden Powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli Investimenti Esteri Diretti*, in *Il Commercio internazionale*, p. 569 ss.

interessi nazionali, ovvero i settori in cui i controlli dovrebbero essere rafforzati e, se necessario, esercitati i *golden powers*.

4. La riforma del sistema italiano alla luce delle crisi sistemiche

Dopo lo scoppio della pandemia di Covid-19, la Commissione europea ha adottato le “Linee guida per gli Stati membri in materia di investimenti diretti esteri e libera circolazione di capitali provenienti da paesi terzi e protezione delle risorse strategiche dell'Europa, in vista dell'applicazione del regolamento (UE) 2019/452”¹⁰¹, in cui la Commissione europea invitava gli Stati membri a una sorta di “applicazione anticipata” del Regolamento¹⁰².

In conformità con le linee guida dell'UE, il governo italiano ha adottato norme temporanee sui *golden powers* da applicare durante l'emergenza Covid-19. Più specificamente, mentre il Decreto legge n. 23/2020¹⁰³ (il cosiddetto decreto liquidità) ha esteso l'obbligo di notifica all'acquisto di azioni nei settori finanziario, creditizio e assicurativo e a tutti i settori elencati nell'articolo 4 del Regolamento 2019/452¹⁰⁴. In secondo luogo, con l'obiettivo specifico di combattere l'emergenza Covid-19, l'obbligo di notifica è stato esteso a tutti gli acquisti di azioni da parte di investitori stranieri relativi a imprese italiane. Tali obblighi, in vigore fino al 31 dicembre 2021 ma successivamente prorogati più volte¹⁰⁵, erano applicati anche agli investitori dell'UE, in particolare quelli

¹⁰¹ COM (2020) 1981 def., 25.3.2020.

¹⁰² Più specificamente, la Commissione europea chiarisce che la “minaccia alla loro sicurezza o all'ordine pubblico”, richiesta dal regolamento 2019/452 per esercitare lo screening degli IDE, include situazioni in cui tali minacce sono legate a un'emergenza sanitaria pubblica e che la nozione di “tutti i fattori rilevanti”, che devono essere considerati nel determinare se un IDE possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, si riferisce anche ai rischi per le infrastrutture sanitarie critiche e la fornitura di input critici. Infine, la Commissione europea ricorda che, secondo la giurisprudenza sopra citata in materia di “golden share”, l'eccezione di “ordine pubblico o sicurezza pubblica” prevista dall'articolo 65 TFUE può giustificare misure restrittive volte a garantire la sicurezza dell'approvvigionamento o la fornitura di servizi pubblici essenziali. Di conseguenza, tali misure potrebbero essere adottate anche per salvaguardare la salute pubblica, che la Corte di giustizia ha riconosciuto come motivo imperativo di interesse generale. La Commissione europea sottolinea, in particolare, che gli Stati membri potrebbero introdurre restrizioni agli investimenti esteri in società con valutazioni sul mercato dei capitali considerate ben al di sotto del loro valore reale o intrinseco. Ciò salvaguarderebbe l'interesse pubblico valutando, ad esempio, se tali investimenti sottovalutati potrebbero portare a un'eccessiva dipendenza da investitori stranieri di paesi terzi per la fornitura di beni o servizi essenziali. In pratica, l'emergenza pandemica giustifica le restrizioni agli investimenti esteri.

¹⁰³ Decreto legge n. 23 dell'8.04.2020 recante misure urgenti per far fronte all'emergenza Covid-19 (GU n. 94 dell'8.04.2020).

¹⁰⁴ Il rischio di sovrapposizione con altri meccanismi di controllo, ad esempio antitrust o vigilanza prudenziale finanziaria, è elevato. Su quest'ultimo aspetto, cfr. R. LENER, *Brevi note sul golden power nel settore finanziario alla luce del Decreto Liquidità*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2020, p. 545 ss.

¹⁰⁵ Il Decreto Legge n. 34 del 19.05.2020 (GU n. 128, 19.05.2020) ha stabilito che il regime speciale di screening degli investimenti esteri diretti relativo al controllo delle attività strategiche sarebbe rimasto in vigore fino al 31 dicembre 2020, ma la legge n. 176 del 18.12.2020 (G.U. n. 319 del 24.12.2020) ha prorogato il periodo di applicazione al 30 giugno 2021. Più recentemente, il Decreto Legge n. 56 del 30.04.2021 (G.U. n. 103 del 30.04.2021) ha prorogato l'applicazione al 31 dicembre 2021, mentre il Decreto Legge n. 228 del 30.12.2021 (G.U. n. 309 del 30.12.2021) ha stabilito un'ulteriore proroga fino al 31 dicembre 2022. Per i dettagli sui settori di rilevanza strategica e sui relativi beni, si vedano i decreti presidenziali 179 del 18.12.2020 e 180 del 23.12.2020 (GU n. 322, 30.12.2020).

controllati dalle autorità pubbliche di uno Stato membro, quando assicurassero l'assunzione di un controllo stabile su un'impresa italiana¹⁰⁶. La logica alla base di questa norma risiede nell'obiettivo delle nuove norme sul *golden power*. Esse non mirano solo ad evitare l'acquisizione di un controllo stabile su beni nazionali da parte di investitori collegati con Stati ostili, ma anche a garantire che i livelli adeguati di beni e servizi essenziali siano forniti essenzialmente da investitori nazionali¹⁰⁷. Tuttavia, le nuove norme hanno avuto l'effetto di rafforzare le procedure di controllo relative agli investimenti esteri in beni strategici, utilizzando espressioni estremamente generiche che si prestano a interpretazioni molto ampie e discrezionali, con un potenziale effetto dissuasivo per gli investitori stranieri dall'entrare nel mercato italiano. La legge di conversione 40/2020¹⁰⁸ ha esteso l'obbligo di notifica al settore sanitario, con particolare riferimento alla produzione, all'importazione e alla distribuzione all'ingrosso di dispositivi medici, chirurgici e di protezione individuale, nonché ai settori agroalimentare e siderurgico per tutelare i livelli occupazionali.

L'estensione dei settori soggetti all'obbligo di notifica e lo *screening* anche degli investitori dell'UE sono sintomatici di un nuovo approccio nei confronti degli investitori stranieri da parte del Governo italiano. Mentre il Decreto Legge n. 21/2012 e le sue modifiche miravano a mantenere il controllo del Governo sulle decisioni rilevanti relative alle imprese strategiche nazionali in un quadro di liberalizzazione e privatizzazione, il Decreto Legge n. 23/2020 e le sue successive modifiche mostrano l'intento di salvaguardare la proprietà nazionale delle imprese, in particolare quelle altamente sensibili, maggiormente esposte ad operazioni aggressive, in seguito alla crisi (ad esempio, i settori finanziario e sanitario)¹⁰⁹.

In seguito all'aggressione russa all'Ucraina, la necessità di monitorare più da vicino le operazioni straniere nel mercato interno¹¹⁰ e la richiesta di un intervento più incisivo dell'UE per centralizzare le fasi di acquisto e

¹⁰⁶ Più specificamente, l'acquisizione di quote in imprese strategiche da parte di operatori dell'UE deve essere notificata quando porta a una posizione di controllo, mentre gli acquisti da parte di investitori di paesi terzi devono essere notificati quando consentono diritti di voto o diritti di capitale pari ad almeno il 10% con un investimento di almeno 1 000 000 di euro. In realtà, non è la prima volta che l'Italia esercita il controllo sugli investimenti dell'UE.

¹⁰⁷ L. VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2020, p. 119 ss.; G. MARRA, *L'assetto dei poteri speciali per il controllo degli investimenti dal 1994 al d.l. liquidità n. 23/2020*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2021, p. 312 ss.

¹⁰⁸ Legge 40, 5.06.2020, G.U. n. 143, 6.06.2020.

¹⁰⁹ M. RESCIGNO, E. RIMINI, *Golden power e coronavirus: regole per l'emergenza o per il futuro*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2020, p. 517 ss.

¹¹⁰ Orientamenti per gli Stati membri in materia di investimenti diretti esteri provenienti dalla Russia e dalla Bielorussia alla luce dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite nei recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni C (2022) 2316, GU C 1511 del 6.4.2022, p. 1 ss. Cfr. A. PERICU, *L'evoluzione dei poteri speciali nell'esperienza italiana e nella prospettiva europea*, in *Banca impresa società*, 2024, p. 369 ss., 373 ss.

stoccaggio delle fonti energetiche in particolare. Di conseguenza, la strategia Repower EU¹¹¹, che istituisce un meccanismo comune di stoccaggio e meccanismi di approvvigionamento congiunto, ha previsto la certificazione per gli operatori dei sistemi di stoccaggio per bloccare operazioni predatorie nei confronti delle infrastrutture energetiche dell'UE.

Seguendo l'esempio delle istituzioni dell'UE, anche il Governo italiano ha deciso di rafforzare il controllo sugli investimenti. Tuttavia, sebbene la riforma sia inclusa nel Decreto 21/2022¹¹² contenente misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina, la normativa sul *golden power* mira a superare la normativa di emergenza e ad apportare modifiche permanenti al Decreto Legge n. 21/2012 istituito dal Decreto 23/2020 e dalla Legge 40/2020. Infatti, a differenza delle modifiche stabilite dai decreti del 2020, queste modifiche non sono soggette a una scadenza. Le principali modifiche consistono nell'imposizione dell'obbligo di notificare la costituzione di nuove imprese che sviluppano attività di rilevanza strategica per la sicurezza nazionale e la difesa, nella semplificazione della procedura di notifica (principalmente attraverso la notifica congiunta da parte dell'investitore e dell'impresa strategica coinvolta) e nell'introduzione del sistema di pre-notifica che rende possibile una valutazione preventiva sull'applicabilità dei *golden power* all'operazione prevista. Il Decreto conferma l'obbligo di notifica per gli investitori dell'UE che assumono una partecipazione di controllo in imprese italiane, sebbene solo in alcuni settori specifici¹¹³ e richiede anche agli investitori di Stati terzi che assumono anche una partecipazione di minoranza di dare notifica. Istituisce un organismo di valutazione e analisi strategica e nuove norme relative ai poteri speciali nel settore della sicurezza informatica, estendendoli alla tecnologia cloud e applicando l'obbligo di notifica all'intero piano di acquisti annuale¹¹⁴. Infine, istituisce un quadro normativo relativo alla fornitura di materie prime critiche, la cui esportazione al di fuori dell'UE è soggetta all'obbligo di notifica. Spetta al Governo individuare i materiali critici in base all'interesse

¹¹¹ COM (2022) 108 definitivo, dell'8.3.2022, REPowerEU: azione comune europea per un'energia più accessibile, sicura e sostenibile; Regolamento (UE) 2022/1032 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 giugno 2022, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1938 e (CE) n. 715/2009 per quanto riguarda lo stoccaggio del gas, *GU L* 173 del 30.6.2022, pag. 17 e segg., articolo 2

¹¹² Decreto legge n. 21, 21.03.2022 (*GU* n. 67, 21.03.2022), articoli 24-28.

¹¹³ I settori in questione sono: comunicazioni, energia, trasporti, sanità, agroalimentare e finanza.

¹¹⁴ Cfr. DPCM 28.09.2022 sull'esercizio dei poteri speciali sui piani annuali di Tim e Vodafone.

nazionale e alle esigenze delle catene di approvvigionamento critiche¹¹⁵. La legge di conversione n. 51/2022¹¹⁶ ha apportato diverse modifiche al decreto legge n. 21/ 2022, le più importanti delle quali sono l'introduzione di una "clausola greenfield", che impone l'obbligo di notifica a tutti gli investitori nazionali ed esteri che costituiscono imprese sul territorio italiano che esercitano attività o detengono beni di importanza strategica. Ha, inoltre, esteso i poteri speciali alle operazioni su beni oggetto di concessione pubblica e ha fornito una definizione di soggetti esterni all'UE¹¹⁷.

5. La proposta di riforma del Regolamento 452/2019: dall'autonomia strategica alla sicurezza sistemica

Il 24 gennaio 2024 la Commissione europea, nell'ambito di un più ampio pacchetto di riforme tese a rafforzare la sicurezza economica dell'UE¹¹⁸, ha presentato una proposta di riforma del Regolamento 452/2019¹¹⁹.

Si analizzano di seguito schematicamente le principali innovazioni della proposta.

- **Modifica della base giuridica per estensione del campo di applicazione:** la proposta consiste nella scelta di affiancare al 207 TFUE, che costituisce l'unica base giuridica del Regolamento 452/2019, anche l'art. 114 TFUE sul ravvicinamento delle legislazioni. Di conseguenza, il meccanismo di *screening* degli investimenti non potrà più essere considerato un mero strumento di difesa commerciale, ma dovrà essere considerato anche uno strumento di ravvicinamento dei sistemi nazionali di controllo degli investimenti per il buon funzionamento del mercato interno, finalizzato a diminuire le differenze eccessive tra tali sistemi, a ridurre i costi di conformità esistenti per gli investitori esteri e a prevenire l'insorgere di ulteriori ostacoli nel mercato interno per gli investimenti. Il ravvicinamento è

¹¹⁵ In realtà, i rottami ferrosi sono le uniche materie prime esplicitamente menzionate nel decreto. La possibilità di applicare meccanismi di *screening* degli investimenti ai materiali critici è stata oggetto di un'interpretazione restrittiva nella sentenza della Corte di giustizia del 13 luglio 2023, causa 160/22, *Xella*.

¹¹⁶ Legge 51, 20.5.2022 (*GU* n. 117, 20.05.2022). Cfr. anche DPCM n. 133, 1.08.2022 (*GU* n. 211, 9.09.2022), Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della pre-notifica e misure di semplificazione dei procedimenti.

¹¹⁷ Più specificamente, i *golden power* sono stati estesi alle entità che, pur avendo la nazionalità dell'UE, hanno il loro centro di attività principale e la loro residenza abituale all'estero.

¹¹⁸ JOIN (2023) 20, 20.6.2023, *Strategia europea per la sicurezza economica*. A. LYMPEROPOULOS, *The EU Economic Security Strategy: a Novel Approach or the Reemergence of an Old Idea?*, *Cellis Blog*, 19.04.2024.

¹¹⁹ COM(2024) 23, 24.1.2024.

perseguito, da un lato, con l'armonizzazione di alcune norme e tempistiche e, dall'altro lato, con l'individuazione di alcuni casi di *screening* obbligatorio. Si tratta, in particolare, degli investimenti in imprese dell'UE che partecipano a progetti o programmi di interesse elencati allegato I della proposta di regolamento, per i quali vale anche l'obbligo di notifica, e degli investimenti in imprese dell'UE che operano in settori di particolare importanza per gli interessi di sicurezza o di ordine pubblico dell'UE elencato all'allegato II della proposta di regolamento (art. 4), sottoposti ad obbligo di notifica solo se rispondono ai criteri di valutazione del rischio¹²⁰. Tale scelta consente, altresì, l'estensione dell'ambito di applicazione dell'attuale Regolamento per ricomprendervi taluni investimenti all'interno dell'UE, ossia investimenti effettuati da un soggetto dell'UE che sia però controllato da un investitore di paesi terzi, in capo al quale permane il potere decisionale in merito all'investimento¹²¹. Tra questi, il considerando n. 17 raccomanda di porre particolare attenzione agli investimenti esteri "greenfield", in cui l'investitore estero o una sua impresa figlia nell'Unione creano nuove strutture o una nuova impresa nell'Unione. Gli investimenti in parola sono considerati particolarmente rischiosi sia perché creano legami durevoli e diretti tra un investitore estero e tali strutture o imprese, sia perché possono influire sulla sicurezza e sull'ordine pubblico, ad esempio quando il rischio riguarda fattori produttivi economici essenziali. L'intento è quello di orientare il Regolamento ad un approccio in cui lo *screening* è strettamente focalizzato sugli investimenti che presentino rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico quando essi attribuiscono il controllo e il potere decisionale a un investitore di un paese terzo, siano essi effettuati direttamente dall'esterno dell'UE o indirettamente attraverso un soggetto stabilito nell'UE ma controllato da un investitore estero. Tale estensione consente un passo ulteriore rispetto al concetto di elusione di cui al regolamento vigente, che si applica solo quando l'operazione è effettuata all'interno dell'UE mediante costruzioni di puro artificio che non rispecchiano la realtà economica.

¹²⁰ Vedi *infra*.

¹²¹ In particolare, la proposta di regolamento sarebbe limitata agli investimenti all'interno dell'UE che: i) sono effettuati dall'impresa figlia di un investitore estero nell'Unione, laddove tale impresa sia direttamente o indirettamente controllata da un investitore estero. Non sono compresi i soggetti che non prevedono alcuna partecipazione di paesi terzi o che sono esposti soltanto a una partecipazione non di controllo da parte di un investitore estero (investimenti di portafoglio); ii) hanno l'obiettivo di stabilire un legame durevole tra l'investitore estero e il destinatario dell'UE.

- **Obbligo di istituzione di meccanismi di *screening* degli investimenti da parte degli Stati membri.**

L'obbligo in parola è finalizzato ad evitare fenomeni di "investment shopping", cioè che gli investitori utilizzino gli Stati che non hanno sistemi di controllo degli investimenti come brecce per entrare nel mercato interno. L'obbligo di istituire un meccanismo di controllo è funzionale all'istituzione di un meccanismo di cooperazione che consente agli Stati membri e alla Commissione di scambiare informazioni sugli investimenti, valutare il loro potenziale impatto sulla sicurezza e l'ordine pubblico e individuare le potenziali preoccupazioni che lo Stato membro responsabile del controllo dell'investimento sarebbe tenuto ad affrontare. A tal fine, sono stabilite prescrizioni comuni per i meccanismi nazionali di controllo al fine di garantire l'effettiva partecipazione degli Stati membri al meccanismo di cooperazione (art. 11). E', altresì, istituita una procedura specifica per gli investimenti esteri sottoposti contemporaneamente a controllo da più Stati membri ("operazioni multinazionali").

- **Standardizzazione di format e procedure**, tramite regolamento di esecuzione, dei moduli per la notifica degli investimenti esteri, finalizzata ad assicurare che gli altri Stati membri e la Commissione possano avere a disposizione le informazioni utili alla valutazione della rischioosità di un determinato investimento.

- **Metodo di valutazione e misure di mitigazione del rischio.** L'art. 13 stabilisce un metodo di valutazione della probabile incidenza di un investimento estero sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, confermando l'approccio *risk-oriented* sotteso alla proposta. Più specificamente, nel determinare se un investimento possa incidere negativamente sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri o la Commissione valutano in particolare se l'investimento interessato possa incidere negativamente:

1. sulla sicurezza, sull'integrità e sul funzionamento delle infrastrutture critiche, fisiche o virtuali; in tale contesto, sulla base delle informazioni disponibili, si deve valutare anche se l'investimento estero possa

incidere negativamente sulla resilienza dei soggetti critici¹²² e sui soggetti e le catene di approvvigionamento di cui alla direttiva NIS2¹²³;

2. sulla disponibilità delle tecnologie critiche;
3. sulla continuità dell'approvvigionamento dei fattori produttivi critici;
4. sulla protezione di informazioni sensibili, tra cui i dati personali, in particolare per quanto riguarda la capacità dell'investitore estero di accedere, controllare e comunque trattare tali dati personali;
5. sulla libertà e sul pluralismo dei media, comprese le piattaforme online che possono essere utilizzate per attività di disinformazione su larga scala o attività criminali.

L'elenco dei fattori da tenere in considerazione è molto più ampio e articolato rispetto a quello contenuto all'art. 4 del Regolamento 452/2019. Tale ampliamento è finalizzato a garantire che lo *screening*, più che focalizzarsi sulle tipologie di attività, ne verifichi l'impatto sulla sicurezza strategica dell'UE.

Anche le informazioni da acquisire sull'investitore estero sono più complesse, in quanto devono tenere in considerazione:

- il fatto che l'investitore estero abbia partecipato a un investimento estero precedentemente sottoposto al meccanismo di *screening*;
- sia stato sottoposto a sanzioni ex art. 215 TFUE;
- sia stato coinvolto in attività che incidono negativamente sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in uno Stato membro o abbiano intrapreso attività illecite o criminali; o perseguano gli obiettivi politici di un paese terzo o agevolino lo sviluppo delle capacità militari di uno Stato terzo.

¹²² Cfr. Direttiva (UE) 2022/2557 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla resilienza dei soggetti critici.

¹²³ Direttiva (UE) 2022/2555 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativa a misure per un livello comune elevato di cibersicurezza nell'Unione.

Lo Stato membro destinatario dell'investimento resta il decisore finale rispetto alle misure di mitigazione necessarie ma deve tener conto nella massima considerazione le osservazioni formulate da altri Stati membri e il parere emesso dalla Commissione. Al divieto dell'investimento dovrebbe farsi ricorso solo in casi eccezionali e se le misure di mitigazione o le misure disponibili a norma del diritto dell'Unione o nazionale diverse dal meccanismo di controllo non sono sufficienti per ridurre l'incidenza sulla sicurezza o sull'ordine pubblico. La decisione di controllo deve in ogni caso essere conforme al principio di proporzionalità e tenere conto di tutte le circostanze dell'investimento estero.

L'8 maggio 2025 il Parlamento europeo ha adottato la propria posizione in prima lettura, proponendo alcuni emendamenti, alcuni dei quali particolarmente rilevanti. Si sottolineano, in particolare:

- l'ipotesi che, in caso di disaccordo tra uno Stato e la Commissione relativamente alla rischioosità di un investimento per la sicurezza e l'ordine pubblico nel complesso, la Commissione possa adottare una decisione¹²⁴, fruire di poteri di accertamento¹²⁵ e proporre misure di mitigazione¹²⁶;
- il rafforzamento della standardizzazione sui meccanismi di *screening* e di *risk assessment*, sia da parte degli Stati membri, sia da parte della Commissione¹²⁷;
- la necessità di autorizzazione per investimenti *greenfield* di valore pari o superiore a 250 milioni di euro¹²⁸ e la possibilità di comminare sanzioni agli investitori stranieri che non richiedono un'autorizzazione ove necessario, che non rispettano le misure di mitigazione o che cercano di eludere in altro modo il meccanismo di controllo o le decisioni di controllo¹²⁹;
- l'aggiunta, tra i criteri di rischio di cui all'art.13, di criteri relativi alla sicurezza militare, tecnologica e alla resilienza del mercato interno e delle catene di approvvigionamento; alla sicurezza alimentare e al contrasto

¹²⁴ Emendamento 23 sull'inserimento del considerando 28 a; emendamenti 116-123 sull'inserimento, nell'art. 7, del paragrafo 8.

¹²⁵ Emendamento 24 sull'inserimento del considerando 28 b; emendamento 151 sull'introduzione dell'art. 9 bis.

¹²⁶ Emendamento 103 sull'inserimento, all'art. 7, paragrafo 2, del comma 2 bis.

¹²⁷ Emendamento 37 sull'inserimento del considerando 37 a.

¹²⁸ Emendamento 84 sull'inserimento, all'art. 4, del paragrafo 4 bis.

¹²⁹ Emendamento 40 sull'inserimento, all'art. 4 paragrafo 2, della lettera h bis.

alle dipendenze strategiche; alla stabilità finanziaria ed economica dell'Unione; alla fornitura di servizi essenziali e di servizi di interesse generale; alla protezione della proprietà intellettuale e del *know-how*; al rafforzamento della tutela dei diritti fondamentali, del dibattito civico e dei processi elettorali, alla neutralità, obiettività e pluralismo dell'istruzione; alla probabilità di coercizione economica¹³⁰:

- l'aggiunta, tra i fattori da tenere in considerazione sulla natura degli investitori, di forme di controllo operate da soggetti diversi dal governo centrale¹³¹; di investitori soggetti a misure restrittive dell'Unione a norma dell'articolo 215 TFUE; di investitori provenienti da uno Stato caratterizzato da carenze nel sistema di contrasto all'antiriciclaggio e al terrorismo, che persegue una strategia aggressiva di fusione civile-militare o che consenta l'accesso arbitrario ad attività o dati aziendali a fini di intelligence¹³²;
- il rafforzamento del ruolo di standardizzazione della valutazione del rischio da parte della Commissione¹³³ e la possibilità di assunzione diretta di decisioni¹³⁴;
- una significativa diversificazione delle tipologie di decisioni relative alle misure di mitigazione del rischio¹³⁵;
- una maggiore considerazione, nell'attività di monitoraggio annuale da parte della Commissione, dell'impatto dell'attività di *screening* degli investimenti sulla sicurezza economica dell'UE¹³⁶.

Le discussioni in seno al Consiglio e al COREPER, ancora in corso, non sembrano incidere molto sull'impianto complessivo della proposta, se non nell'ottica di ribadire l'autonomia degli Stati di estendere lo *screening* degli investimenti oltre lo standard minimo previsto dall'UE e a rafforzare alcuni aspetti strategici come il controllo

¹³⁰ Emendamenti 173-184 relativi alle modifiche all'art. 13, paragrafo 3. In conseguenza delle modifiche proposte su tali criteri, anche gli allegati I e II risultano ampliati.

¹³¹ Si tratta del controllo operato da organismi statali, autorità regionali o locali o forze armate, di un paese terzo, anche in virtù dell'assetto proprietario, di finanziamenti consistenti in diritti speciali oppure attraverso amministratori o dirigenti nominati dallo Stato, o altre caratteristiche intese a influenzare le decisioni di gestione, come le golden share

¹³² Emendamenti 185-190 relativi alle modifiche all'art. 13, paragrafo 4. Cfr. anche emendamento 199 relativo all'inserimento dell'art. 14 ter.

¹³³ Emendamento 191 relativo all'inserimento, all'art. 13, del paragrafo 4 bis.

¹³⁴ Emendamento 192 relativo all'inserimento, all'art. 13, paragrafo 4, del paragrafo 4 ter.

¹³⁵ Conformemente all'emendamento 197 relativo all'inserimento, all'art. 14, del paragrafo 2 bis, le misure possono consistere in modifiche alla struttura di governance proposta del destinatario; modifiche dei diritti di voto conferiti all'investitore; prevenzione dell'accesso non autorizzato a tecnologie o informazioni sensibili; l'impegno dell'investitore ad assicurare una fornitura specifica e/o una fornitura a un cliente specifico; l'impegno dell'investitore a mantenere o creare valore aggiunto locale; l'impegno dell'investitore ad affrontare il rischio di dipendenza, compreso il trasferimento di tecnologie e know-how; misure volte a garantire il proseguimento delle attività dell'impresa; requisiti per l'approvvigionamento di componenti critici da fornitori sicuri e affidabili; l'attuazione di protocolli di cibersicurezza per proteggere da potenziali minacce; l'obbligo per l'investitore estero di costituire un'impresa comune con un'impresa dell'Unione; l'obbligo di conservare e trattare dati specifici all'interno dell'Unione.

¹³⁶ Cfr. emendamento 4 relativo all'inserimento del considerando 6 bis; emendamento 43 al considerando 44; emendamento 45 al considerando 49; emendamento 48 all'art. 1, paragrafo 1; emendamento 210 all'art. 18, paragrafo 1 ed emendamento 212 relativo all'inserimento, all'art. 19, paragrafo 2, della lettera b bis.

sugli investimenti che incidono sulle infrastrutture critiche e sui semiconduttori¹³⁷. L'accordo politico tra Consiglio e Parlamento è stato raggiunto l'11 dicembre 2025¹³⁸.

6. Considerazioni conclusive: punti di contatto e fattori di miglioramento tra la disciplina del golden power e il meccanismo di *screening* riformato

Dall'analisi proposta si evince che, come già evidenziato in riferimento al rapporto tra il Decreto legge 21/2012 e il Regolamento 452/2019, anche le scelte operate in Italia con il Decreto Legge 21/2022 hanno avuto un'influenza significativa sulla proposta presentata dalla Commissione, sia in riferimento ad innovazioni specifiche che in riferimento all'impostazione più generale del meccanismo di *screening*. Sotto il primo profilo, scelte italiane che hanno influenzato la proposta sono, in primo luogo, l'attenzione agli investimenti *greenfield*, operati in genere in settori pioneristici e per questo considerati una breccia con cui investitori stranieri aggressivi cercano di entrare nel mercato interno con obiettivi non esclusivamente economici. Un'influenza diretta del Decreto Legge 21/2022 sulla proposta si riscontra nei settori in cui viene esteso il controllo, non solo il settore sanitario, ma anche quello finanziario o alimentare, considerati particolarmente critici per la sicurezza sistemica e, pertanto, particolarmente esposti in situazioni di crisi. Infine, un'influenza del sistema italiano sulla riforma consiste nell'idea di considerare il divieto di investimento come soluzione di ultima istanza e di dare priorità alle decisioni condizionate che tendono ad orientare le scelte di *corporate governance* e *management* in una prospettiva di mitigazione del rischio. Sotto il profilo più generale, il marcato orientamento al rischio e la portata strategica e di *crisis prevention and management* rappresentano l'influenza più significativa del sistema del *golden power*, come modificato dal Decreto Legge 21/2022, sulla riforma dello *screening* degli investimenti.

¹³⁷ General Secretariat of the Council to Permanent Representatives Committee, 9517/25, 6 June 2025 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the *screening* of foreign investments in the Union and repealing Regulation (EU) 2019/452 of the European Parliament and of the Council - Mandate for negotiations with the European Parliament. Le deliberazioni in sede di COREPER sono previste per il 5 dicembre 2025.

¹³⁸ Press release, *Foreign direct investment: Council and Parliament reached political agreement to improve FDI screening*, 11 dicembre 2025.

Tuttavia, a fronte dei numerosi punti di contatto, si riscontrano anche numerosi punti di discrasia dell'attuale sistema del *golden power* rispetto al meccanismo di *screening* degli investimenti come prefigurato dalla riforma, sui quali si dovrà intervenire in seguito all'adozione. In primo luogo, sarà necessario adeguare le procedure e la valutazione del rischio ai metodi e criteri stabiliti in sede europea, alla luce dell'azione di standardizzazione operata dalla Commissione. In secondo luogo, sarà necessario diversificare le tipologie di decisione, al fine di adeguarle a quelle previste in sede europea. In terzo luogo, bisognerà rafforzare i sistemi di cooperazione con gli altri Stati membri, con la Commissione e anche con gli Stati terzi di origine degli investimenti, al fine di garantire l'armonia e il necessario bilanciamento di interessi. Da ultimo, qualora gli emendamenti proposti dal Parlamento europeo siano adottati, sarà necessario inquadrare il sistema della *golden power* nella strategia di sicurezza economica europea¹³⁹, integrandolo, da un lato, con gli altri fattori che compongono la strategia (sovranità tecnologica, soprattutto negli *outbond investments*¹⁴⁰ e nelle esportazioni¹⁴¹ sulla ricerca¹⁴², e sul *dual use*¹⁴³) dall'altro, con gli altri strumenti di difesa commerciale, in particolare l'*International Procurement Instrument*¹⁴⁴, il meccanismo di controllo sulle sovvenzioni estere¹⁴⁵ e soprattutto lo strumento anti-coercizione¹⁴⁶.

In questa prospettiva, sarebbe opportuno valutare l'ipotesi di creare uno strumento *ad hoc* per lo *screening* operato sugli investimenti provenienti da Stati terzi, disegnato per attuare il Regolamento europeo e differenziato rispetto ai *golden power* che operano anche sugli investimenti interni o provenienti da Stati dell'UE, che sono oggetto di controllo da parte della Commissione sulla base di disposizioni relative a settori diversi, come la concorrenza¹⁴⁷, i servizi finanziari, l'energia, le infrastrutture e i materiali critici, la cybersicurezza.

¹³⁹ JOINT(2025) 977 final, 3.12.2025, Strengthening EU economic security.

¹⁴⁰ COM (2024) 24, 24.01.2024, Libro bianco sugli investimenti in uscita.

¹⁴¹ COM (2024) 25, 24.01.2024, Libro bianco sul controllo delle esportazioni.

¹⁴² Raccomandazione del Consiglio, del 23 maggio 2024, relativa al rafforzamento della sicurezza della ricerca, in *GU C*, C/2024/3510, 30.5.2024.

¹⁴³ COM(2024) 27, 24.01.2024, Libro bianco sulle possibilità di potenziare il sostegno alle attività di ricerca e sviluppo che implicano tecnologie potenzialmente a duplice uso

¹⁴⁴ Regolamento (UE) n. 2022/1031 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 giugno 2022 relativo all'accesso di operatori economici, beni e servizi di paesi terzi ai mercati degli appalti pubblici e delle concessioni dell'Unione e alle procedure a sostegno dei negoziati sull'accesso di operatori economici, beni e servizi dell'Unione ai mercati degli appalti pubblici e delle concessioni dei paesi terzi (strumento per gli appalti internazionali — IPI).

¹⁴⁵ Regolamento (UE) n. 2022/2560 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno.

¹⁴⁶ Regolamento (UE) n. 2023/2675 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 novembre 2023, sulla protezione dell'Unione e dei suoi Stati membri dalla coercizione economica da parte di paesi terzi.

¹⁴⁷ D. GALLO, *Investimenti esteri diretti e golden power, oggi, in Unione europea e diritti*, 2025, p. 1 ss., 18 ss.

E ciò al fine di garantire l'evoluzione dello *screening* degli investimenti esteri da strumento protezionistico a strumento di valutazione *ex ante* dell'impatto degli investimenti sulla sicurezza strategica non per bloccarli ma per orientarli ad obiettivi quali il miglioramento dei servizi essenziali per i cittadini e la salvaguardia dell'accessibilità e della qualità degli stessi, il mantenimento di controllo sulle tecnologie create in Italia e sugli apparati di difesa militare, il buon funzionamento delle produzioni, delle infrastrutture e delle catene di approvvigionamento critiche.

LA DIMENSIONE SOVRANAZIONALE DELLA SICUREZZA ECONOMICA E I RIFLESSI SUL GOLDEN POWER ITALIANO

Anna Carla Stucchi

Introduzione

La materia del controllo sugli investimenti esteri diretti si colloca all'intersezione tra diritto, economia e sicurezza, e riflette le dinamiche di un ordine internazionale interconnesso, ma segnato da crescente instabilità. È infatti evidente come l'ingresso all'interno del territorio nazionale di investitori esteri possa confliggere con altri primari interessi dello Stato di destinazione dell'investimento. Ciò accade quando l'investimento estero è mosso non da ragioni economiche, bensì da finalità strategiche ostili - o non allineate - agli obiettivi nazionali dello Stato di destinazione, e quindi può tradursi in uno strumento di pressione e influenza estera¹⁴⁸.

Sconfessata la fiducia in un'apertura incondizionata delle frontiere, benché in un quadro dove l'integrazione economica globale è più profonda che mai, gli Stati che abbracciano il modello dell'economia liberale sono chiamati a realizzare un delicato bilanciamento tra il mantenimento dell'apertura dei mercati e la tutela delle esigenze di sicurezza nazionale. A ben vedere, non può sottacersi come alla presa di coscienza circa le vulnerabilità cui le interdipendenze lasciano spazio, sia corrisposto un passaggio dal primato del primo di questi interessi, al secondo. Del resto, dal finire del XX secolo, l'organizzazione politica e quella economica del mondo

¹⁴⁸ Tenuto conto dei profondi mutamenti geopolitici degli ultimi vent'anni, alle tradizionali preoccupazioni legate alla proprietà straniera, quali il sabotaggio o lo spionaggio, se ne aggiungono di nuove legate alla continuità delle catene di approvvigionamento, al controllo delle infrastrutture e all'accesso alle nuove tecnologie.

appaiono in contrasto tra loro¹⁴⁹: il sistema economico internazionale è diventato globale, mentre la struttura politica del mondo continua essere basata sullo Stato nazione. Il primo agisce nel senso di rimuovere gli ostacoli al flusso delle merci e dei capitali, ignorando i confini, mentre la seconda ne rimarca l'importanza, dando vita a nuove forme di protezionismo visibili anche nella restrizione alla circolazione dei capitali.

Attraverso lo studio dei meccanismi di screening è possibile osservare la traduzione, all'interno di un istituto giuridico, di questo cambio di paradigma. Questi istituti, ormai noti anche per la loro risonanza mediatica, riflettono come, talvolta, siano le logiche geopolitiche a predominare su quelle commerciali, e permettono di analizzare come gli Stati rappresentano e definiscono ciò che costituisce – per loro e per i propri alleati – l'interesse nazionale, al cui interno rientrano ormai a pieno titolo anche considerazioni di natura diversa da quella politico-militare.

Focalizzando l'attenzione sull'ordinamento italiano, il cui meccanismo di controllo sugli investimenti esteri, alla stregua degli altri paesi membri dell'Unione, nonché della maggioranza dei paesi sviluppati, trova nelle esigenze di sicurezza nazionale il suo presupposto d'esercizio, si proverà a mettere in luce come, proprio in corrispondenza, da un lato, della rimarchevole evoluzione di tale concetto, e, dall'altro, in virtù dell'appartenenza all'Unione europea, si sia registrato un vistoso ampliamento dell'ambito di applicazione dell'istituto, oggi da considerare non più solo come un presidio per le singole attività strategiche che fanno capo alle società target delle operazioni ostili di acquisizione, ma anche come uno strumento di tutela dell'intera dimensione industriale e del complesso di conoscenze che assieme costituiscono il patrimonio di tutto il "Sistema-Paese", la cui tutela costituisce – appunto – l'oggetto principale della sicurezza economica nazionale, ma anche europea.

¹⁴⁹ H. KISSINGER, *Ordine mondiale*, Mondadori, Milano, 2021, p. 363.

1. La sicurezza economica nazionale: un concetto in evoluzione

La sicurezza nazionale si configura come un concetto dinamico e multidimensionale, che si evolve rispecchiando i cambiamenti storici, politici e tecnologici. Il tradizionale interesse nazionale, una nozione mobile e determinata dai decisori politici, si amplia al giorno d'oggi oltre la sfera politico-militare per includere la protezione degli asset economici, tecnologici e industriali del “Sistema-Paese”. Le minacce moderne sono “ibride”, spesso invisibili e trasversali, e richiedono un approccio normativo e istituzionale flessibile, capace di integrare diversi attori pubblici e privati. In Italia, solo di recente la sicurezza economica è stata formalmente considerata parte integrante delle strategie di sicurezza nazionale, e la competitività economica riconosciuta come condizione di esistenza per la stabilità e la proiezione internazionale del Paese, rendendosi manifesta la necessità di disporre di nuove competenze istituzionali e di una governance partecipata e multilivello.

1.1 Interesse nazionale e sicurezza nazionale

Il punto di partenza per la presente analisi risiede nella riflessione sulla dimensione economica della sicurezza. Pronunciandosi in materia di poteri speciali, il TAR Lazio¹⁵⁰ l'ha di recente definita “*come species del più ampio genus della “sicurezza nazionale”*”, con cui si è soliti indicare la protezione dell'interesse nazionale dello Stato. Tale ultimo concetto, tuttavia, non è chiaramente definito dalle fonti, e occorre approfondire in cosa consista concretamente.

Fino all'avvento della legge n.124 del 3 agosto 2007¹⁵¹, la legislazione repubblicana non ha mai accordato particolare spazio alla nozione generale di interesse nazionale, ricondotta da autorevolissima dottrina agli “*indirizzi di politica generale dello Stato*”¹⁵² o interpretata come “*nozione pre giuridica attinente ai valori*

¹⁵⁰ TAR Lazio, Roma, sez. I, 12 luglio 2025, n. 13748, punto 13: “[...] Invero, sia dalla normativa nazionale, sia da quella europea, emerge chiaramente la sussumibilità della species integrata dalla “sicurezza economica”, all'interno del più ampio genus della “sicurezza nazionale”.

¹⁵¹ Legge 3 agosto 2007, n.124, che istituisce il Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica riformando il comparto dell'intelligence italiana – che, fino a quel momento, operava sotto la vigenza della legge 801/1977 – e introduce la nuova disciplina del segreto.

¹⁵² C. MORTATI, *L'interesse nazionale come limite alla potestà esclusiva delle Regioni a Statuto speciale*, in *Studi in onore di Emilio Crosa*, vol. II, Giuffrè, Milano, 1960.

*permanenti dello Stato italiano*¹⁵³ e menzionata soltanto dall'art. 127 della Costituzione nella sua formulazione originaria, che, sebbene non abbia mai trovato applicazione, fino al 2001 consentiva allo Stato di impugnare davanti al Parlamento le leggi regionali ritenute in contrasto con gli interessi nazionali¹⁵⁴.

La definizione dell'interesse nazionale - che resta una questione spettante ai massimi decisori politici in quanto responsabili dell'indirizzo politico generale – è imprescindibile anche allo scopo di orientare l'azione e la formazione delle classi dirigenti del Paese (sia nel settore pubblico che in quello privato) ma, ancor più, per organizzare la macchina politico-amministrativa, individuare funzioni e compiti, nonché le priorità strategiche nel campo economico¹⁵⁵. La giurisprudenza ha di recente avuto modo di confermarlo, evidenziando come il concetto di interesse nazionale dovesse intendersi *“non come un prius, ossia un dato oggettivo preesistente in natura, quanto piuttosto come un posterius, ossia la risultante di valutazioni ed opzioni politiche”*¹⁵⁶. Attraverso questa lettura del concetto di interesse nazionale, non a caso, la citata sentenza del TAR Lazio del 12 luglio 2025, n. 13748 ha inquadrato – proprio nell'ambito della legislazione Golden power – il ruolo strategico affidato al Consiglio dei ministri, che - *“nell'ambito di un'ampia valutazione geopolitica proiettata a scenari futuri [e protesa] non solo a proteggere istanze nazionali, ma anche a non favorire esigenze e scopi di Stati ritenuti (non solo ostili, ma anche semplicemente) competitor”*.

Ciò detto, vale la pena di sottolineare che, nell'ordinamento italiano, la materia dei poteri speciali risulta essere uno dei rari casi in cui è data possibilità, al giudice, di pronunciarsi in tema di interesse e sicurezza nazionale. Essendo, invero, i provvedimenti di esercizio degli stessi degli “atti di alta amministrazione”, essi sono sottoposti al sindacato – seppur debole – del giudice amministrativo¹⁵⁷. L'aspetto è di grandissima importanza in quanto,

¹⁵³ T. MARTINES, *L'interesse nazionale come limite alle leggi regionali*, in G. MARANINI (a cura di), Atti del Symposium «Problemi della Regione e del Governo locale», vol. III, Edizioni di Comunità, Milano, 1965.

¹⁵⁴ La principale ragione di questa lacuna è di ragione storica, risiedendo nella situazione determinatasi con l'ingresso nella NATO e l'inizio della Guerra fredda, in cui l'Italia repubblicana era al contempo un importantissimo alleato nel Mediterraneo e il Paese che registrava la presenza in Parlamento del maggior partito comunista occidentale. In un contesto tanto ambivalente, definire un “interesse nazionale” sarebbe risultato decisamente troppo divisivo. A partire dalla metà degli anni '90, però, muta fortemente la situazione politica italiana, che si popola di soggetti nuovi e si emancipa dalle influenze estere. In questa cornice storica si inseriscono le basi della riforma dell'intelligence.

¹⁵⁵ B. VALENSISE, *Discussion paper*, in GNOSIS, Speciale Golden Power, in GNOSIS, 2020, p.110.

¹⁵⁶ Tar Lazio, sez. I, 13 aprile 2022 n. 4486 e 4488.

¹⁵⁷ L. BELVISO, *Il caso Cedacri: la continua espansione del perimetro del golden power e il sindacato del giudice amministrativo sui poteri speciali*, in Diritto processuale Amministrativo, fasc. 4, 2024, pag. 950.

tendenzialmente, le valutazioni in punto di interesse e sicurezza nazionale gli risultano invece sottratte, trovando in genere concretezza in atti di natura politica (art. 7 c.p.a.)¹⁵⁸.

Nella scarsità delle fonti in materia, spicca una pronuncia della Corte costituzionale del 1977¹⁵⁹ in materia di segreto di Stato. In quest'occasione, la Consulta fornisce delle argomentazioni di grande importanza per l'inquadramento della nozione qui in esame: individuando il fondamento costituzionale di un *“principio di segretezza che possa resistere anche ad altri valori costituzionali”*, rilevava che il segreto posto a copertura di notizie concernenti la difesa militare era direttamente funzionale *“alla tutela del supremo interesse alla sicurezza dello Stato inteso nella sua personalità internazionale”*. In tal modo, la Corte valorizzava un interesse proprio dello Stato-comunità, di natura istituzionale e nettamente distinto da quello dei governi e dei partiti, i cui aspetti fondamentali e imprescindibili erano l'integrità territoriale e l'indipendenza politica - nei principi di unità e indivisibilità – e, in ultimo, la sua stessa sopravvivenza nella formula di Repubblica democratica. Ancorando l'interesse nazionale allo Stato-comunità, vale a dire, all'insieme dei soggetti pubblici e privati, distinti dallo Stato inteso come organizzazione di governo, e non solo allo Stato-ordinamento nei suoi tre canonici elementi costitutivi popoli-territorio-sovranià¹⁶⁰, emergeva una visione moderna e non riduzionista dell'interesse nazionale, che già portava in sé l'elasticità sufficiente per allargare la sua portata rispetto alla difesa del mero perimetro politico-militare, e molto vicina all'idea di Sistema-Paese oggi utilizzata *“per invocare l'espressione più dinamica della coesione nazionale, del complesso delle capacità, delle strutture, delle formule organizzative, delle risorse e potenzialità sulle quali la collettività fonda le proprie prospettive di indipendenza politica e libero sviluppo”*¹⁶¹.

¹⁵⁸ Si esclude, per il golden power, la natura di atto politico, posto che, per essere tale, lo stesso non solo dovrebbe promanare da un organo preposto all'indirizzo e alla direzione della cosa pubblica al massimo livello (requisito soggettivo), ma dovrebbe altresì essere libero nei fini, perché espressione di funzioni direttamente disciplinate dalla Costituzione in materia di salvaguardia e funzionamento dei pubblici poteri (requisito oggettivo). L'atto di esercizio del *golden power* integra di certo il requisito soggettivo, dato che il potere viene esercitato dal Governo nelle sue funzioni di indirizzo politico, ma i fini non sono affatto liberi, essendo codificati dagli art. 1 e 2 del d.l. 21 del 2012. Conseguente che l'atto di alta amministrazione deve essere motivato e trasparente, oltre ad essere sottoposto a sindacato giurisdizionale, per quanto estrinseco e formale, di minore ampiezza di quello esercitato in relazione ad un qualsiasi atto amministrativo, e circoscritto alla rilevazione dei sintomi dell'eccesso di potere, quali la manifesta arbitrarietà, la contraddittorietà, l'illogicità, l'irragionevolezza della motivazione, nonché l'incompletezza o l'erroneità dell'istruttoria. *Ex multis*: Tar, Palermo, sez. I, 16 ottobre 2024, n. 2877, Tar Lazio, Roma, sez. V stralcio, 9 agosto 2024, n. 15756, Cons. Stato, sez. V, 26 luglio 2024, n. 6744, Tar, Aosta, sez. I, 23 luglio 2024, n. 34, Tar Lazio, Roma, sez. II, 10 agosto 2022 n. 11143.

¹⁵⁹ Sentenza 24 maggio 1977, n. 86, pronunciata in occasione del processo penale contro Edgardo Sogno e altri per un presunto tentativo di colpo di Stato.

¹⁶⁰ C. MORTATI, *Istituzioni di diritto pubblico*, CEDAM, Padova, 1991.

¹⁶¹ A. SOI, *Intelligence economica e interessi nazionali nella più recente esperienza italiana*, in U. GORI e L. MARTINO (a cura di), *Intelligence e interesse nazionale*, Aracne, Ariccia, 2015, p. 534.

1.2. Un concetto “multi dominio”, dinamico e funzionale

Una simile ricostruzione del concetto in esame, che mantiene una forte caratterizzazione dinamica, risultando legato al grado di maturità del Paese cui si riferisce e al suo contesto storico, ben si adatta alle esigenze del legislatore, che per tutto quanto sia inerente alla materia – anche a scapito della certezza del diritto – necessita di un approccio flessibile alle nuove e mutevoli forme di rischio per la sicurezza, al fine di conservare la libertà di valutare, alla luce della propria scala di valori, quali interessi tutelare.

Non a caso, infatti, la già menzionata legge 124/2007 non fornisce alcun elenco tassativo degli interessi che vanno assunti e difesi come interessi dell'intera collettività nazionale, limitandosi a dire che questi possono essere di varia natura. Oggigiorno, infatti, la sicurezza travalica i confini militari, e si presenta come un concetto multi-dominio che ricomprende, tra le altre, anche la dimensione economica, scientifica e industriale. Alla stregua della sua forza politico-militare, invero, anche la stabilità economica costituisce, per lo Stato, una condizione imprescindibile sia per la sua sopravvivenza come apparato, che per la sua proiezione nello scenario internazionale¹⁶². Questo si osserva tanto in termini di possesso e disponibilità delle risorse materiali necessarie per il suo funzionamento istituzionale, quanto come base della legittimità politica e della coesione sociale della popolazione. La sicurezza economica può dunque essere definita come la capacità di uno Stato di garantire la resilienza del proprio sistema economico, nonché dei propri operatori economici, proteggendolo da minacce interne ed esterne che potrebbero comprometterne la stabilità. Nel panorama odierno, queste minacce sono atipiche, numerose e complesse, o, come le definisce anche la Commissione europea¹⁶³, “*ibride*”, a definire situazioni in cui attori statali o non statali cercano di sfruttare le vulnerabilità di un soggetto statale per trarne vantaggi, anche illegittimi¹⁶⁴, attraverso l'impiego coordinato di una combinazione di strumenti - diplomatici,

¹⁶² Inoltre, non è secondaria l'interdipendenza che esiste tra le diverse dimensioni in questione. Nonostante queste sfere concettuali racchiudano delle minacce specifiche a ciascun settore, esse sono connesse in ragione della sovrapposizione di interessi politico-militari ed economici, politico-militari ed industriali o economico-industriali. Ad esempio, il settore della difesa ha bisogno di finanziamenti per le proprie commesse. Tali finanziamenti rappresentano una trasformazione della ricchezza nazionale in una forma di potere, in questo caso quello militare. A sua volta l'economia ha bisogno di risorse per produrre ricchezza (elettricità, gas, petrolio, etc.). Infine, il settore industriale ha bisogno di protezione politica (promozione degli interessi) e fisica (si pensi ad esempio alla protezione delle infrastrutture critiche da attacchi fisici o cibernetici). Parla della c.d. “catena della sicurezza”, E. CAMILLI, *Sicurezza nazionale: tra concetto e strategia*, sito web del Dipartimento per le informazioni e la sicurezza, 2014.

¹⁶³ Definizione tratta dal sito web della Direzione generale dell'Industria della difesa e dello spazio (DG-DEFIS) della Commissione europea https://defence-industry-space.ec.europa.eu/eu-defence-industry/hybrid-threats_en.

¹⁶⁴ S. MEUNIER, *Divide and Conquer: China and the Cacophony of Foreign Investment Rules in the EU*, Journal of European Public Policy 21.7 (2014): 996-1016.

militari, economici, tecnologici e informativi - mantenendosi tuttavia al di sotto della soglia di un conflitto armato formale¹⁶⁵.

È proprio questa accresciuta consapevolezza dei legislatori rispetto alle nuove minacce che possono intaccare la stabilità dello Stato che li ha condotti a dare rilievo ad una vasta gamma di fattori di rischio, anche non immediatamente riconducibili al *noyau dur* del concetto tradizionale di sicurezza. Si pensi alle piattaforme social, considerate più volte come rientranti nel novero degli asset rilevanti ai fini della sicurezza nazionale in ragione del rischio che governi stranieri potessero, tramite le stesse, accedere a dati personali sensibili, inclusi quelli relativi a funzionari governativi, influenzare gli algoritmi di raccomandazione per fini di propaganda e disinformazione, e ottenere accesso remoto a dispositivi su vasta scala¹⁶⁶. Negli stessi termini, parte della dottrina statunitense ha ravvisato una minaccia alla sicurezza nazionale addirittura negli investimenti esteri nelle istituzioni sportive, attraverso i quali attori statali o *near-state actors* stranieri potrebbero realizzare forme ostili di interferenza sfruttando la popolarità dello sport e le comunità di tifosi¹⁶⁷.

Una lettura di questo genere riflette la sensibilità che gli Stati hanno maturato rispetto a tali minacce c.d. “*soft power*”, e spiega le ragioni dell'adozione di una lettura funzionale della nozione di sicurezza nazionale, così potervi ricondurre anche fattori non direttamente inerenti alla sfera politico-militare.

¹⁶⁵ La definizione è tratta dalla Relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza, DIS, 2022, p.83.

¹⁶⁶ Si fa riferimento, nell'ordinamento statunitense, ai casi delle applicazioni Grindr e TikTok, approfonditi in prosieguo. Cfr. Nota n. 212; K. EICHENSEHR, *United States Pursues Regulatory Actions Against TikTok and WeChat Over Data Security Concerns*, Contemporary Practice of the United States Relating to International Law, 115 American Journal of International Law, 124–25, 2021; B. ALLYN, *TikTok Says It's Putting New Limits on Chinese Workers' Access to U.S. User Data*, NPR, 1 Luglio 2022, <https://www.npr.org/2022/07/01/1109467942/tiktok-china-data-privacy>.

¹⁶⁷ In tal senso, L. BIANCO, “*Sportswashing*” as a National Security Concern: The Role of the Committee on Foreign Investment in the United States, The University of Chicago Legal Forum, 2024. L'autore parla del fenomeno del c.d. “*Sportswashing*”, declinazione del *greenwashing*, termine originariamente nato in ambito ambientale per indicare operazioni di ecologia “di facciata”. In questo contesto, lo *sportswashing* evidenzia l'uso strumentale di eventi sportivi per veicolare un'immagine positiva di un Paese, nel tentativo di offuscare criticità quali, ad esempio, le violazioni dei diritti umani (si pensi alle controversie che hanno accompagnato la FIFA World Cup in Qatar nel 2022). Il concetto viene ritenuto applicabile anche agli investimenti esteri diretti nelle istituzioni sportive quando impiegati come veicolo di influenza estera ostile. In tal senso, l'autore menziona la fusione tra PGA Tour, organizzatore statunitense di competizioni di golf, con LIV Golf, creata e finanziata dal Public Investment Fund dell'Arabia Saudita, annunciata nel giugno 2023, in relazione alla quale alcuni membri del Congresso sollecitavano un esame del CFIUS.

1.3. L'approccio italiano alla sicurezza economica

A livello domestico, confermano questa tesi le relazioni annuali del Dipartimento per le Informazioni e la Sicurezza della Repubblica, che negli ultimi quindici anni, assegnano uno spazio sempre più crescente alle questioni di sicurezza non meramente politico-militari¹⁶⁸. Dal 2011, in particolare¹⁶⁹, l'attenzione è forte rispetto alla sfera economica, ed emerge come la competitività in tale ambito del Sistema-Paese appaia ormai un interesse di pari importanza a quello della sicurezza militare in quanto condizione indispensabile per garantire il libero sviluppo dello Stato e la sua indipendenza politica¹⁷⁰.

L'Italia, tuttavia, – a differenza di altri paesi¹⁷¹, – non ha una lunghissima tradizione di consapevolezza di tale dimensione economica della sicurezza, la cui protezione entra esplicitamente a far parte dei compiti dei Servizi di informazione e sicurezza solo con la legge n. 124 del 2007, – ormai familiare – che riforma l'intelligence nazionale¹⁷². Nel dettaglio, la legge affida alle neoistituite Agenzie di informazione e sicurezza esterna (AISE) ed interna (AISI) il compito di *“ricercare ed elaborare, nei settori di competenza, tutte le informazioni utili a tutela degli interessi [anche] economici, scientifici e industriali dell'Italia”*¹⁷³. L'estensione formale della missione dell'intelligence alla sicurezza economica è una conseguenza della necessità dello Stato di disporre di strutture e assetti giuridici idonei tanto a difendere, quanto a promuovere i propri interessi in questo campo, che si differenzia dai tradizionali ambiti di operatività dei Servizi¹⁷⁴ e richiede per la sua gestione delle competenze

¹⁶⁸ Anche nell'ordinamento statunitense, ad esempio, si registra un'evoluzione. La sicurezza economica viene formalmente riconosciuta come parte integrante della sicurezza nazionale nella *National Security Strategy* del 2017, dove si legge *“For the first time, American strategy recognizes that economic security is national security. Economic vitality, growth, and prosperity at home is absolutely necessary for American power and influence abroad.”* La NSS del 2017 è consultabile al link <https://trumpwhitehouse.archives.gov/wp-content/uploads/2017/12/NSS-Final-12-18-2017-0905.pdf>. L'amministrazione Biden ha in gran parte seguito un approccio simile, arrivando persino a utilizzare lo stesso slogan nel documento del 2021 intitolato *Interim National Security Strategic Guidance*.

¹⁶⁹ Non è casuale la congiuntura temporale con il d.l.21/2012, dato che proprio nella relazione per l'anno 2011 viene dato grande spazio alle attività informative dedicate agli investimenti e alle partecipazioni straniere nel tessuto produttivo nazionale.

¹⁷⁰ Si mette in evidenza, peraltro, come l'evoluzione dello stesso significato di sicurezza nazionale abbia trovato vari impulsi proprio nella disciplina dei poteri speciali. Questo trova riscontro anche nei rilievi del COPASIR, che sottolinea che *«una visione moderna e realmente incisiva della cultura della sicurezza non può più prescindere dalla cosiddetta intelligence economica, la quale impone un perimetro della sicurezza comprensivo della protezione di interessi economici strategici e cruciali per la forza del nostro Paese»*. Così, COPASIR, Relazione sull'attività svolta dal 1° gennaio 2021 al 9 febbraio 2022.

¹⁷¹ Come la Francia, paese in cui la sicurezza economica riveste storicamente grande importanza. N. DE SCALZI e altri, *Intelligence economica*, in U. GORI e L. MARTINO (a cura di), *Intelligence e interesse nazionale*, Aracne, Ariccia, 2015, p.357-393.

¹⁷² Rispetto alla legge 801/1977, la riforma del 2007 ha introdotto delle novità molto significative. Per un approfondimento è possibile consultare il sito web del Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica al link: <https://www.sicurezzanazionale.gov.it/normativa/sicurezzanazionale/legge-124-2007>.

¹⁷³ Artt. 6 e 7, l. 124/2007.

¹⁷⁴ In questo campo bisogna tenere conto dell'esigenza di non interferire nel libero svolgersi delle vicende economiche, e del fatto che i rapporti di collaborazione e le sinergie tra il pubblico e il privato seguono più le logiche variabili degli interessi economici che quelle consolidate le alleanze politico militari. Cfr. G. AMATO *“Imprese e servizi segreti: quella strana accoppiata”*, in *IlSole24Ore*, 25 luglio 2010.

specifiche¹⁷⁵. In tal senso, la riforma del 2007 affida al Comitato interministeriale per la sicurezza della Repubblica (CISR)¹⁷⁶ il compito di definire annualmente il fabbisogno informativo che costituisce l'indirizzo cui orientare l'attività dell'intero sistema, all'AISE quello di supportare le imprese italiane all'estero, in relazione alla sicurezza fisica degli impianti, alle scelte di investimento e alla prevenzione delle minacce in territorio straniero, e incarica l'AISI del controspionaggio per la tutela del patrimonio di conoscenze delle imprese italiane e il contrasto ai fenomeni criminali. Il quadro si completa menzionando il ruolo di coordinamento del Dipartimento per le informazioni e la sicurezza (DIS), nonché l'importanza della collaborazione con gli altri attori pubblici e con il settore privato, nell'ottica di una "sicurezza partecipata" che contribuisca allo studio del ciclo dell'informazione necessario al decisore politico per effettuare scelte strategiche corrette¹⁷⁷.

2. La dimensione sovranazionale della sicurezza

2.1. L'autonomia strategica aperta come criterio direttivo dell'azione dell'Unione in materia di sicurezza economica

Anche in seno all'Unione europea si registra, alla stregua di quanto accade nella maggioranza delle economie avanzate, maggiore attenzione sui rischi per la sicurezza derivanti da un'apertura incondizionata del proprio mercato¹⁷⁸.

¹⁷⁵ Durante la vigenza della l. 801/1977, il concetto di sicurezza economica restava implicito in quello di sicurezza nazionale, e risultava circoscritto alla protezione della base industriale della sicurezza nazionale e alleata (principalmente si trattava del controspionaggio industriale a tutela delle imprese legate alla sicurezza militare) e agli aspetti economico-finanziari al contrasto alla criminalità organizzata e al terrorismo.

¹⁷⁶ Il CISR è un organo collegiale con funzioni di consulenza, proposta e deliberazione sugli indirizzi e sulle finalità generali della politica dell'informazione per la sicurezza che raccoglie attorno al Presidente del Consiglio i responsabili dei dicasteri coinvolti nella tutela degli interessi chiave del Paese. Tra loro, l'Autorità Delegata, il Ministro degli Affari Esteri, dell'Interno, della Difesa, della Giustizia, dell'Economia, delle Imprese e il Made in Italy, dell'Ambiente, dell'Agricoltura, delle Infrastrutture e dell'Università e Ricerca. Spetta al CISR la specificazione degli interessi nazionali per orientare l'attività del comparto intelligence, in quanto risulta essere la sede più idonea per elaborare ed utilizzare con continuità le indicazioni provenienti dalle diverse strutture dello Stato in esso rappresentate. Cfr. <https://www.sicurezza nazionale.gov.it/chi-siamo/organizzazione/cisr>.

¹⁷⁷ A. SOI, I servizi di informazione e la tutela degli interessi economici nazionali, in U. GORI e L. MARTINO (a cura di), Intelligence e interesse nazionale, Aracne, Ariccia, p.357-393.

¹⁷⁸ È particolarmente chiaro nella Comunicazione della Commissione "Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando al contempo gli interessi fondamentali" del 13 settembre 2017, nella quale viene affermato che "L'apertura dell'UE agli investimenti esteri non è destinata a cambiare. Tuttavia, è necessario che sia affiancata da politiche vigorose e adeguate a proteggere le attività presenti nell'UE dalle acquisizioni che potrebbero nuocere agli interessi fondamentali dell'UE o dei suoi Stati membri" e "sussiste il rischio che in singoli casi gli investitori stranieri possano cercare di acquisire il controllo o di esercitare influenza nelle imprese europee siano strategiche. Tali acquisizioni possono consentire agli Stati in questione di utilizzare le attività a scapito non solo del vantaggio tecnologico ma anche della sicurezza e dell'ordine pubblico dell'UE".

Per far fronte a questa nuova tipologia di minacce, fa da bussola, per l'Unione, il concetto di “*autonomia strategica aperta*”, elaborato dalla Commissione¹⁷⁹ al fine di delineare il suo ambizioso obiettivo di mantenere l'UE un attore rilevante tra le potenze internazionali, garantendone l'indipendenza nei settori chiave, ma senza che ciò sfoci in protezionismo e isolamento. Preme in questa sede concentrarsi su come, nonostante la centralità delle questioni di “*hard security*”, il concetto abbia da tempo superato questa applicazione ristretta e sia oggi impiegato anche per descrivere la risposta dell'UE ai turbamenti economici globali. Quando gli Stati fanno leva sui legami economici per perseguire obiettivi di natura strategica¹⁸⁰, infatti, le interdipendenze possono rivelarsi delle vulnerabilità, rendendo palese questo binomio che da lungo tempo è noto nelle relazioni internazionali¹⁸¹.

L'autonomia strategica aperta è stata “esportata” dalle istituzioni dell'Unione Europea anche nell'ambito della politica commerciale comune. Assume grande importanza, entro tale ambito, la Comunicazione congiunta della Commissione e dell'Alto Rappresentante “*Strategia europea per la sicurezza economica*” del giugno 2023. Presentata dopo poco più di un anno dallo scoppio del conflitto in Ucraina - che ha esacerbato gli enormi pericoli a cui l'economia europea si espone legandosi all'interscambio con Paesi terzi che hanno disegni politici in antitesi con i valori e le prospettive europee¹⁸² – la stessa costituisce la fonte che eleva la sicurezza economica da supporto alla protezione dell'Unione a sua vera e propria priorità strategica. I successivi seguiti operativi della Commissione - e non solo¹⁸³ - confermano il ruolo centrale assunto dal tema della sicurezza economica:

¹⁷⁹ Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni – Riesame della politica commerciale. Una politica commerciale aperta, sostenibile e assertiva, COM/2021/66 final, 18 febbraio 2021.

¹⁸⁰ Un esempio di strategia fondata sul rafforzamento di vincoli attraverso relazioni commerciali e di investimento è, secondo alcuni autori, l'iniziativa cinese della *Belt and Road*. Cfr. D. FIOTT, G. LINDSTROM e altri, *Strategic Compass: New bearings for EU security and defence?*, EUISS Chaillot paper n.171, 2021; B. LJUNGWALL, “*The Strategic Rationale for European Engagement in China's Belt and Road Initiative*”, The Swedish Institute of International Affairs, UI Brief 6, 2018.

¹⁸¹ Si vedano, in tal senso, A. HIRSCHMAN, *National Power and the Structure of Foreign Trade*, University of California Press, 1945, per primo avanza l'ipotesi che gli Stati possano utilizzare relazioni commerciali asimmetriche come strumento di potere. E. N. LUTTWAK, *From Geopolitics to Geo-Economics: Logic of Conflict, Grammar of Commerce*, Intl. Economy 18–67, 1990, afferma che la “logica del conflitto” risulta incorporata nella “grammatica del commercio”. B. CRAWFORD, *The New Security Dilemma Under International Economic Interdependence*, Millennium J. Intl. Stud. 25–55, 1994, fa riferimento al concetto di “dilemma della sicurezza economica”, insito nelle reti globalizzate di produzione e scambio, soprattutto negli Stati che perseguono militarmente obiettivi di sicurezza.

¹⁸² La strategia è improntata al c.d. *derisking* e, sempre in ossequio ai principi fondamentali di sussidiarietà, proporzionalità e precisione, che sorreggono, come tutte, anche la materia di cui si tratta, identifica le principali quattro categorie di rischi cui l'Unione risulta esposta: i) la resilienza delle catene di approvvigionamento, in relazione ai rischi di variazioni nei prezzi, all'indisponibilità o alla scarsità di prodotti critici e fattori produttivi. Per citare esempi attuali, si può pensare alle risorse legate alla transizione energetica e ai medicinali; ii) la sicurezza fisica e informatica delle infrastrutture critiche, quali condotti, cavi sottomarini, generatori di energia, trasporti, reti di comunicazione elettronica, rispetto a perturbazioni o azioni di sabotaggio capaci di comprometterne la fornitura; iii) la sicurezza tecnologica e la fuga di tecnologie, soprattutto se d'avanguardia, che possono essere oggetto di pratiche dolose, quali lo spionaggio o la fuga illecita di conoscenze, con il pericolo che cadano in possesso di attori ostili arricchendone le capacità militari e di intelligence, utilizzate in ultimo per minare la pace e la sicurezza; iv) la strumentalizzazione delle dipendenze economiche a fini bellici o coercizione nei confronti dell'UE.

¹⁸³ Il tema è reputato di grandissima importanza anche nel quadro del G7. Si vedano, in tal senso, la Dichiarazione finale del vertice G7 2024 di Borgo Egnazia e della ministeriale commercio di Reggio Calabria, consultabili al seguente link: <https://www.g7italy.it/it/>.

l'UE ha progressivamente ampliato il proprio arsenale¹⁸⁴, adottando iniziative connesse alla sicurezza e alla difesa (come la Bussola Strategica o l'annunciato piano *ReArm Europe*¹⁸⁵), politiche industriali miranti a rendere l'economia più resiliente (come il *Critical Raw Materials Act* del 2024, o lo *European CHIPS Act* del 2023) e strumenti difensivi, tra i quali il meccanismo di screening degli investimenti esteri diretti.

Insomma, pur restando fedele ai principi del commercio internazionale ed insistendo fortemente sull'elemento dell'apertura, l'Unione ha quindi assunto una postura più pragmatica e assertiva, ponendo particolare enfasi sulla resilienza della propria economia e ricorrendo con maggiore frequenza a strumenti unilaterali per salvaguardare i propri interessi, con un approccio quantomeno prudente nei confronti dei paesi terzi.

2.2. Un problema di competenza

L'attuazione dell'autonomia strategica si scontra, però, con i limiti strutturali di un ordinamento non accentrato. Come noto, infatti, dal momento che la sicurezza economica si pone a cavallo tra la politica commerciale comune, di competenza dell'Unione, e l'ambito della sicurezza nazionale, che resta, naturalmente, prerogativa degli Stati membri¹⁸⁶, l'UE può unicamente coordinare le azioni degli Stati membri, ma non imporre loro politiche vincolanti.

La sicurezza nazionale – tema trasversale, che interferisce con i diritti e le libertà fondamentali – si colloca entro il perimetro più stretto della sovranità, in cui è pressoché totale la soggettività degli Stati membri rispetto all'Unione. Il diritto primario, perciò, si interessa a tale materia senza mai intaccarne frontalmente l'autonomia, come appare evidente anche dall'analisi delle norme relative alla difesa comune¹⁸⁷ (artt. da 42 a 46 TUE), e in materia di sicurezza interna (art. 3.2 TUE e artt. da 67 a 89 TFUE).

¹⁸⁴ L. VINHAS DE SOUZA, *Comparing EU and US approaches towards Economic Security Strategies*, LEAP, Policy Brief 11/2024 September 3, 2024.

¹⁸⁵ Comunicato stampa della Presidente Von der Leyen del 4 marzo 2025.

¹⁸⁶ F. STEINBERG, *Open strategic autonomy: illusion or reality?* ISPI, 4 giugno 2024, consultabile al link: <https://www.ispionline.it/en/publication/open-strategic-autonomy-illusion-or-reality-175757>.

¹⁸⁷ Si noti, comunque, che è di chiara evidenza lo stretto legame tra la competenza *sui generis* dell'Unione in tema di PESC e quella degli Stati membri sulla sicurezza nazionale, in quanto non si vede come la prima possa essere compiutamente realizzata senza produrre effetti sulla seconda.

Il punto di partenza della riflessione sul riparto di competenze si ha nell'art. 4 TUE¹⁸⁸, che garantisce l'eterogeneità delle normative nazionali, collocandole pur sempre nel quadro del diritto dell'Unione¹⁸⁹. Richiamano questa competenza esclusiva anche altre norme del diritto primario¹⁹⁰. Viene inoltre in considerazione l'art. 346 TFUE, che legittima gli Stati membri a derogare alle regole del mercato interno, autorizzandoli a non fornire informazioni la cui divulgazione sia considerata contraria agli interessi essenziali della propria sicurezza (lett. a) e, per altro verso, a adottare specifiche misure ritenute necessarie alla tutela degli interessi essenziali della propria sicurezza e che si riferiscano alla produzione o al commercio di materiale bellico (lett. b). Anche il Regolamento 2019/452¹⁹¹, ad esempio, nel fare salva la competenza esclusiva degli Stati membri per la sicurezza nazionale, richiama proprio la previsione di cui all'art. 4, par. 2 TUE, nonché l'art. 346 par. 1 lett. b) TFUE.

È chiaro come, in assenza criteri certi e predeterminati, l'invocazione dei motivi di sicurezza nazionale nel bilanciamento con altri diritti e libertà fondamentali - dinamica notoria, ad esempio, in materia di immigrazione, terrorismo e privacy – possa far sorgere la preoccupazione che ne sia fatto un uso arbitrario, determinando un *vulnus* per il rispetto dei secondi.

Un argine a questo rischio si ha nell'art. 52 par.1 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, che racchiude i canoni entro cui ogni limitazione dei diritti riconosciuti dalla Carta stessa può essere ammessa nel diritto dell'UE¹⁹². La norma prevede che *“eventuali limitazioni all'esercizio dei diritti e delle libertà riconosciuti dalla presente Carta devono essere previste dalla legge e rispettare il contenuto essenziale di detti diritti e libertà. Nel rispetto del principio di proporzionalità, possono essere apportate limitazioni solo laddove siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza*

¹⁸⁸ In particolare, il comma 2 recita: “L'Unione rispetta l'uguaglianza degli Stati membri davanti ai trattati e la loro identità nazionale insita nella loro struttura fondamentale, politica e costituzionale, compreso il sistema delle autonomie locali e regionali. Rispetta le funzioni essenziali dello Stato, in particolare le funzioni di salvaguardia dell'integrità territoriale, di mantenimento dell'ordine pubblico e di tutela della sicurezza nazionale. In particolare, la sicurezza nazionale resta di esclusiva competenza di ciascuno Stato membro.”

¹⁸⁹ F. FERRARO, *Brevi note sulla competenza esclusiva degli Stati membri in materia di sicurezza nazionale*, in I Post di ASIDUE, I, Sezione “Convegni annuali e interinali” n. 7, 2019.

¹⁹⁰ Si pensi alle deroghe alla libertà di circolazione, che si fondano proprio sui motivi di pubblica sicurezza (art. 36 TFUE), oppure, alle materie della cooperazione giudiziaria e di polizia, per cui assume rilevanza l'art. 276 TFUE, che esclude espressamente la competenza della Corte di giustizia sull'esercizio delle responsabilità degli Stati per il mantenimento dell'ordine pubblico e la salvaguardia della sicurezza interna.

¹⁹¹ Art. 2 co. 1.

¹⁹² Per un'analisi completa della giurisprudenza sull'art. 52 par.1 della CDFUE, si veda R. CISOTTA, “Brevi note sulla giurisprudenza sull'art. 52, par. 1 della CDFUE in materia di limitazioni ai diritti fondamentali ...con uno sguardo in avanti”, Osservatorio sulle fonti, Fascicolo 1/2021.

di proteggere i diritti e le libertà altrui". Innanzitutto, nel porre una riserva di legge per le limitazioni all'esercizio di tali diritti, si stabilisce che esse devono rispettarne il contenuto essenziale. A fronte del proliferare delle posizioni soggettive assurde al rango di diritti fondamentali, individuare tale contenuto essenziale è un'operazione difficile per il legislatore, che non può compiere scelte definitive, ed è quindi demandato al giudice di operare un bilanciamento, caso per caso, delle posizioni giuridiche tra loro contrapposte. La norma, poi, si focalizza sul test di proporzionalità che tali restrizioni devono superare. Come più che noto, il principio codificato nell'art. 5 del TUE demanda un esame in tre tappe circa l'idoneità, la necessità e la proporzionalità in senso stretto della misura oggetto di sindacato giurisdizionale¹⁹³. Inoltre, è previsto che le limitazioni rispondano a finalità di interesse generale, le quali, secondo le spiegazioni relative alla Carta dei diritti fondamentali (CDFUE)¹⁹⁴, comprendono sia gli obiettivi citati nell'articolo 3 TUE, sia altri interessi tutelati da disposizioni specifiche dei Trattati, come, per l'appunto, l'articolo 4, par. 1 TUE e gli articoli 35.3, 36 e 346 TFUE. La Corte di Giustizia¹⁹⁵, infatti, ribadendo l'importanza di garantire la sicurezza all'interno dell'Unione, l'ha ripetutamente ricondotta al concetto di «*obiettivo legittimo di interesse generale*», senza però mai spingersi fino a qualificarla come un vero e proprio diritto fondamentale¹⁹⁶.

Il meccanismo di *screening* introdotto con il Regolamento (UE) 2019/452 rappresenta un buon punto di sintesi tra le esigenze economiche e di sicurezza sin qui analizzate, ed esemplifica come l'Unione gli Stati membri possano riuscire a perseguire obiettivi ambiziosi coordinando interessi che talvolta si contrappongono. Il Regolamento, che introduce un *framework* comune, ma salvaguarda al contempo i meccanismi nazionali di controllo, può, infatti, ritenersi rispettoso della previsione di cui all'art. 207 par. 6 TFUE. L'esercizio della competenza esclusiva dell'Unione in materia di IED non intacca la ripartizione di competenze tra la stessa e gli

¹⁹³ Secondo la giurisprudenza costante della Corte di Lussemburgo "Con riferimento al controllo della proporzionalità, occorre ricordare che il principio di proporzionalità, che fa parte dei principi generali del diritto comunitario, richiede che gli atti delle istituzioni comunitarie non superino i limiti di quanto idoneo e necessario al conseguimento degli scopi legittimi perseguiti dalla normativa di cui trattasi, fermo restando che, qualora sia possibile una scelta fra più misure appropriate, si deve ricorrere alla meno restrittiva e che gli inconvenienti causati non devono essere sproporzionati rispetto agli scopi perseguiti". Così CGUE, sentenza 07.09.2006, C-310/04, Regno di Spagna c. Consiglio, punto 96. Si veda, altresì, D.U. GALETTA, *Il principio di proporzionalità fra diritto nazionale e diritto europeo (con uno sguardo anche al di là dei confini dell'Unione Europea)*, in Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, 2019/6, pp. 903-927.

¹⁹⁴ Spiegazioni relative alla Carta dei diritti fondamentali, Spiegazione relativa all'articolo 52, (2007/C 303/02).

¹⁹⁵ CGUE, 3 settembre 2008, cause riunite C-402 e 415/05, Kadi c. Consiglio e Commissione, punto 363; 15 novembre 2012, cause riunite C-539 e 550/10, Al-Aqsa c. Consiglio, punto 130.

¹⁹⁶ Una ricostruzione interessante proposta dalla Corte, invece, afferma che la tutela della sicurezza nazionale risponderebbe ad un obiettivo di interesse generale, che contribuisce anche alla tutela dei diritti e delle libertà altrui, ponendosi in modo strumentale a questi ultimi. CGUE 15 febbraio 2016, causa C-601/15 PPU, J. N. punto 53.

Stati membri e non comporta un'armonizzazione delle legislazioni di questi ultimi in misura maggiore di quanto lo stabiliscano i Trattati. Questo spiega la scelta del legislatore europeo di optare per un sistema di controllo decentralizzato, che rinvia pur sempre ai meccanismi implementati dagli Stati membri, a differenza di quanto accadrebbe nel caso dell'introduzione di un meccanismo unico di controllo degli investimenti esteri diretti, che sostituisse i meccanismi degli Stati membri.

Nel corso di questa evoluzione, la Commissione europea ha sostenuto il trasferimento della politica sugli investimenti esteri diretti al livello comunitario, sulla base sia di ragioni organizzative, poiché una gestione sovranazionale sarebbe risultata più efficace per le istituzioni europee, sia di considerazioni funzionali, nella convinzione che un'esclusiva competenza dell'Unione avrebbe rafforzato la competitività europea. Va comunque detto che, essendo sempre più sfumato il confine tra questioni economiche e di sicurezza nazionale, l'inquadramento dello *screening* sugli investimenti nella politica commerciale comune può di fatto incidere sull'attuale distribuzione delle competenze all'interno dell'Unione. Si può vedere, in tal senso, una sorta di "commercializzazione" della sicurezza, poiché, in tal modo, l'Unione diventa l'autorità competente per l'elaborazione delle relative politiche. Se in materia di sicurezza, data la competenza esclusiva degli Stati membri, le decisioni in materia vanno adottate con il consenso dei ventisette, rendendo difficile sviluppare strategie condivise, al contrario, le decisioni in ambito commerciale sono prese a maggioranza qualificata e le trattative sono condotte dalla Commissione, che acquisisce così un peso più rilevante in questo settore.

2.3. La nozione di sicurezza nazionale nel diritto UE

Le disposizioni richiamate indicano che la sicurezza nazionale rientra nella sfera di competenza esclusiva degli Stati membri, fermo restando l'obbligo di conformità al diritto dell'Unione. Individuato il fondamento normativo della competenza esclusiva in materia di sicurezza nazionale, vi sono però altri nodi da sciogliere.

Un primo ordine di problemi riguarda la competenza a definire la nozione di sicurezza nazionale. È la Corte di Giustizia a stabilire i confini entro i quali gli Stati membri sono legittimati a qualificare una misura nazionale

come parte della loro sicurezza nazionale. Ciò in quanto anche gli ambiti di competenza esclusiva degli Stati membri, nelle situazioni che ricadono entro l'ambito di applicazione del diritto dell'Unione, non sono esenti dal suo rispetto¹⁹⁷. Al riguardo, si osserva che sebbene la titolarità di una data competenza rimanga in capo agli Stati membri, questi ultimi restano obbligati, nel suo esercizio, a rispettare i vincoli stabiliti dall'Unione¹⁹⁸.

Per quanto riguarda, invece, la nozione di sicurezza nazionale, nel diritto dell'UE è presente un'ambiguità di fondo circa la sua esatta qualificazione¹⁹⁹. Coesistono infatti due concetti particolarmente importanti, ossia la sicurezza nazionale e la pubblica sicurezza, i quali, in tempi meno recenti, erano spesso richiamati insieme²⁰⁰. La CGUE ha poi iniziato gradualmente a distinguerli, evidenziando come, da un lato, siano da ricondurre alla pubblica sicurezza le perturbazioni dell'ordine sociale, insite in qualsiasi infrazione della legge, unitamente all'esistenza di una minaccia reale, attuale e sufficientemente grave nei confronti di un interesse fondamentale della società, mentre, dall'altro lato, la sicurezza nazionale corrisponda all'interesse primario di proteggere le funzioni essenziali dello Stato e gli interessi fondamentali della società. Rientrerebbero in questa seconda concezione la prevenzione e il contenimento di attività capaci di destabilizzare le fondamentali strutture costituzionali, politiche, economiche e sociali di un Paese, provenienti tanto dall'interno, quanto dall'esterno²⁰¹. A tal riguardo, è opportuno tenere distinta la sicurezza interna, che si riferisce alla protezione di uno Stato contro minacce provenienti dall'interno del territorio nazionale, comprensiva del mantenimento dell'ordine pubblico, della prevenzione e il contrasto di attività criminali, il terrorismo o l'eversione, e la sicurezza esterna, che viene in rilievo in relazione al rischio di perturbazioni gravi degli interessi internazionali di uno Stato, quali la sua sicurezza economica e la sua integrità territoriale, e dei suoi rapporti internazionali. Si pensi, ad esempio, alla

¹⁹⁷ S. PEERS, *National Security and European Law*, in *Yearbook of European Law*, 1999, p. 363.

¹⁹⁸ Esattamente come accade per la definizione di cittadinanza nazionale, la nozione è definita dal diritto interno ma rimane sotto il controllo della Corte di giustizia. Cfr. CGUE, 7 luglio 1992, *Micheletti vs Spagna*, C-369/90, opinione dell'AG G. Tesaro.

¹⁹⁹ Così lo definisce l'AG Sanchez-Bordona in CGUE, Grande Sezione, 6 ottobre 2020, *La Quadrature du net* e a., C-511/18, par. 74.

²⁰⁰ La difficoltà nel delimitare la nozione, probabilmente, ha anche ragioni storiche: poiché la clausola sulla sicurezza nazionale è stata introdotta nei Trattati nel 2009, prima di quella data era presente la sola clausola sulla pubblica sicurezza, che doveva comprendere, in generale, le minacce alla sicurezza. Oggi, quindi, un distacco dalla giurisprudenza precedente che releghi la sicurezza pubblica a qualcosa di meno importante potrebbe apparire difficoltoso. Cfr. M. JAŚKOWSKI, *National Security and Essential Security Interests in CJEU Jurisprudence*, in (a cura di) J. HILLEBRAND POHL, T. PAPADOPOULOS, J. WIESENTHAL, J. WARCHOL, *"Weaponizing Investments"*, Springer Studies in Law & Geoeconomics, Vol. II, Springer Cham, pag. 233, 2023; CGUE, 26 aprile 2022, *NW v Landespolizeidirektion Steiermark*, C-368/20, par. 84, e, *Parere del 20 Luglio 2017, Commissione vs Austria*, C-187/16, par. 46.

²⁰¹ CGUE, Grande Sezione, 6 ottobre 2020, *La Quadrature du Net* e altri, cause riunite C-511/18, C-512/18 e C-520/18, par. 135.

protezione delle alleanze strategiche, alla tutela contro le ingerenze ostili nella vita dello Stato, o ancora, alla salvaguardia della coesistenza pacifica dei popoli.

Si osservano anche prospettive differenti, tra cui quella sostenuta, nel caso *B.K. vs Repubblica di Slovenia*²⁰², dall'Avvocato Generale H. Øe, il quale ha suggerito che la natura "ibrida" delle minacce che colpiscono le funzioni essenziali dello Stato e gli interessi fondamentali della società, nel contesto geopolitico attuale, segni la fine della tradizionale distinzione tra sicurezza interna e sicurezza esterna, risultando, a suo dire, entrambe le nozioni ora comprese nel concetto complessivo di sicurezza nazionale. Invece, nella sentenza *G.D. vs Commissioner of An Garda Síochána*²⁰³, nello specificare come un comportamento criminale inteso in senso generico, seppur grave, non possa essere trattato di per sé allo stesso modo di una minaccia per la sicurezza nazionale, la Corte sembra collocare la sicurezza nazionale su di un livello più alto rispetto alla pubblica sicurezza, riconducendovi solo quelle perturbazioni della sicurezza che riguardino la sicurezza dello stesso Stato. Seguendo quest'ultima interpretazione, si può affermare che esiste una differenza tra i due concetti: l'obiettivo di tutelare la sicurezza nazionale, interpretato alla luce dell'art. 4, par. 2 TUE, andrebbe oltre gli obiettivi di tutela della sicurezza pubblica, e solo le minacce nei confronti della sicurezza nazionale, come appena individuata, giustificherebbero interferenze della mano pubblica più incisive rispetto a quelle che giustificate da altri obiettivi, inclusa la sicurezza pubblica²⁰⁴.

2.4. La competenza esclusiva degli Stati membri per la sicurezza nazionale: un margine di discrezionalità ampio, ma non illimitato

L'assenza di una definizione granitica di questa nozione ha il vantaggio di consentire un approccio flessibile alle mutevoli forme di rischio per la sicurezza, lasciando a ciascuno Stato membro la libertà di valutare, alla luce

²⁰² CGUE, Grande Sezione, 15 luglio 2021, *B.K. vs Repubblica di Slovenia*, C-742/19, par. 40: " [...] la mera circostanza che una misura nazionale sia stata adottata ai fini della tutela della sicurezza nazionale non può comportare l'inapplicabilità del diritto dell'Unione e dispensare gli Stati membri dal necessario rispetto di tale diritto".

²⁰³ CGUE, Grande Sezione, 5 aprile 2022, *G.D. vs Commissario della An Garda Síochána e altri*, C-140/20, par. 63.

²⁰⁴ CGUE, sez. I, 7 settembre 2023, *A. G. vs Lietuvos Respublikos generalinė prokuratūra*, C-162/22, par. 36.

della propria scala di valori, gli interessi da tutelare. Il margine di manovra di cui godono gli Stati membri rispetto alla materia in esame si può apprezzare sotto due profili: da un lato, determinano ciò che costituisce una minaccia per la sicurezza nazionale²⁰⁵, dall'altro, stabiliscono le misure più idonee per proteggerla²⁰⁶.

Ciononostante, si è visto che le disposizioni sulla tutela degli interessi di sicurezza nazionale non possono essere interpretate nel senso di conferire agli Stati membri il potere assoluto di derogare agli obblighi derivanti dal diritto dell'Unione mediante un mero richiamo a tali interessi²⁰⁷, gravando invece sugli Stati membri l'onere di provare in maniera circostanziata quali interessi di sicurezza nazionale siano nello specifico caso coinvolti e in che misura l'adempimento di determinati obblighi di diritto dell'Unione contrasterebbe con il loro perseguimento²⁰⁸. Lo standard probatorio da soddisfare è severo, e consiste nel dimostrare la presenza di una minaccia effettiva e sufficientemente grave per l'integrità nazionale²⁰⁹, con la precisazione, di gran rilievo per la materia in oggetto, che la Corte è costante nel confermare che le motivazioni economiche non costituiscono esigenze imperative di interesse generale valevoli a giustificare restrizioni alle libertà fondamentali²¹⁰. Invero, il riconoscimento in favore degli Stati membri di una riserva assoluta e generale per qualsiasi provvedimento adottato per motivi di pubblica sicurezza, prescindendo dai presupposti specifici stabiliti dai Trattati, per di più in un ambito in cui i tribunali nazionali possono essere sottoposti a forti pressioni politiche, comprometterebbe la forza cogente e l'applicazione uniforme del diritto dell'Unione²¹¹.

²⁰⁵ Cosa costituisca un interesse di sicurezza nazionale per un dato Stato viene stabilito dallo Stato stesso anche nel quadro della WTO: infatti, l'art. XXI GATT prevede l'eccezione secondo cui: «Nessuna disposizione del presente accordo sarà considerata: a. come intesa a obbligare una Parte contraente a fornire delle notizie la cui divulgazione sia, a suo avviso, contraria agli interessi essenziali della sua sicurezza; b. come intesa a impedire una Parte contraente da ogni misura che stimi necessaria alla tutela degli interessi essenziali della sua sicurezza». Sul punto: R.P. ALFORD, *The Self-Judging WTO Security Exception*, in Utah L. Rev., 2011, n. 697, pp. 697- 759.

²⁰⁶ CGUE, 2 aprile 2020, Commissione europea vs Repubblica di Polonia e altri, cause riunite C-715/17, C-718/17 e C-719/17, ECLI:EU:C:2020:257, par. 158: «Alle autorità competenti degli Stati membri di ricollocazione deve quindi essere riconosciuto un ampio margine di discrezionalità allorché queste stabiliscono se un cittadino di un paese terzo destinato a essere ricollocato costituisca un pericolo per la sicurezza nazionale o l'ordine pubblico nel loro territorio». V., per analogia, CGUE, 12 dicembre 2019, E.P., C-380/18, EU:C:2019:1071, punto 37°.

²⁰⁷ CGUE, Grande Sezione, 15 luglio 2021, B.K. vs Repubblica di Slovenia, C-742/19, par. 40: «sebbene spetti ai soli Stati membri definire i loro interessi essenziali in materia di sicurezza e decidere le misure idonee a garantire la loro sicurezza interna ed esterna, ivi comprese le decisioni relative all'organizzazione delle loro forze armate, la mera circostanza che una misura nazionale sia stata adottata ai fini della tutela della sicurezza nazionale non può comportare l'inapplicabilità del diritto dell'Unione e dispensare gli Stati membri dal necessario rispetto di tale diritto». Idem, CGUE, sez. II, 13 luglio 2023, C-106/22, Xella Magyarország Építőanyagipari Kft vs Innovációs és Technológiai Miniszter, punti 64, 65 e 66.

²⁰⁸ M. JASKOWSKI, *National Security and Essential Security Interests in CJEU Jurisprudence*, in (a cura di) J. HILLEBRAND POHL, T. PAPADOPOULOS, J. WIESENTHAL, J. WARCHOL, *Weaponizing Investments, Springer Studies in Law & Geoeconomics*, Vol. II, Springer Cham, pag. 238, 2023.

²⁰⁹ Rappresenta un punto fermo nella giurisprudenza della Corte di Lussemburgo il principio secondo cui non è sufficiente invocare le ragioni di Stato a tutela degli interessi della comunità nazionale per sottrarsi all'applicazione del diritto dell'Unione. In tal senso, cfr. CGUE, 8 aprile 2008, C-337/05, Commissione vs Italia, p. 42; CGUE, 17 Dicembre 2020, Commissione vs Ungheria, C-808/ 18, ECLI:EU:C:2020:1029, par. 221; CGUE, 22 giugno 2021, C-439/19, ECLI:EU: C:2021:504, par. 67.

²¹⁰ CGUE 30 giugno 2011, causa C-212/08, Zeturf, punto 52. Idem, CGUE, sez. II, 13 luglio 2023, Xella Magyarország Építőanyagipari Kft vs Innovációs és Technológiai Miniszter, causa C-106/22, punto 66.

²¹¹ Si fa riferimento al primato del diritto dell'UE, CGUE, Costa c. ENEL del 15.07.1964, C- 6/64.

Resta però spinosa la questione, piuttosto delicata, in quanto di confine tra diritto UE e diritto nazionale, dell'influenza che il primo può esercitare sul secondo allorché le misure interne adottate in materia di sicurezza nazionale derogano, anche significativamente, ad una disciplina comune. Ci si chiede quale tipo di controllo giurisdizionale possa essere esercitato in tale ambito al fine di salvaguardare l'effetto utile e la coerenza del diritto UE ogni volta in cui quest'ultimo si sovrapponga con quello interno in materia di sicurezza nazionale²¹². Sono gli Stati membri a dover trovare un equilibrio tra le esigenze di sicurezza nazionale e la necessità di garantire l'osservanza dei diritti sostanziali e procedurali dell'individuo stabiliti a livello europeo²¹³, e, a tal fine, si chiede loro di prevedere controlli giurisdizionali effettivi²¹⁴ che riguardino tanto l'esistenza quanto la validità²¹⁵ delle ragioni invocate dall'autorità nazionale riguardo alla sicurezza dello Stato, nel rispetto dei diritti fondamentali e dei principi generali del diritto amministrativo, come la necessità, la proporzionalità e la non discriminazione²¹⁶.

Nel quadro del Regolamento 2019/452, è l'art. 3.4 a dare spazio a questa esigenza: la norma prevede che gli investitori stranieri e le imprese la cui attività sia interessata da questi meccanismi di controllo debbano avere la possibilità di ricorrere contro i provvedimenti delle autorità nazionali che li applicano. Ne consegue che il provvedimento adottato nell'ambito del Regolamento non può essere qualificato come atto politico e, perciò, deve essere sottoposto a controllo giurisdizionale²¹⁷. A ciò si aggiunge la possibilità, per il giudice nazionale, di operare il rinvio pregiudiziale ex art. 267 TFUE al fine di saggiare la compatibilità delle norme nazionali in tema di IED con il diritto dell'Unione.

²¹² M. JAŚKOWSKI, *National Security and Essential Security Interests in CJEU Jurisprudence*, cit. pag. 241.

²¹³ Si fa riferimento, in generale, ai corollari del diritto ad una buona amministrazione di cui all'art. 41 della Carta di Nizza. Trattasi tanto di garanzie procedurali, come il diritto di essere ascoltati, il rispetto del principio del contraddittorio, il diritto di accesso agli atti e l'obbligo di motivazione delle decisioni, quanto di garanzie sostanziali, connesse ai concetti di giustizia, proporzionalità e non discriminazione dell'azione amministrativa.

²¹⁴ Si tratta di un principio generale di diritto comunitario che deriva dalle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri, sancito dagli artt. 6 e 13 della CEDU e ribadito dall'art. 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. Cfr. in dottrina, G. VITALE, *"Il principio di effettività della tutela giurisdizionale nella Carta dei diritti fondamentali"*, in *Federalismi*, n.5, 2018; e, in giurisprudenza Sentenza del Tribunale (Settima Sezione), 30 settembre 2010, T-85/09, *Kadi vs Commissione europea*, c.d. *Kadi I*, e CGUE, Grande Sezione, 6 ottobre 2015, C-362/14, *Schrems vs Data Protection Commissioner*, c.d. *Schrems I*.

²¹⁵ CGUE, 4 giugno 2013, *ZZ v Secretary of State for the Home Department*, C-300/11, ECLI:EU:C:2013:363, par. 58.

²¹⁶ B. DE JONG, *"Remedi giuridici contro le decisioni di screening sugli investimenti"*, in: *The rise of public security interests in corporate mergers and acquisitions*, Wolf Legal Publishers, p. 93, 2022.

²¹⁷ G. PITRUZZELLA, *Foreign direct investment in EU*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign direct investment screening*, Il Mulino, Bologna, 2019, p. 66.

2.5. Sicurezza degli Stati membri e sicurezza dell'Unione: un concetto univoco?

Ciò detto, è innegabile che la sicurezza nazionale e il diritto dell'Unione non possano essere considerati in modo autonomo e distinto, giacché sono tra loro strettamente connessi. Questo è quanto mai accentuato nella materia della sicurezza economica, la quale, situandosi a cavallo tra politica commerciale comune e sicurezza nazionale, parrebbe richiedere delle valutazioni non solo dalla prospettiva nazionale, ma anche dalla prospettiva europea.

Si potrebbe allora sostenere che lo sviluppo di una concezione comune della sicurezza economica dell'UE, che si aggiunge e si integra con la sicurezza nazionale degli Stati membri, sia in linea con la natura esclusiva della competenza che l'UE esercita nell'ambito della politica commerciale comune, per la quale già spetta alle sue istituzioni di articolare gli interessi comuni²¹⁸. Sebbene, infatti, i Trattati facciano esplicito riferimento unicamente alla sicurezza degli Stati membri, la struttura integrata dell'UE fa sì che, considerata nel suo insieme, la stessa presenti delle vulnerabilità diverse e ulteriori rispetto a quelle esistenti al livello nazionale, per tutelare le quali potrebbe essere utile sviluppare un concetto di sicurezza "sovranazionale".

Una base giuridica per il concetto di sicurezza europea potrebbe rinvenirsi già nell'*acquis* dell'Unione in materia di azione esterna, dato che l'articolo 21. 2 lett. a del TUE, nell'elencare gli obiettivi che l'UE deve perseguire nelle sue relazioni internazionali, fa esplicito riferimento alla tutela, tra le altre, della sicurezza, dell'indipendenza e dell'integrità dell'UE, confermandone la rilevanza.

Questo concetto di "sicurezza nazionale dell'UE" appare ripetutamente²¹⁹ nella materia degli IED. In questo senso parlano le due comunicazioni della Commissione²²⁰ in cui si afferma che il controllo sugli investimenti nei contesti della pandemia da Covid-19 e della guerra in Ucraina dovrebbe dare rilievo all'impatto che gli stessi possono avere sull'Unione europea nel suo complesso, con l'obiettivo di garantire la capacità delle industrie

²¹⁸ J. VELTEN, *Flexibility for FDI Screening on Broader Grounds Than 'Security or Public Order'*, In "Screening Foreign Direct Investment in the EU". European Yearbook of International Economic Law, vol 26. Springer, Cham, 2022, p.135.

²¹⁹ S. ROBERT, *Foreign Investment Control Procedures as a Tool for Enforcing EU Strategic Autonomy*, European Papers, Vol. 8, n.2, 2023.

²²⁰ Si fa riferimento alla Comunicazione contenente le linee guida in materia di investimenti diretti esteri nel contesto della pandemia da COVID-19, C (2020) 1981, e alla Comunicazione C (2022) 2316 che fornisce indicazioni sugli investimenti diretti esteri russi e bieloruschi a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina.

dell'UE, ben oltre i settori sanitario ed energetico. Inoltre, nei Rapporti annuali sul controllo degli IED²²¹ la Commissione invita tutti gli Stati membri a garantire che gli investimenti diretti esteri rilevanti siano esaminati tenendo conto della sicurezza collettiva dell'Unione, nonché della sicurezza del mercato unico e dell'elevato livello di integrazione economica che esso consente.

Sotto questa lente, il Regolamento 2019/452 raggiunge – come verrà esaminato – un risultato soddisfacente: prendendo in considerazione l'UE “*as a whole*”, valorizza questa dimensione anche sovranazionale della sicurezza, e, riservando alla Commissione un ruolo centrale nel meccanismo di coordinamento, potrebbe contribuire allo sviluppo di una concezione comune capace di tenere conto, e quindi di salvaguardare pienamente, quelle vulnerabilità ulteriori rispetto a quelle apprezzabili al solo livello nazionale, che discendono dalla specifica architettura dell'UE. In tal senso postula il Considerando n. 13, affermando che la valutazione dell'impatto degli IED sulla sicurezza deve essere effettuata dagli Stati membri anche alla luce delle ripercussioni che gli stessi possono avere a livello dell'Unione²²². Resta fermo che il Regolamento, pur incoraggiandolo, non impone agli Stati membri l'obbligo di intervenire nell'interesse dei propri partner all'interno dell'Unione. Ciò premesso, è invece indubbio che questa fonte abbia introdotto standard comuni in materia di controllo sugli investimenti esteri e abbia posto l'onere di prendere in considerazione - anche massima²²³ - gli interessi dell'Unione e degli altri Stati membri, in ciò osservandosi una chiara consapevolezza dell'esistenza di una dimensione europea della sicurezza.

²²¹ Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione, 17 ottobre 2024, COM (2024) 464 final, e, in ordine, degli anni precedenti, COM (2023) 590 final, COM (2022) 433 final, COM (2021) 714 final.

²²² Considerando 13 del Reg. 2019/452: “Nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, dovrebbe essere possibile per gli Stati membri e la Commissione tenere conto di tutti i fattori pertinenti, compresi gli effetti sulle infrastrutture critiche, sulle tecnologie, comprese le tecnologie abilitanti fondamentali, e sui fattori produttivi che sono essenziali per la sicurezza o il mantenimento dell'ordine pubblico la cui perturbazione, disfunzione, perdita o distruzione avrebbe un impatto significativo in uno Stato membro o nell'Unione”.

²²³ Art. 8 del Reg. 2019/452.

2.6. La valorizzazione della sicurezza dell'Unione nel meccanismo di coordinamento del Regolamento 2019/452

Si è detto che il Regolamento mira a completare gli sforzi degli Stati membri rispetto alle minacce derivanti dagli IED che potrebbero compromettere la sicurezza dell'Unione. In tal senso, assume particolare rilievo il meccanismo di cooperazione tra gli Stati Membri e la Commissione, che permette, nell'ambito delle procedure nazionali di *screening*, di tenere conto non solo degli interessi nazionali, ma anche di quelli sovranazionali, ossia dell'UE e degli altri Stati membri.

Basato su procedimenti amministrativi composti che si svolgono a diversi livelli istituzionali, il meccanismo si articola secondo moduli procedurali distinti a seconda che gli investimenti diretti siano già oggetto di controllo da parte degli Stati Membri o invece non siano scrutinati a livello nazionale²²⁴.

Dal punto di vista procedurale, sono protagonisti i punti di contatto (art. 11), che ogni Stato e la Commissione devono istituire – e opportunamente collocare all'interno delle rispettive amministrazioni - per l'attuazione della disciplina. Incombe sul punto di contatto - che in Italia è il Gruppo di coordinamento istituito presso la Presidenza del Consiglio - l'obbligo di notificare ogni investimento estero sottoposto a controllo. La notifica del pacchetto di informazioni sull'investimento oggetto di controllo a livello nazionale innesca un processo di scambio di pareri e osservazioni, rispettivamente di competenza della Commissione e degli Stati membri, da emettere ogniqualvolta l'operazione possa impattare sulla sicurezza e/o l'ordine pubblico nel loro territorio o dispongano di informazioni relative all'investimento in questione. Ciò comporta, di fatto, che ogni decisione dello Stato

²²⁴ Se un investimento estero avviene in uno Stato membro privo di meccanismo di *screening*, in un settore non soggetto a controllo, l'art. 7 prevede che gli altri Stati membri e la Commissione possano presentare osservazioni (la Commissione anche pareri) se ritengono che l'investimento possa incidere sulla loro sicurezza o ordine pubblico. Lo Stato membro interessato dovrà quindi fornire, o richiedere all'investitore di fornire, le informazioni necessarie – che, ai sensi dell'art. 9, riguardano l'identità e l'assetto proprietario dell'investitore estero e dell'impresa target; il valore approssimativo dell'investimento; i prodotti, i servizi e le attività commerciali dell'investitore e dell'impresa in cui l'investimento estero è programmato; gli Stati in cui l'investitore e l'impresa conducono l'attività di impresa rilevante; il finanziamento dell'investimento e la sua fonte, nonché la data prevista o effettiva di completamento – potendo anche chiedere spontaneamente alla Commissione di emettere un parere a riguardo. La seconda situazione, descritta dall'art. 6, si verifica invece quando l'investimento entra in un Paese in cui esiste un meccanismo di *screening*. L'operazione rientra nel meccanismo dello Stato membro destinatario, le cui autorità nazionali devono notificarlo alla Commissione nel più breve tempo possibile. Cfr. C. PETTINATO, *The new EU Regulation on foreign direct investment screening: rationale and main elements*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign direct investment screening*, Il Mulino, Bologna, 2019, p.60.

precedente può restare sospesa dal momento del ricevimento delle informazioni sull'investimento, rallentando l'iter dell'operazione.

Quando uno Stato invia delle osservazioni sulla potenziale pericolosità nel suo territorio di un investimento diretto in un altro Stato membro, la sua partecipazione ha una finalità difensiva, poiché è rivolta alla tutela di un suo stesso interesse essenziale. Diversamente, quando uno Stato interviene per condividere informazioni utili di cui è in possesso, la sua partecipazione assume un tono collaborativo, dato che mira ad arricchire il bagaglio informativo dello Stato decidente, in coerenza con la logica della reciproca assistenza evocata nel considerando n. 16. In entrambi i casi, dato il coinvolgimento della Commissione, la cooperazione non può dirsi limitata al solo livello intergovernativo²²⁵.

A questo punto, sebbene lo Stato precedente non sia testualmente obbligato a motivare l'eventuale decisione di non seguire i commenti o i pareri di altri Stati e della Commissione, il principio di leale cooperazione di cui all'art. 4.3 TUE impone di tenerne "*debita considerazione*", e, più severamente, "*massimo conto*" quando è in gioco un programma di interesse dell'Unione. Ciò, tuttavia, non permette di verificare se i commenti siano stati effettivamente considerati, dato che lo Stato precedente non è obbligato ad informare gli altri Stati membri della sua decisione finale, e solo nei casi di cui all'art. 8 è tenuto a fornire alla Commissione una spiegazione se non ne segue il parere²²⁶. Conseguentemente, nello scenario in cui un'osservazione o un parere non vengano tenuti in debita considerazione, lo Stato membro potrà tutelarsi dagli effetti dell'operazione sul proprio territorio attivando il proprio meccanismo di controllo e, potenzialmente, avviare una procedura di infrazione ai sensi dell'art. 259 TFUE, così come potrà farlo la Commissione ex art. 258 TFUE. In altre parole, il Regolamento non conferisce agli altri Stati membri e alla Commissione specifici strumenti di tutela nel caso in cui lo Stato precedente non

²²⁵ Alla stregua degli Stati membri, se la Commissione considera che l'investimento di soggetti stranieri possa arrecare danno all'ordine pubblico alla sicurezza in più di uno Stato Membro, essa si erge a tutore collettivo del loro interesse, intervenendo a sostegno; mentre, se dispone di informazioni rilevanti, le trasmette nella consueta logica collaborativa. La Commissione, inoltre, si esprime sulle osservazioni pervenute da altri Stati Membri, così sovrapponendo la logica comunitaria a quella puramente intergovernativa. Cfr. G. NAPOLITANO, *Foreign direct investment screening*, Il Mulino, Bologna, 2019, p. 135.

²²⁶ Secondo autorevole dottrina, la Commissione assurgerebbe quasi ad un ruolo di "co-decisore", dal momento che sarebbe assai difficile per un Governo nazionale motivare l'adozione di un provvedimento diverso da quello suggerito dall'Istituzione europea. Cfr. A. SANDULLI, *La febbre del Golden Power*, in Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico, 2022, n. 3, p. 764.

tenga in adeguata considerazione le osservazioni e i pareri, o comunque se ne discosti: qui sono evidenti i suoi limiti per quanto concerne *l'enforcement*²²⁷.

La *ratio* del maggior livello di protezione riservato ai progetti o programmi di interesse per l'Unione (art. 8) sta nella loro “dimensione europea”. Nello specifico, si tratta di tutti quei progetti e programmi che comportano un importo consistente o una quota significativa di finanziamenti dell'Unione o quelli che rientrano nel diritto dell'Unione in materia di infrastrutture critiche, tecnologie critiche o fattori produttivi critici, essenziali per la sicurezza o l'ordine pubblico. In tal senso, si può dire che si tratta, forse, della previsione normativa che più chiaramente manifesta la configurabilità di un “interesse strategico europeo”.

3. L'ampliamento dell'ambito di applicazione della normativa *Golden power* alla luce della nozione allargata di sicurezza nazionale

3.1. L'estensione dei settori strategici rilevanti in Italia

Si è anticipato che attraverso lo studio dei meccanismi di screening sugli IED è possibile osservare in concreto la traduzione, all'interno di un istituto giuridico, dell'ampliamento del perimetro della nozione di sicurezza nazionale.

Volendo prendere in considerazione l'ordinamento italiano, il legislatore identifica i destinatari dei poteri speciali mediante l'individuazione dei settori e delle attività/attivi strategici. Questi settori sono suddivisi, sin dal disegno del d.l. 21/2012²²⁸, in due macroaree, ossia difesa e sicurezza nazionale (art. 1) ed energia, trasporti e comunicazioni (art. 2). A questi, il D.l. 25 marzo 2019, n. 22 (c.d. “Decreto Brexit”) ne ha aggiunto un ulteriore,

²²⁷ Gallo approfondisce il tema e si interroga circa la possibilità che i pareri della Commissione ai sensi del regolamento 452/2019 vengano sottoposti al controllo, diretto o indiretto, della Corte di giustizia, rispettivamente, ai sensi dell'articolo 263 TFUE (ricorso per annullamento) e dell'articolo 267 par. 1, lett. b) TFUE (rinvio pregiudiziale di validità). Ritenendo che l'atto che concretizza la produzione di effetti lesivi degli interessi nei confronti di terzi sia la decisione nazionale, adottata in seguito al parere, e non il parere stesso, che pertanto, sarebbe un atto endoprocedimentale, di natura non vincolante e insuscettibile di limitare *de iure* la discrezionalità degli Stati membri, adottato nell'ambito di un procedimento composto che si conclude con un atto dell'autorità nazionale e non della Commissione, conclude che i pareri non possono essere oggetto di un ricorso per annullamento esperibile né dagli Stati coinvolti (dove l'investimento è effettuato) né, a fortiori, dagli investitori extra-UE o dalle società target, per le quali i cui presupposti del ricorso stabiliti nel paragrafo 4 dell'articolo 263 TFUE sono ancora più stringenti. Il giudice nazionale ha altresì la facoltà di rivolgersi alla Corte di giustizia ex articolo 267 par. 1, lett. b) TFUE, nell'ambito di un rinvio pregiudiziale, per verificare se i pareri siano conformi al Regolamento e all'ordinamento UE nel suo complesso. Insomma, l'investitore extra-UE, così come l'impresa target, avrebbero a disposizione lo strumento del ricorso indiretto, imperniato su procedimenti e rimedi nazionali, piuttosto che percorrere la via offerta dall'articolo 263 TFUE). Cfr. D. GALLO, *Sovranità europea e controllo degli investimenti esteri*, ASIDUE, IV, n.10, 2022.

²²⁸ D.l. n. 21/2012, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56.

l'art. 1-*bis*, avente ad oggetto i servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G. Successivamente, con il D.l. 21 settembre 2019 n.105 (c.d. "Decreto sulla sicurezza cibernetica"), è stato riscritto il comma 1-*ter* dell'art. 2 e sono stati richiamati nella fonte nazionale i settori di rilevanza europea²²⁹. Sulla base di queste macrocategorie, il legislatore ha configurato per i poteri speciali un sistema a geometria variabile, nel quale all'aumentare dell'importanza del settore da proteggere corrisponde una maggiore discrezionalità nell'esercizio dei poteri, delineando, in altre parole, un rapporto di proporzionalità diretta tra la rilevanza strategica del settore e la libertà decisionale riconosciuta all'Amministrazione nell'esercizio dei poteri²³⁰.

Nel 2020, complice la pandemia da Covid-19, si è inoltre riconosciuto che risultavano particolarmente esposte ad acquisizioni predatorie soprattutto quelle realtà aziendali, spesso di piccole e medie dimensioni, che rappresentano l'eccellenza dell'imprenditoria italiana, tra gli altri, nei settori della meccanica, dell'intelligenza artificiale e della robotica, del lusso e delle biotecnologie. Il timore era condiviso dalla Commissione europea, la quale, sempre nell'ottica della sicurezza europea già analizzata, avvertiva gli Stati membri dell'opportunità di *"essere vigili e utilizzare tutti gli strumenti disponibili a livello nazionale e unionale per evitare che l'attuale crisi determini una perdita di risorse e tecnologie critiche"*²³¹, invitandoli espressamente, a tal fine, ad avvalersi degli strumenti di controllo degli investimenti diretti esteri²³². Così, l'Italia ha adottato il c.d. Decreto Liquidità (Decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23, convertito con modificazioni, dalla legge 5 giugno 2020, n. 40), che ha previsto un regime transitorio – fino al 31 dicembre 2020, poi prorogato più volte fino al 2022 (La prima proroga prevista dal cd. "Decreto Ristori" (d.l. 137 del 2020) si riferiva al 30 giugno 2021, la seconda proroga al 31 dicembre 2021

²²⁹ Individuati dal Regolamento 2019/452 nel suo tentativo, parzialmente riuscito, di armonizzare i meccanismi dei vari paesi membri, si tratta di un ampio elenco di "fattori" descritti all'art. 4, par. 1: le "infrastrutture critiche" (relativamente all'aerospazio, alla difesa, alle *public utilities*, all'acqua e alla salute, alla finanze e alle elezioni), le "tecnologie critiche" (come l'intelligenza artificiale e i semiconduttori), i "fattori produttivi critici" (fra cui le materie prime e i beni alimentari), nonché l'accesso ai dati personali e il pluralismo dei media, conformando la normativa nazionale al quadro europeo. Cfr. L. BELVISO, in *Golden power, Profili di diritto amministrativo*, Giappichelli, Torino, p. 121.

²³⁰ Operativamente, questo si traduce, in primo luogo, nella maggiore indeterminatezza e ampiezza del presupposto di esercizio per i settori della difesa e sicurezza nazionale, rispetto a quanto richiesto per esercitarli nei settori delle *public utilities* e in quelli di rilevanza europea. Infatti, se nel primo caso è sufficiente che l'operazione scrutinata sia tale da recare una *"minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali, appunto, della difesa e della sicurezza nazionale"*, nella seconda categoria – comprensiva tanto delle *public utilities* che dei settori di rilevanza europea - serve qualcosa in più. Oltre alla *"minaccia di grave pregiudizio"* per gli interessi pubblici, ed essenziali dello Stato, relativi alla sicurezza delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti (art. 2, comma 3), dovrà infatti configurarsi anche una *"situazione eccezionale"*, che non è *"disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore"*, oppure, in alternativa, un *"pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico"* (art. 2, commi 6 e 7). Ancora diverso il presupposto necessario in materia di 5G, dove, ai sensi dell'art. 1-bis, comma 4, per l'esercizio dei poteri, occorre che l'acquisto di beni e componenti tecnologiche sia tale da *"compromettere l'integrità e la sicurezza delle reti e dei dati che vi transitano"*.

²³¹ Comunicazione 2020/112 del 13 marzo 2020.

²³² Comunicazione 2020/99 del 26 marzo 2020.

(“Decreto Proroghe”, d.l. 56 del 2021, ed infine, l'ultima, al 31 dicembre 2022 ad opera del “Decreto Mille Proroghe” (d.l. 228 del 2021).) - che ha individuato una regolamentazione temporanea più severa per alcune operazioni legate ai settori delle infrastrutture critiche e alle tecnologie critiche e prodotti a duplice uso²³³. Con il secondo evento drammatico che ha segnato il presente quinquennio, ossia l'inizio del conflitto armato in Ucraina, i poteri speciali sono stati ulteriormente aggiornati con il decreto-legge 21 marzo 2022 n. 21, che dedica un intero titolo al “*rafforzamento dei presidi per la sicurezza e la difesa nazionale e le reti di comunicazione elettronica*” per tutelare le società strategiche delle ripercussioni economiche negative della guerra. Il c.d. Decreto Ucraina è innovativo su più piani. Oltre ad estendere l'ambito oggettivo di applicazione della normativa agli investimenti cd. *greenfield*²³⁴, infatti, interviene anche in materia di 5G²³⁵, inglobando ulteriori servizi, beni, rapporti, attività e tecnologie connesse e rilevanti ai fini della sicurezza cibernetica, come le tecnologie *cloud*.

Si evince con chiarezza che, accanto ai settori “tradizionalmente” rilevanti della difesa e sicurezza nazionale (art. 1)²³⁶, dell'energia, i trasporti e le comunicazioni (art. 2)²³⁷, l'attenzione si è spostata verso tutti quegli ambiti che, a vario titolo, contribuiscono alla resilienza delle catene di approvvigionamento, alla sicurezza delle infrastrutture e delle tecnologie, e consentono allo Stato di proteggersi rispetto alle strumentalizzazioni delle dipendenze economiche.

²³³ Definiti nell'articolo 2, punto 1, del regolamento (CE) n. 428/2009 del Consiglio, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie.

²³⁴ Come già visto, in questo tipo di investimento l'asset non preesiste all'operazione oggetto di scrutinio da parte delle regole golden power, perché è proprio con l'operazione che si determina la creazione dell'attività di rilevanza strategica nel territorio nazionale. In questa direzione, l'ambito applicativo degli articoli 1 e 2 del decreto-legge n. 21 del 2012 viene ampliato in sede di conversione del decreto-legge n. 21 del 2022, dalla legge 20 maggio 2022, n. 51, mediante il riferimento alla “costituzione di un'impresa che svolge attività ovvero detiene uno o più degli attivi individuati” ai sensi degli articoli 1, comma 5-bis e 2, comma 7-bis10.

²³⁵ Art. 28 del decreto-legge 21 marzo 2022 n. 21.

²³⁶ Il DPCM 6 giugno 2014, n. 108 individua dettagliatamente le attività di rilevanza strategica per la difesa e la sicurezza nazionale nello studio, nella ricerca, nella progettazione, nello sviluppo, nella produzione, nell'integrazione e nel sostegno al ciclo di vita (compresa la logistica) di una serie di sistemi, materiali e apparati. L'elenco è corposo, ma si possono proporre alcuni esempi: si pensi ai sistemi di comando e controllo e computerizzati per garantire la sicurezza delle informazioni; ai sistemi d'arma avanzati; ai sistemi di propulsione aerospaziali e navali militari ad elevate prestazioni e affidabilità; alla sensoristica destinata all'impiego in servizi di osservazione, sorveglianza e controllo del territorio nell'ambito dei compiti di tutela dell'ordine pubblico, della sicurezza, del soccorso pubblico e della difesa civile e militare; ai sistemi informativi e di comunicazione, anche satellitari, di raccolta, classificazione e gestione di dati sviluppati per attività di difesa civile, ecc... Di competenza del Ministro della difesa, del Ministro dell'interno o di competenza congiunta di entrambi.

²³⁷ Il DPR 25 marzo 2014, n. 85 individua gli attivi, vale a dire, le reti, gli impianti, i beni e i rapporti detenuti da società operanti nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni di rilevanza strategica per l'interesse nazionale. In relazione al settore dell'energia, sono individuate la rete nazionale di trasporto del gas naturale e le relative stazioni di compressione e centri di dispacciamento, come individuata ai sensi dell'articolo 9 del d.lgs. 23 maggio 2000, n. 164, nonché gli impianti di stoccaggio del gas; le infrastrutture di approvvigionamento di energia elettrica e gas da altri Stati, compresi gli impianti di rigassificazione di GNL *onshore* e *offshore*; la rete nazionale di trasmissione dell'energia elettrica e i relativi impianti di controllo e dispacciamento; e le attività di gestione connesse all'utilizzo delle reti e infrastrutture di cui alle precedenti lettere (a), (b) e (c). Per il settore dei trasporti, si tratta delle grandi reti e impianti di interesse nazionale, destinati anche a garantire i principali collegamenti trans-europei, inclusi i relativi rapporti convenzionali e, altresì, (i) i porti di interesse nazionale, (ii) gli aeroporti di interesse nazionale e (iii) la rete ferroviaria nazionale di rilevanza per le reti trans-europee. Quanto alle comunicazioni, si tratta delle reti dedicate e nella rete di accesso pubblica agli utenti finali in connessione con le reti metropolitane, i router di servizio e le reti a lunga distanza, nonché negli impianti utilizzati per la fornitura dell'accesso agli utenti finali dei servizi rientranti negli obblighi del servizio universale e dei servizi a banda larga e ultra-larga.

3.2. L'influenza del diritto dell'Unione: il Regolamento 2019/452 e i settori di rilevanza europea

Come si è avuto modo di chiarire, è riduttivo limitarsi a dire che il diritto europeo ha esercitato un'influenza sulla materia. Con riferimento al controllo sugli investimenti esteri diretti, v'è da dire che il Regolamento 2019/452, pur incoraggiandolo, non impone agli Stati membri l'obbligo di intervenire nell'interesse dei propri partner all'interno dell'Unione, limitandosi – sostiene autorevole dottrina²³⁸ – più ad un tentativo di codificazione dei settori nei quali lo scrutinio dell'investimento estero appare particolarmente opportuno, utile soprattutto per orientare i legislatori nazionali al fine di conformare il più possibile l'ambito oggettivo di applicazione dei meccanismi di controllo, tanto nel disegno normativo, quanto nella prassi attuativa.

Il regolamento circoscrive il novero degli interessi, per la cui protezione è possibile ricorrere ai poteri speciali, a quelli che possono incidere sulla sicurezza e sull'ordine pubblico. In sostanza, l'art. 4 individua cinque gruppi di materie definiti "critici": il primo ricomprende le c.d. infrastrutture critiche, tanto fisiche quanto virtuali, come ad esempio l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa²³⁹, elettorali²⁴⁰ o finanziarie, e le strutture sensibili; sono inclusi tra gli elementi sensibili anche i terreni e le proprietà immobiliari adiacenti o strumentali alla gestione delle infrastrutture critiche. Il secondo gruppo fa riferimento alle c.d. tecnologie critiche e ai prodotti a duplice uso, quali l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cybersecurity, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie. I rimanenti gruppi di materie sono la sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, l'accesso alle informazioni sensibili e la capacità di controllarle e la libertà e pluralismo dei media.

²³⁸ G. NAPOLITANO, *Foreign direct investment screening*, cit. p.127.

²³⁹ L'ordinamento europeo riconduce all'area delle infrastrutture critiche anche i settori dello spazio e della difesa, che nella maggior parte delle legislazioni nazionali sono oggetto di distinto inquadramento e che presentano caratteristiche economiche diverse, trattandosi di beni pubblici puri corrispondenti all'esercizio di fondamentali prerogative sovrane. Cfr. G. NAPOLITANO, *Foreign direct investment screening*, cit. p.126.

²⁴⁰ È peculiare il riferimento alle infrastrutture elettorali, che ad avviso di G. SCARCHILLO si deve ai timori creati dalle presunte influenze russe sulle elezioni europee e statunitensi. Cfr. A. IMPERIA e G. SCARCHILLO, *Golden powers: una terza via per l'intervento pubblico in mercati internazionali strategici*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc.3, 2023.

L'elenco è vario e articolato, con l'intento, esplicitato dal considerando n. 9, di coprire un'ampia gamma di investimenti²⁴¹. A ciò si aggiunga che non si tratta di un elenco esaustivo²⁴². Ciò discende dall'ampiezza e dai confini sfumati e mutevoli del concetto stesso di sicurezza, che ne è presupposto²⁴³. Emerge dunque chiaramente dal tenore letterale è che l'art. 4 non armonizza l'ambito materiale dei meccanismi di screening degli Stati membri: limitandosi a elencare i fattori che *possono* essere rilevanti ai fini della determinazione della potenziale pericolosità di un investimento estero diretto, il regolamento lascia agli Stati membri un considerevole margine di discrezionalità circa i fattori da considerare effettivamente rilevanti²⁴⁴. La conseguenza di questo ampio *scope ratione materiae*, sotto il profilo dell'esercizio della sovranità nazionale, è che gli Stati tendono²⁴⁵ ad ampliare, non sempre in termini condivisibili²⁴⁶, le aree soggette a controllo sugli investimenti²⁴⁷.

3.2.1. Le tecnologie critiche e il dominio cyber

Vale la pena aprire una breve parentesi sull'attenzione particolare da riservare alle tecnologie avanzate. Conferma la Conferenza delle Nazioni Unite per il Commercio e lo Sviluppo (UNCTAD), infatti, che *“le tecnologie all'avanguardia e il know-how sono un fattore chiave per la competitività internazionale dei paesi”*, ragion per cui gli Stati potrebbero avere un forte interesse a garantire che tali risorse rimangano in mani nazionali²⁴⁸. Per tutelarsi rispetto all'aggressività di altri attori, perciò, si impone per l'Unione l'esigenza di proteggere la sua base industriale, non solo salvaguardandola, ma anche favorendo il salto tecnologico. In questa prospettiva, sarà

²⁴¹ L'elenco delle aree sensibili individuato dal legislatore europeo presenta ancora ampi margini di incertezza interpretativa. Il riferimento al settore idrico solleva dubbi sull'applicabilità della disciplina a un sistema di gestione estremamente frammentato sul territorio nazionale. Analoghe perplessità riguardano i media, dove non è chiaro se il controllo si estenda anche a emittenti locali e stampa, oltre che ai soggetti nazionali. Ancora più vago è il richiamo alla salute, che pone questioni delicate, dalla tutela dei dati sanitari all'eventuale inclusione di operatori privati come cliniche e ospedali convenzionati. Anche la sicurezza alimentare necessita chiarimenti, considerando la possibile estensione del controllo agli investimenti esteri nel settore agroalimentare, strategico soprattutto per l'Italia. Così, G. NAPOLITANO, *Foreign direct investment screening*, cit. p. 127.

²⁴² Considerando n. 12.

²⁴³ S. ROBERT, *Foreign Investment Control Procedures as a Tool for Enforcing EU Strategic Autonomy*, European Papers, Vol. 8, n.2, 2023.

²⁴⁴ S. HINDELANG and A. MOBERG, *The art of casting political dissent in law: the EU's framework for the screening of foreign direct investment*, in Common Market Law Review 57, pag. 1427–1460, 2020.

²⁴⁵ Lo testimoniano le discipline nazionali: molti dei settori e criteri ora richiamati dall'art. 4 del Regolamento erano già stati introdotti nelle normative nazionali. Si pensi, ad esempio a Francia (decreto 2018-1057 del 29 novembre 2018) e Germania (emendamenti alla normativa sul commercio estero di luglio 2017 e dicembre 2018).

²⁴⁶ Per richiamare un caso già citato, in Ungheria si osserva come il governo ungherese reputasse “strategico”, al pari dell'approvvigionamento del petrolio o dell'energia, anche l'approvvigionamento di più comuni materie prime per il settore edile, come sabbia e ghiaia. La Corte non condivideva tale equiparazione. Cfr. punto 69.

²⁴⁷ D. GALLO, *Sovranità europea e controllo degli investimenti esteri*, ASIDUE, IV, n.10, 2022.

²⁴⁸ UNCTAD, *National security-related screening mechanisms for foreign investment: An analysis of recent policy developments* UNCTAD Investment Policy Monitor: Special Issue, 2019.

determinante sostenere l'evoluzione dei fattori abilitanti dell'industria 4.0, come l'*additive manufacturing*, i Big data, l'IA, e l'*Internet of things*, anche attraverso un rapporto virtuoso tra istituzioni, imprese attive nel settore della sicurezza, università, centri di ricerca e think tank²⁴⁹.

In questo senso ha proceduto anche il legislatore europeo, e, quindi, quello italiano, con riferimento, per esempio, ai servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G²⁵⁰. Il legislatore ha disegnato una disciplina connotata da un livello di tutela superiore in ragione del fatto che questa tecnologia è un elemento abilitante per il funzionamento della quasi totalità delle infrastrutture moderne (si sa che innovazioni come le *smart cities*, i veicoli a guida autonoma o la realtà aumentata si basano proprio su di essa), offre alti livelli di affidabilità, di privacy dei dati e permette performance elevate anche in zone dove la copertura risulta limitata, ed è dunque cruciale che le reti che la sostengono siano mantenute robuste e resilienti²⁵¹. Anche la Commissione europea ha reputato il 5G un elemento chiave per lo sviluppo dei servizi digitali e come priorità della strategia per il mercato unico digitale, ritenendo le reti 5G *“l'infrastruttura centrale per molteplici settori essenziali, tra cui energia, sanità, controllo industriale e persino processi democratici come le elezioni, i cui eventuali malfunzionamenti sistemici, perciò avrebbero gravissime ripercussioni”*²⁵².

La normativa golden power relativa alle tecnologie di quinta generazione si colloca, peraltro, nel più ampio contesto della sicurezza del dominio cibernetico, che influisce su di essa. Nel mondo contemporaneo, è ormai più che noto, l'uso malevolo delle tecnologie emergenti o la loro compromissione - si tratti profitti illeciti (*cyber-crime*), di generare vantaggio informativo per fini di competizione geopolitica (*cyber-espionage*), o diffondere narrative divisive e polarizzanti in aderenza a specifiche ideologie o motivazioni politiche²⁵³ - costituiscono minacce complesse per la sicurezza nazionale²⁵⁴. Pertanto, l'ordinamento italiano ha predisposto strutture e

²⁴⁹ P. MESSA, *Oltre il golden power. Il modello americano e il dibattito in Europa* - Speciale Golden Power, in GNOSIS, 2020, p. 144.

²⁵⁰ Con 5G si indica l'insieme delle tecnologie e degli standard di quinta generazione relativi alla telefonia mobile, in grado di garantire un eccezionale incremento della velocità di connessione, della connettività dei dispositivi e della quantità di dati che possono essere trasmessi. Cfr. "5G: definizione, funzionamento, mercato e applicazioni in Italia" in Osservatorio 5G & Connected Digital Industry del Politecnico di Milano, 31 dicembre 2021.

²⁵¹ Se non vi fosse stato l'art. 1-bis, infatti, a tali servizi si sarebbe applicata la disciplina ordinaria relativa alla difesa e sicurezza nazionale, oppure - come del resto già avveniva fino al decreto Brexit - quella concernente le *public utilities*.

²⁵² Raccomandazione della Commissione europea (UE) 2019/534 del 26 marzo 2019, avente ad oggetto la "Cybersicurezza" delle reti 5G, che menziona, al considerando n.17, proprio dei meccanismi di controllo sugli investimenti esteri nei settori strategici come strumento di tutela di tali reti.

²⁵³ ACN, *Strategia nazionale di cybersicurezza 2022-2026*.

²⁵⁴ DIS, Relazione al Parlamento per l'anno 2023, pp. 52-53.

procedure specifiche per affrontare le sfide poste dal cyberspazio, che se in passato venivano affrontate in modo poco sofisticato, oggi sono gestite in modo significativamente più razionale²⁵⁵. La sensibilità in materia è forte anche a livello sovranazionale, dove è da riproporre il ragionamento secondo cui la natura interconnessa e transnazionale delle infrastrutture digitali, unita al carattere transfrontaliero delle minacce, implica che qualsiasi vulnerabilità o incidente che colpisca uno Stato membro possa avere ripercussioni sull'intera Unione²⁵⁶.

3.3. Il problema degli investimenti indirettamente extraeuropei

L'ampliamento dell'ambito di applicazione dei poteri speciali interessa anche la platea di soggetti destinatari dei provvedimenti, ma, questa volta, l'impulso pare provenire dagli Stati membri più che dall'Unione. Sebbene, infatti, il Regolamento 2019/452 circoscriva - al momento - la sua applicabilità agli investimenti di provenienza diretta extra-europea²⁵⁷, gli Stati membri, nelle proprie legislazioni, tendono a volersi tutelare anche rispetto quegli investimenti che sebbene risultino intra-UE, quindi non soggetti a controllo, sono, *de facto* riconducibili a paesi terzi. La dottrina²⁵⁸ conferma inoltre che, contrariamente a quanto si potrebbe ritenere prevedibile, il potenziamento dei meccanismi di controllo da parte dei Paesi europei non ha preso di mira esclusivamente le operazioni provenienti da paesi notoriamente ostili o *competitors* (si pensi a Russia, Bielorussia o Cina), constatandosi invece una tendenza generalizzata ad inasprire i controlli²⁵⁹.

Della ragione di tale tendenza trattano le conclusioni dell'Avvocato Generale Ćapeta²⁶⁰ rese in occasione di una significativa pronuncia della Corte di Giustizia nell'ambito di un rinvio pregiudiziale ex art. 267 TFUE rivolto nel

²⁵⁵ Successivamente al recepimento della direttiva NIS 2016/1148, infatti, si è provveduto, con d.l. 82/2021, alla creazione di un'autorità appositamente dedicata alla tutela degli interessi nazionali nel campo della sicurezza informatica, l'Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale, ed è stata migliorata l'architettura normativa in materia, con l'obiettivo di razionalizzare e semplificare il sistema di competenze esistenti a livello nazionale, sulla base della Strategia Nazionale, elaborata da questa Agenzia, consultabile sul sito della ACN: <https://www.acn.gov.it/portale/strategia-nazionale-di-cybersicurezza>.

²⁵⁶ Questa la ragion per cui Bruxelles promuove da anni un approccio integrato in materia. È a proposito opportuno evidenziare che di recente è stata approvata la direttiva (UE) 2022/2555 "NIS 2", recepita il 1° ottobre 2024 con il d.lgs. 138/2024, che innalza ulteriormente il livello di cybersecurity a livello di Unione.

²⁵⁷ Con «investitore estero», il regolamento indica una persona fisica o un'impresa di un paese terzo che intende realizzare o ha realizzato un investimento estero diretto. Cfr. Art. 2 n. 2 e n. 7.

²⁵⁸ L. BELVISO, *Golden power, Profili di diritto amministrativo*, Giappichelli, Torino, 2023, Cap. I, p. 111.

²⁵⁹ In tal senso, parte della dottrina parla di "nemici sbagliati", ritenendo che gli interventi che hanno eretto barriere verso i Paesi europei siano legati al crescente scetticismo verso l'integrazione europea che sta investendo l'Europa. Cfr. A. GEMMI, *La golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento*, in PA Persona e Amministrazione, Ricerche Giuridiche sull'Amministrazione e l'Economia, 2020.

²⁶⁰ Conclusioni dell'A.G. T. Ćapeta nella causa C-106/22, presentate il 30 marzo 2023, punti 43,44,45.

febbraio 2022 dalla Corte di Budapest-Capitale²⁶¹. L'AG riteneva, in particolare, che nel redigere il Regolamento il legislatore europeo avrebbe trascurato di dare rilievo alle ipotesi in cui un'entità, benché formalmente europea, sia in realtà controllata da un soggetto di un Paese terzo. La questione viene presa in considerazione dal legislatore quando il controllo proviene da un'amministrazione pubblica estera: in tali casi, l'elemento viene apprezzato come fattore aggiuntivo rilevante nel valutare se l'investimento estero diretto può incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico ai sensi dell'art. 4.2 del regolamento. Diversamente accade per il fenomeno genericamente inteso del controllo extraeuropeo, che non ha, al di fuori dell'ipotesi dell'elusione, rilevanza nella fonte qui in esame. Per evitare elusioni, sosteneva, il Regolamento dovrebbe ricomprendere qualsiasi tipo di investimento mediante il quale un soggetto estero acquisisce il controllo di un'impresa dell'Unione, e non solo quelli di provenienza diretta extra-UE. Il governo italiano sosteneva la posizione della A.G., sottolineando come la tesi dell'inclusione, all'interno dell'ambito di applicazione del regolamento, degli investimenti anche indiretti, sarebbe coerente con la previsione dell'art. 4, par. 2, lett. a) del regolamento stesso. Infatti, se la circostanza che l'investitore estero sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica rileva ai fini di determinare se dietro l'investimento si celi uno Stato terzo, lo stesso dovrebbe accadere nel caso di un investitore stabilito nell'Unione, il quale potrebbe, allo stesso modo, essere controllato da un investitore, anche privato, di un paese terzo. Se si condivide questa posizione, basarsi unicamente sul criterio formale della sede di una società senza tener conto della nazionalità soggetto che acquisisce concretamente il controllo dell'impresa equivarrebbe a trascurare sia la realtà degli affari, che lo scopo del controllo degli investimenti esteri diretti.

Non a caso, il profilo in parola è stato oggetto di grandi attenzioni nella Proposta di regolamento del 2024, che suggerisce di estendere il campo applicativo del regolamento anche agli investimenti effettuati all'interno dell'Unione da un'impresa europea figlia di un investitore estero, con l'obiettivo di ricondurre alle regole europee

²⁶¹ CGUE, sez. II, 13 luglio 2023, C-106/22, Xella Magyarország Építőanyagipari Kft vs Innovációs és Technológiai Miniszter.

anche le fattispecie di controllo estero che, pur non configuranti fattispecie elusive²⁶², sono nella sostanza degli investimenti provenienti da Paesi terzi.

3.4. Il ruolo dei principi di derivazione europea

Merita altresì menzione il modo in cui i principi e le garanzie del diritto amministrativo europeo trovano concreta attuazione e contribuiscono alla realizzazione del bilanciamento tra interessi contrapposti – da un lato, la tutela degli asset strategici dello Stato, e, dall'altro, la conservazione di un contesto attrattivo per i flussi di capitale in entrata – all'interno di un istituto che per sua natura si colloca in una zona di confine tra funzione amministrativa e indirizzo politico. È infatti stata la fonte sovranazionale a determinare i presupposti fondamentali sulla base dei quali l'Unione europea e gli Stati membri possono giustificare i regimi di *screening* degli investimenti esteri e si riservano il potere di bloccare determinate operazioni.

Prima del 2009²⁶³, gli investimenti esteri diretti erano riconducibili alla materia del mercato interno e, dunque, ricadevano in una competenza concorrente²⁶⁴. Naturalmente, i controlli sugli investimenti esteri (sottoforma di meccanismi *golden share*), costituendo restrizioni unilaterali nei confronti di capitali stranieri, mal si conciliavano – e tuttora, del resto, mal si conciliano – con due delle libertà fondamentali assicurate nel mercato unico, ossia, la libertà di movimento di capitali e la libertà di stabilimento, oggi disciplinate rispettivamente dagli artt. 63 (ex art. 56 TCE)²⁶⁵ e 49 (ex art. 43 TCE) del TFUE²⁶⁶. Il legislatore europeo ha poi optato per ricondurre tali

²⁶² Considerando n.10 del Regolamento: *"sono elusive le operazioni effettuate tramite costruzioni di puro artificio, che non riflettono la realtà economica ed eludono i meccanismi di controllo e le relative decisioni, ove l'investitore sia in ultima istanza di proprietà di una persona fisica o un'impresa di un paese terzo o da essa controllato"*.

²⁶³ Il Trattato di Roma del 1957 dava vita alla prima unione doganale, che però non ricomprendeva la materia degli IED.

²⁶⁴ La competenza concorrente implica che sia l'Unione europea che gli Stati membri possano adottare atti giuridicamente vincolanti, sebbene questi ultimi esercitino la propria solo nella misura in cui l'Unione non ha esercitato la propria (art. 2, par. 2 TFUE).

²⁶⁵ L'art. 63 TFUE vieta tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri dell'Unione, nonché tra Stati membri e paesi terzi, salvo non risultino necessarie per interessi pubblici legittimi.

²⁶⁶ L'art. 49 TFUE vieta le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro. La libertà di stabilimento importa l'accesso alle attività autonome e al loro esercizio, nonché la costituzione e la gestione di imprese e in particolare di società ai sensi dell'articolo 54, secondo comma, alle condizioni definite dalla legislazione del paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini, fatte salve le disposizioni del capo relativo ai capitali. Inoltre, è opportuno specificare, come spiega in modo limpido R. GAROFOLI in *"Investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative"*, *Federalismi* n.17/2019, p. 6, che è questa libertà (e non, invece, quella di libera circolazione di capitali), a dover essere invocata da chi intende effettuare un investimento diretto straniero che sia funzionale all'acquisizione del controllo della società partecipata. Sono, viceversa da valutare alla luce delle disposizioni del Trattato relative alla libera circolazione dei capitali le misure che attengono a investimenti aventi lo scopo di stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra il finanziatore e l'impresa cui tali fondi sono destinati per l'esercizio di un'attività economica.

operazioni nell'ambito della politica commerciale comune, riconoscendo l'opportunità di affrontare le nuove sfide globali accentuando il peso decisionale in capo all'Unione²⁶⁷ e consentendole di perseguire in modo più efficace i propri interessi nei rapporti commerciali internazionali²⁶⁸.

Ad ogni modo, le norme sulla libera circolazione dei capitali e di stabilimento non sono state estromesse dalla materia, posto che i regimi di *screening* degli investimenti esteri diretti, per definizione, limitano la libera circolazione dei capitali, e si pongono in contrasto con gli ideali di apertura economica che la politica commerciale comune mira a realizzare²⁶⁹. Gli Stati membri – che per il mercato interno, come detto, hanno una competenza concorrente – pur non potendo adottare misure che interferiscono con il libero movimento dei capitali tra Stati europei, e tra Stati europei e Stati terzi, conservano, sulla base delle eccezioni poste dal Titolo IV del TFUE, un certo livello di autonomia tale da permettere loro di limitare le libertà in esame²⁷⁰. Infatti, è essenziale ricordare che l'art. 65 TFUE precisa come tali restrizioni alla circolazione dei capitali “*non debbano costituire un mezzo di discriminazione arbitraria né una restrizione dissimulata alla libera circolazione dei capitali*” perseguendo fini diversi da quelli legittimi. In altre parole, sebbene la norma conferisca all'Unione e agli Stati membri il potere di regolamentare gli IED in modi che, altrimenti, costituirebbero restrizioni inammissibili, tale facoltà non equivale a un potere illimitato di esaminare, bloccare o annullare operazioni proposte o già concluse, rimanendo l'eccezione subordinata al rispetto dei principi di proporzionalità²⁷¹, non discriminazione e certezza del diritto²⁷², che rappresentano condizioni imprescindibili per la legittimità di qualsiasi meccanismo di screening degli investimenti.

²⁶⁷ La riconduzione degli investimenti esteri diretti nell'ambito della politica commerciale comune, infatti, permette all'Unione di legiferare (art. 207, par. 2 TFUE), ma anche di negoziare e concludere *Bilateral investment treaties* con i Paesi terzi (art. 207, par. 3 TFUE), a differenza dei Paesi membri, la cui azione risulta ormai limitata, sebbene non del tutto assente.

²⁶⁸ Il profondo cambiamento nella politica degli investimenti è stato determinato anche in ragione dell'attribuzione esplicita della personalità giuridica propria (Art. 47 TUE, art. 3 par. 2 e art. 216 TFUE), con cui l'Unione europea può firmare trattati internazionali relativi ai suoi settori di competenza.

²⁶⁹ A.J. BERIN, *CFIUS or Sisyphus: toward a European framework for foreign direct investment review*, The George Washington International Law Review, Washington Vol. 51, Fasc. 4, p. 701-727, 2019.

²⁷⁰ In particolare, in forza del par. 1 lett. b) dell'art. 65 del TFUE, la libertà di circolazione di capitali trova un limite nelle esigenze di sicurezza e di ordine pubblico, nonché quando richiesto da motivi imperativi di interesse generale; mentre, per la libertà di stabilimento, si riscontra, negli art. 51 e 52 del TFUE, la possibilità per gli Stati membri di mantenere un regime particolare per le imprese straniere, sempre per motivi di ordine pubblico, pubblica sicurezza e sanità pubblica. Cfr. G. PITRUZZELLA, *Foreign direct investment in EU*, cit. p. 64.

²⁷¹ Si ha violazione del principio di proporzionalità quando un'autorità pubblica tenta di limitare la libera circolazione dei capitali invocando l'articolo 65 TFUE, pur potendo perseguire gli obiettivi di ordine pubblico o sicurezza mediante misure meno restrittive. Cfr. Cause riunite C-163, C-165 e C-250/94, *Sanz de Lera*, 1995 E.C.R. I-4830, punti 23-26.

²⁷² Le parti coinvolte in un'operazione di investimento devono poter comprendere chiaramente le procedure e le regole a cui saranno soggette nell'ambito di un regime di controllo. Cfr. Causa C-54/99, *Église de Scientologie de Paris v. Primo Ministro*, 2000 E.C.R. I-1353, par. 22–239.

Riflessioni conclusive

Quella della sicurezza nazionale – ossia l'interesse primario di proteggere le funzioni essenziali dello Stato e gli interessi fondamentali della società – è una nozione necessariamente cangiante in quanto la definizione di ciò che la costituisce è legata alle determinazioni del potere esecutivo, riferite, a loro volta, ai mutamenti dello scenario internazionale e alle priorità politico-strategiche dello Stato. Discende un vastissimo margine di discrezionalità nel determinare ciò che costituisce una minaccia per la sicurezza nazionale e nello stabilire le misure più idonee per proteggerla. Una tale flessibilità nella definizione porta con sé, tuttavia, il sacrificio della certezza del diritto, e, conseguentemente, un significativo rischio di derive arbitrarie da parte dei poteri dello Stato che basino i loro provvedimenti proprio sulle giustificazioni di sicurezza nazionale. Nei meccanismi di controllo sugli investimenti esteri diretti, ciò si traduce in un alto livello di incertezza per gli operatori economici esteri circa la possibilità di portare a termine operazioni di investimento in questi mercati, con la conseguenza indesiderata di scoraggiare i flussi di capitale in entrata.

Per i Paesi membri, il diritto dell'Unione influisce nell'opera di definizione di interesse nazionale che ogni Stato membro elabora, sostanzialmente richiedendo di considerare, all'interno di ciò che costituisce il proprio interesse nazionale, anche aspetti prettamente inerenti alla sicurezza dell'UE intesa "*as a whole*". Il passaggio è cruciale, posto che, l'aggiunta di tale dimensione sovranazionale della sicurezza comporta un diverso orientamento dell'azione e della formazione delle classi dirigenti dei Paesi membri (sia nel settore pubblico, che in quello privato) ma, ancor più, ha un impatto nell'organizzazione della macchina politico-amministrativa degli Stati, chiamata ad individuare funzioni e compiti, nonché priorità strategiche, anche sulla base di un ordine di esigenze ulteriore rispetto a quello suo proprio. Di primario rilievo, a conferma dell'esistenza di una dimensione sovranazionale della sicurezza, si sono viste essere, nel quadro del Regolamento 2019/452, le specifiche attenzioni riservate ai programmi di interesse europeo, che testimoniano la consapevolezza del bisogno di tutelare un interesse proprio dell'UE che si pone accanto a quello degli Stati membri.

In Italia, la notevole estensione dell'ambito di applicazione della normativa avutasi dal 2012 ad oggi, realizzata, da un lato, ampliando i settori strategici, e, dall'altro, individuando le attività e gli attivi strategici con definizioni

dai contorni estremamente flessibili (si fa riferimento alle molte formule indeterminate e clausole generali, utilizzate dal Governo proprio per definire le attività e gli attivi strategici), lascia il Governo titolare di un grande margine di manovra. Il giudice amministrativo italiano, con la sua importante pronuncia del 13 aprile 2022²⁷³, ha tuttavia ammesso formulazioni molto generiche delle attività e degli attivi – Il T.A.R. Lazio ha ritenuto, anzi, necessario per l'Esecutivo di disporre di un “*fondamento normativo [...] ampio, elastico, flessibile ed inclusivo, che consentisse di apprestare la massima e più efficace tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti*”²⁷⁴ – ritenendo comunque convincente l'equilibrio che l'ordinamento realizza tra l'esigenza di protezione della sicurezza nazionale e la volontà di mantenere aperto il mercato agli investimenti esteri²⁷⁵. È stata, in questo senso, decisiva l'influenza esercitata dal diritto dell'Unione, che delimitando l'ambito d'intervento pubblico, nonché valorizzando il principio di proporzionalità nell'esercizio dei poteri speciali, funge da contrappeso alle incertezze normative insite alla materia.

Resta fermo che, con la riconduzione all'interno del perimetro di sicurezza nazionale di fattori anche ben lontani dalla tradizionale sfera di sicurezza politico-militare, resta vivo il problema definitorio di tale concetto, che per mantenersi servente rispetto al suo scopo originario – ossia “*la tutela del supremo interesse alla sicurezza dello Stato, inteso nella sua personalità internazionale*” – e, di conseguenza, per poter utilmente orientare i *policymakers* nell'esercizio dell'indirizzo politico, deve sì essere ampio e adattabile alle molteplici minacce odierne, ma non talmente generico da rendersi, in ultimo, privo di qualsiasi significato concreto. In tal senso, si può riflettere su come a fronte di un ampliamento quasi sconfinato della concezione di sicurezza nazionale – nel cui ambito ricadono ormai, quasi indiscriminatamente, innumerevoli fattispecie – si possa valutare l'opportunità, specie in sede giurisdizionale, di adottare un approccio differenziato, che consenta di trattare le

²⁷³ Si tratta dell'importante pronuncia del TAR Lazio, sez. I, del 13 aprile 2022 n. 4488, in cui è stata ritenuta conforme alla legge l'individuazione, seppure in termini assai lati, degli ambiti strategici da parte del Governo. Nella specie, veniva contestata la legittimità dell'art. 11, comma 1, lett. c), DPCM. n. 179/2020, che si riferiva genericamente ad ogni “attività economica di rilevanza strategica e all'approvvigionamento di fattori produttivi critici della filiera agroalimentare” per individuare gli attivi strategici nel settore agroalimentare. La vicenda Verisem – Sygenta è approfondita nei suoi vari aspetti da M. LONARDI, *Golden powers e sicurezza alimentare: il caso Sygenta*, Rivista della Regolazione dei mercati, fascicolo n.2, 2022.

²⁷⁴ L. BELVISO, *Il caso Cedacri: la continua espansione del perimetro del golden power e il sindacato del giudice amministrativo sui poteri speciali*, in Diritto processuale Amministrativo, fasc. 4, 2024, pag. 950.

²⁷⁵ Il TAR Lazio, invero, ha sostenuto che l'indeterminatezza della formulazione dei regolamenti contestati non determini alcuna illegittimità, con ciò autorizzando il Governo a esercitare un'ampissima discrezionalità in sede provvedimentale. Nella specie, veniva contestata la legittimità dell'art. 11, comma 1, lett. c), DPCM. n. 179/2020, che si riferiva genericamente ad ogni “attività economica di rilevanza strategica e all'approvvigionamento di fattori produttivi critici della filiera agroalimentare” per individuare gli attivi strategici nel settore agroalimentare. Cfr. TAR Lazio, sez. I, 13 aprile 2022 n. 4488.

questioni tradizionalmente associate al nucleo duro della sicurezza nazionale con la consueta deferenza rispetto alle determinazioni dell'Esecutivo, ma di affrontare con maggiore spirito critico le scelte basate su concezioni ampie e moderne della stessa, sviluppando in tal modo una gerarchia delle questioni legate alla materia.

SEZIONE II

IL RAPPORTO TRA GOLDEN POWER E DISCIPLINA DI SETTORE

L'INTERAZIONE TRA IL REGOLAMENTO SULLO SCREENING DEGLI INVESTIMENTI ESTERI DIRETTI E IL REGOLAMENTO SULLE SOVVENZIONI ESTERE, TRA ESIGENZE DI COORDINAMENTO E POTENZIALI CONFLITTI

Amelia Fiore

1. Introduzione. Il contesto geopolitico della sovvenzione estera

Negli ultimi anni, l'Unione europea si è trovata ad affrontare cambiamenti sistemici e mutamenti geopolitici globali che ne hanno influenzato l'azione esterna e hanno messo in discussione lo storico approccio al mercato globale e al mondo degli investimenti esteri.

Tradizionalmente, infatti, il mercato dell'UE era sempre stato un aperto agli investimenti e ai capitali esteri, incoraggiati in ragione di una visione competitiva dell'economia dell'eurozona e da un approccio ideologicamente orientato a una concezione del mercato in cui i flussi di investimento rappresentavano esclusivamente opportunità di crescita e di posizionamento nell'agone globale. Per un certo periodo nella storia dell'Unione, è stato effettivamente così²⁷⁶. L'ottica mercantilista che reggeva le politiche dell'eurozona

²⁷⁶ Il mercato dell'UE rimane un mercato storicamente aperto al flusso di capitali e di investimenti esteri in entrata. Solo nel 2016 il 3% delle imprese dell'Unione era detenuto o controllato da investitori extra-UE, rappresentando il 35 % delle attività totali presenti nell'UE. Fonte: LIBRO BIANCO *relativo all'introduzione di pari condizioni di concorrenza in materia di sovvenzioni estere*, Bruxelles, 17.6.2020 COM (2020) 253 final.

giustificava appieno un mercato aperto e competitivo, e garantiva di per sé, attraverso la capacità dell'UE di attirare investimenti e di competere con i *trading partners* mondiali, il posizionamento non solo economico ma anche, per certi versi, politico dell'Unione nel mondo. Questa strategia, che potremmo definire esclusivamente mercantilista, si fondava su un mondo che, per struttura, dinamiche di interrelazione e per l'assenza di determinati attori sulla scena globale, appariva molto diverso da quello attuale.

Negli ultimi decenni, infatti, la situazione globale è profondamente cambiata. L'insorgenza di nuovi attori nell'agone internazionale, quali la Repubblica Popolare Cinese (RPC) ha determinato un mutamento delle dinamiche internazionali e una visione strategicamente orientata dei flussi di investimento, considerati come fattori essenziali del posizionamento politico ed economico internazionale.

La Cina, nello specifico, ha promosso attivamente fin dagli anni Ottanta una politica di espansione nei mercati esteri, rafforzando le esportazioni e sviluppando una strategia di investimenti nelle economie globali volta a consolidare un posizionamento preciso, attraverso l'acquisizione di quote e partecipazioni rilevanti in *asset* fondamentali²⁷⁷.

Coadiuvata da un approccio improntato al capitalismo di Stato²⁷⁸, il programma di investimenti e sovvenzioni cinese si è sviluppato secondo strategie mirate, come la *China's 'going out' policy*²⁷⁹ e il molto discusso *Made in China 2025*²⁸⁰. Attraverso questo programma, la Cina ha incoraggiato attivamente un piano su larga scala di esportazione di imprese e capitali all'interno del tessuto economico dei paesi esteri, in particolar modo nei settori strategicamente rilevanti dell'alta tecnologia e dei semiconduttori. Il nuovo approccio cinese al

²⁷⁷ Si veda CORTE DEI CONTI EUROPEA, *La risposta dell'UE alla strategia cinese di investimenti guidati dallo Stato*, Analisi no.03, 2020, al sito: https://www.eca.europa.eu/lists/ecadocuments/rw20_03/rw_eu_response_to_china_it.pdf.

²⁷⁸ A proposito del capitalismo di Stato di impronta cinese, vi è molta letteratura scientifica. In questa sede si rimanda, *ex multis*, a A. ARESU, *Le potenze del capitalismo politico. Stati Uniti e Cina*, Milano, 2020; LI, XI AND LIU, XUEWEN AND WANG, YONG, *A Model of China's State Capitalism* (August 2015), al sito: <https://ssrn.com/abstract=2061521> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2061521>; M. PEARSON, M. RITHMIRE, K.S. TSAI, *Party-State Capitalism in China*, in *Current History*, September 2021; L.W. LIN, C.J. MILHAUPT, *We Are the (National) Champions: Understanding the Mechanisms of State Capitalism in China*, in *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 40, N. 3, 2013.

²⁷⁹ V.: H. WANG, *A Deeper Look At China's "Going Out" Policy in Cigi*, Marzo 2016, al sito: https://www.cigionline.org/static/documents/hongying_wang_mar2016_web.pdf; N. SALIDJANOVA, *Going Out: An Overview of China's Outward Foreign Direct Investment in USCC Staff Research Report*, March 30, 2011, al sito: <https://www.uscc.gov/sites/default/files/Research/GoingOut.pdf>.

²⁸⁰ V.: J. WÜBBEKE, M. MEISSNER, M. J. ZENGLEIN, J. IVES, B. CONRAD, *Made in China 2025. The making of a high-tech superpower and consequences for industrial countries in Merics*, 12 Agosto 2016, al sito: <https://merics.org/en/report/made-china-2025>; V. CROCHET, V. HEGDE, *China's 'Going Global' Policy: Transnational Production Subsidies Under the WTO SCM Agreement*, cit.; J. MCBRIDE, A. CHATZKY, *Is 'Made in China 2025' a Threat to Global Trade? in Council on Foreign Relations*, 13 Maggio 2019, al sito: <https://www.cfr.org/background/made-china-2025-threat-global-trade#:~:text=The%20government%20will%20increase%20direct,Foreign%20investment%20and%20acquisitions>.

capitalismo, con l'implementazione del già citato modello di capitalismo di Stato, ridisegna dunque i confini del rapporto tra politica ed economia, costringendo l'Unione Europea a confrontarsi con un modello di azione economica del tutto nuovo. In questa prospettiva, il flusso di capitali diventa veicolo di interessi geopolitici, e gli investimenti e i sovvenzionamenti esteri, anziché ubbidire a logica esclusivamente economicista, sono mossi da strategie politiche ed economiche di più vasta portata²⁸¹.

In questo contesto, è importante considerare come i capitali strategicamente orientati in entrata in Europa possono assumere varie forme e declinarsi in molteplici modi. Uno degli strumenti cardine a disposizione degli Stati è proprio la sovvenzione, la cui natura e i cui scopi sono cambiati radicalmente anche per effetto della globalizzazione e dei mutamenti del capitalismo globale e delle relazioni di potere tra Stati.

Negli ultimi decenni, difatti, nel mercato dell'UE si è registrato un notevole incremento del fenomeno del sovvenzionamento estero, consistente in sovvenzioni provenienti da governi di paesi terzi e diretti a imprese collocate nel territorio dell'Unione²⁸².

La necessità di un adeguamento degli strumenti sistemici messi in campo dall'UE era amplificata dalla circostanza che la maggior parte dei sovvenzionamenti provenienti da paesi extra-UE risultavano veicolati attraverso le *state owned enterprises* (SOEs). Questi ultimi si attestavano quali enti ibridi, nei quali il governo detiene significative quote di partecipazione e di controllo²⁸³, indirizzandone le scelte strategiche. In questo senso, il sostegno finanziario veicolato dalle SOEs costituisce una parte importante della strategia di espansione economica e politica cinese. I sussidi, diretti e indiretti, destinati alle SOEs da parte del governo di

²⁸¹ Il mutamento del paradigma politico ed economico ha comportato un progressivo cambiamento del ruolo dello Stato nella sua azione economica, fino ad arrivare a quello che la dottrina definisce Stato stratega. V. R. GAROFOLI, *Il controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, (ed. G. NAPOLITANO) in *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, 2019.

²⁸² V.: V. CROCHET, M. GUSTAFSSON, *Lawful Remedy or Illegal Response? Resolving the Issue of Foreign Subsidization under WTO Law* in *World Trade Review*, 20, 2021, pp. 343–36. Si consenta anche citare la Tesi dottorale dell'Autrice: A. FIORE, *Le sovvenzioni estere e le misure compensative alle distorsioni statali nel diritto internazionale*, Università degli Studi di Trento, anno accademico 2024/2025. Il presente contributo rielabora, limitatamente al tema delle sovvenzioni estere, quanto espresso nella Tesi di dottorato.

²⁸³ Fonte: *What is a State-Owned Enterprise?*, in Owlin, disponibile al sito: <https://owlin.com/state-owned-enterprises/>. Si veda anche W. KENTON, *What Is a State-Owned Enterprise (SOE), and How Does It Work?* in *Investopedia*, 29 Settembre 2020, al sito: <https://www.investopedia.com/terms/s/soe.asp>. Per un'analisi sull'impatto delle SOEs in Europa, si veda: EUROPEAN COMMISSION, *State-Owned Enterprises in the EU: Lessons Learnt and Ways Forward in a Post-Crisis Context*, Institutional Paper 031 | July 2016, disponibile al sito: https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-07/ip031_en.pdf.

Pechino, rappresentano una consistente porzione del PIL interno, aggirandosi intorno all'1,3-1,6% annuo. Le imprese statali, inoltre, catalizzano quasi un terzo del totale dei sussidi diretti elargiti dal governo cinese²⁸⁴.

Questi numeri risultano coerenti con il massiccio dispiego di energie politiche e di investimenti pubblici economici che ha portato alla realizzazione della *Belt and Road Initiative*, un vasto progetto infrastrutturale globale lanciato nel 2013 dal presidente Xi Jinping, apice della strategia espansionistica del capitalismo di Stato cinese sui mercati esteri²⁸⁵.

2. L'evoluzione del paradigma dell'UE in materia di regole della concorrenza

Negli ultimi decenni, dunque, si è assistito a un cambiamento strutturale del paradigma classico (o, quantomeno, tipico della modernità liberale) relativo al rapporto tra Stato e mercato. La re-insorgenza sulla scena mondiale di nuovi attori del mercato globale, portatori di una diversa idea di capitalismo e di un rinnovato rapporto tra potere pubblico e mercato, ha reso necessario per l'UE un cambiamento di approccio.

Nelle “linee invisibili”²⁸⁶ di questa guerra economica²⁸⁷, in cui anche i meccanismi regolatori sono considerabili quali strumenti di *lawfare*, l'UE si è trovata del tutto sguarnita di strumenti normativi appropriati.

L'inefficacia dell'arsenale giuridico europeo, nonostante i numerosi richiami e nonostante fosse stato già predisposto il Regolamento (UE) 2019/452 per l'istituzione di un quadro comune per lo *screening* degli investimenti esteri diretti in entrata in Europa, si era resa evidente a seguito della vicenda che aveva riguardato la mancata fusione dei due gruppi societari *Siemens/Alstom*. Nel caso in esame, la Commissione aveva rifiutato

²⁸⁴ V.: EUROPEAN COMMISSION, *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on foreign subsidies distorting the internal market*, Brussels, 5.5.2021 SWD (2021) 99 final, para 1; BUSINESS EUROPE, *The Eu and China: Addressing The Systemic Challenge*, January 2020, disponibile al sito: https://www.businesseurope.eu/wp-content/uploads/2025/02/the_eu_and_china_full_february_2020_version_for_screen-889-1.pdf.

²⁸⁵ V.: MCBRIDE J., BERMAN N., CHATZKY A., *China's Massive Belt and Road Initiative*, in *Council on Foreign Relations*, 2 febbraio 2023; SUTHERLAND D., ANDERSON J., BAILEY N., ALON I., *Policy, institutional fragility, and Chinese outward foreign direct investment: An empirical examination of the Belt and Road Initiative in Journal of International Business Policy*, 3, 2020, WANG H., *China's Approach to the Belt and Road Initiative: Scope, Character and Sustainability in Journal of International Economic Law*, Volume 22, Issue 1, March 2019, A. MISKIMMON, B. O'LOUGHLIN, J. ZENG (eds.) *One Belt, One Road, One Story? Towards an EU-China Strategic Narrative*, 2021; BELT AND ROAD PORTAL, al sito: <https://eng.yidaiyilu.gov.cn/>.

²⁸⁶ Per l'espressione si fa riferimento a L. PICOTTI, *Linee invisibili. Geografie del potere tra confini e mercati*, Egea, 2025.

²⁸⁷ Si segnala *ex multis* L. ARNAUDO, *À l'économie comme à la guerre. Note su golden power, concorrenza e geo-economia in Mercato Concorrenza Regole*, Fascicolo 3/2017, dicembre 2017.

di approvare la richiesta di fusione delle due distinte compagnie *Siemens AG* e *Alstom SA*, poiché la considerava incompatibile con il mantenimento delle condizioni di concorrenza nel mercato interno. Degno di nota, in questa vicenda, è che la Commissione abbia respinto le preoccupazioni avanzate dalle due società in merito al rischio rappresentato dall'influenza esercitata dalla cinese *CRRC Corporation Limited* (CRRC)²⁸⁸ sulla parità delle condizioni di concorrenza del mercato interno. La Commissione riteneva poco probabile un ingresso di questa società nel tessuto economico comunitario²⁸⁹. A dispetto delle convinzioni espresse dalla Commissione, l'anno successivo la CRRC acquisiva la *Vossloh*, azienda strategica nel settore delle ferrovie e delle infrastrutture in Germania²⁹⁰. L'importanza logistica acquisita dall'impresa statale cinese nel panorama degli asset comunitari in materia di infrastrutture, unita all'incapacità di visione strategica dimostrata dalla Commissione, solleva alcune riflessioni fondamentali.

Prima di ogni altra considerazione di natura giuridica, è opportuno evidenziare che la decisione della Commissione si sia rivelata miope e poco accorta nella valutazione dei rischi rappresentati da un gruppo come CRRC, di proprietà cinese e leader nei settori chiave della logistica. A ben vedere, la valutazione della Commissione, nel ritenere poco probabile un coinvolgimento diretto della CRRC in Europa, rappresenta uno specchio fedele della situazione politica dell'Unione fino a pochi anni fa. Essa dimostra come le valutazioni (anche di natura economica) delle istituzioni comunitarie fossero guidate da una logica puramente mercatista e concorrenziale. Tale logica appare ormai superata, nei fatti, dalla realtà storica di un contesto geopolitico mondiale ben più complesso. Già nel febbraio del 2017, peraltro, i Ministri dell'Economia e delle Finanze della Germania, della Francia e dell'Italia avevano inviato alla Commissione una lettera in cui invocavano una maggiore reciprocità nelle condizioni di concorrenza tra le imprese comunitarie e quelle dei paesi extra-UE.

²⁸⁸ Off track: The role of China's CRRC in the global railcar market", *Oxford Economics*, 2022, al sito: <https://www.oxfordeconomics.com/resource/off-track-the-role-of-chinas-crrc-in-the-global-railcar-market/>; F. MALTE, *The Eu's New Foreign Subsidy Regulation on Collision Course with the Wto in Common Market Law Review*, 60, 2023.

²⁸⁹ Sul caso *Siemens/Alstom* si faccia riferimento a L. PANG, *The Siemens/Alstom Merger Case: How European Merger Policy Respond to Global Competition*, in *Dublin Law and Politics Review*, vol. 1, no. 1, July 2020; R. KLOTZ, *What Will Be the Size of the EU Competition Policy Reform: XS, M or XXL?*, in *European Competition and Regulatory Law Review (CoRe)*, vol. 4, no. 1, 2020; EUROPEAN COMMISSION, *Mergers: Commission prohibits Siemens' proposed acquisition of Alstom*: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_19_881; EUROPEAN COMMISSION, EUROPEAN POLITICAL STRATEGY CENTRE, *EU industrial policy after Siemens-Alstom – Finding a new balance between openness and protection*, Publications Office, 2019, al sito: <https://data.europa.eu/doi/10.2872/153809>. La sintesi della decisione della Commissione del 6 febbraio 2019 (Caso M.8677 — Siemens/Alstom), è disponibile al sito: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019M8677\(02\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019M8677(02)).

²⁹⁰ Si veda DATENNA, *The sale of Vossloh Locomotives to Chinese state actors: risk or mutual opportunity?*, disponibile al sito: <https://www.datenna.com/resources/the-acquisition-of-vossloh-locomotives/>.

Tuttavia, come dimostra la vicenda della mancata fusione della *Siemens/Alstom* e dell'acquisizione della *Vossloh*, è chiaro che il monito era rimasto, almeno fino al 2020, inascoltato²⁹¹.

Oltre che ai limiti politici, la vicenda in esame ha dimostrato anche la mancanza di strumenti giuridici adeguati nell'Unione europea. Il *corpus* normativo dell'UE in materia di concorrenza non riesce a correggere gli squilibri di mercato generati dai capitali esteri. In particolare, le regole sugli aiuti di Stato non sono in grado di intercettare le distorsioni derivanti dai sovvenzionamenti provenienti da paesi terzi. La disciplina comunitaria sugli aiuti di Stato, contenuta negli articoli 107-108 TFUE, è concepita per garantire che la concorrenza nel mercato interno non venga alterata dai vantaggi economici concessi dagli Stati membri alle imprese²⁹².

Di contro, gli aiuti governativi provenienti da paesi extra-UE non erano disciplinati e potevano liberamente finanziare le imprese operanti nel territorio dell'Unione, alterandone la concorrenza. Si creava, in questo modo, una disparità di trattamento tra le imprese a seconda che il sostegno pubblico provenisse da un paese UE o extra-UE. La questione risulta ancor più problematica se si tiene conto della varietà di forme che il sovvenzionamento estero può assumere. I sussidi esteri, infatti, possono essere concessi sotto forma di prestiti a tasso zero, garanzie statali illimitate, accordi fiscali a tassazione nulla oppure finanziamenti pubblici dedicati etc. Molti di questi contributi sarebbero stati considerati vietati — o quantomeno problematici — se concessi dagli Stati membri alle proprie imprese, mentre risultavano perfettamente legittimi quando provenienti da un paese terzo.

Il capitale provenienti dai paesi extra-UE, dunque, pone una duplice sfida. Da un lato, come sottolineato dalla stessa Unione europea, l'ingresso di tali capitali solleva numerosi problemi di tutela della parità delle condizioni di concorrenza per le imprese operanti nel territorio dell'UE, a causa delle differenze nelle condizioni di mercato. Tale criticità è ulteriormente accentuata dal fatto che le norme sugli aiuti di Stato non si applicano ai sussidi

²⁹¹ *Germany, France, Italy urge rethink of foreign investment in EU*, disponibile al sito: <https://www.reuters.com/article/uk-eu-trade-france-idUKKBN15T1ND>.

²⁹² Si veda N.C. RODRIGUES, *Filling the Regulatory Gap to Address Foreign Subsidies: The EC's Search for a Level Playing Field Within the Internal Market*, in *Extraterritoriality of EU Economic Law. The Application of EU Economic Law Outside the Territory of the EU*, 2021, p. 209. Si consenta di citare A. FIORE, *Le sovvenzioni estere e le misure compensative alle distorsioni statali nel diritto internazionale*, cit.

esteri. Dall'altro lato, i capitali provenienti da paesi terzi, soprattutto se di matrice governativa e veicolati da imprese statali, rappresentano un significativo rischio per la sicurezza interna dell'UE. *Europe is open but not naïve*, sanciva Jean-Claude Juncker nel 2017 a seguito di lungo dibattito, e la nuova dichiarazione di intenti segnava un chiaro cambio di passo nella politica dell'UE²⁹³.

3. Il Regolamento UE 2019/452, tra meccanismi e limiti del controllo sugli investimenti esteri

Le problematiche concernenti la sicurezza dell'UE erano state già parzialmente affrontate con la predisposizione del Reg. (UE) 2019/452, che istituisce per la prima volta un quadro comune a tutti gli Stati membri per il controllo degli investimenti esteri diretti (IDE).

Pur rappresentando, come hanno sottolineato molti autori, un tentativo di modellare — o, quantomeno, di non subire passivamente — gli effetti della globalizzazione²⁹⁴, il Regolamento sullo *screening* degli investimenti esteri diretti costituisce il primo esempio di una nuova politica economica dell'UE. Tale politica mira a promuovere un'agenda commerciale che ridà significato al concetto di sovranità, un concetto che, per la natura stessa dell'Unione e per i meccanismi di integrazione, non rientra tradizionalmente nel linguaggio dell'UE. Il significato da attribuire al concetto di sovranità dell'Unione europea, infatti, può risultare ambiguo, sia per la natura giuridica dell'Unione che per i meccanismi politici e giuridici di coordinamento tra Bruxelles e gli Stati membri. Tuttavia, è interessante osservare come, almeno in questa fase, l'idea di sovranità in Europa si stia definendo soprattutto in relazione al concetto di sicurezza, o, più precisamente, alla ricerca di una sicurezza comune per l'Unione. Il Regolamento sullo *screening* degli IDE, pur con i suoi limiti, rappresenta un cambio di passo in Europa, poiché risponde all'esigenza di garantire un quadro comune di protezione dagli investimenti

²⁹³ V.: EUROPEAN COMMISSION, *President Jean-Claude Juncker's State of the Union Address 2017*, 13 Settembre 2017, al sito: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_17_3165.

²⁹⁴ V.G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale* in *Rivista della Regolazione dei mercati*, Fascicolo 1| 2019, al sito: https://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it/Article/Archive/index_html?ida=161&idn=11&idi=-1&idu=-1.

esteri potenzialmente rischiosi. Al contempo costituisce, sia pur in maniera parziale e indiretta, un primo tassello per comprendere cosa sia e come si realizzi la sicurezza economica nell'UE.

Tuttavia, è bene considerare come il Reg. UE 2019/452 parta con un'ambiguità di fondo, perché si inserisce in un mercato comune che, come abbiamo visto, favorisce l'ingresso dei capitali esteri in Europa²⁹⁵.

Tale strumento regolatorio, nelle sue linee essenziali, stabilisce un meccanismo di cooperazione tra Stati membri e Commissione basato sulle esigenze di tutela dell'ordine pubblico e della sicurezza nazionale. I meccanismi procedurali di cooperazione differiscono a seconda della circostanza che gli investimenti esteri diretti siano o meno oggetto di un controllo in corso a livello nazionale²⁹⁶. Nel primo caso, è onere dello Stato membro notificare, tanto agli altri Stati membri che alla Commissione, gli investimenti esteri nel territorio soggetti a un controllo nazionale.

È prevista la possibilità di includere una lista di Stati Membri in cui si ritiene che la sicurezza e l'ordine pubblico possano subire effetti negativi. Gli altri Stati membri, qualora ritengano di essere potenzialmente danneggiati da un investimento estero diretto sul territorio di un altro Stato membro, possono formulare osservazioni da inviare allo Stato interessato dall'investimento e alla Commissione. La Commissione, a sua volta, può formulare osservazioni qualora ritenga che un investimento estero soggetto a un controllo in corso possa incidere sulla sicurezza e sull'ordine pubblico di più di uno Stato membro, indipendentemente dalle osservazioni degli altri Stati membri. Lo Stato che conduce lo *screening* deve tenere in debita considerazione queste osservazioni, pur mantenendo una competenza esclusiva sulla decisione finale dell'investimento²⁹⁷.

Nel caso in cui, invece, l'investimento estero (realizzato o in programma) non sia oggetto di uno scrutinio nazionale, la Commissione o lo Stato membro che ritenga messa in pericolo la propria sicurezza nazionale

²⁹⁵ *Ibidem*.

²⁹⁶ *Ibidem*.

²⁹⁷ Reg. (UE) 2019/452, art. 6.

possono formulare, rispettivamente, un parere o delle osservazioni. Inoltre, la Commissione ha la facoltà di emettere un parere indipendentemente dalle osservazioni degli altri Stati membri²⁹⁸.

A questo meccanismo di cooperazione si affianca anche un controllo di tipo verticale posto a carico della Commissione. Quest'ultima può redigere un parere destinato allo Stato membro *target* di un investimento estero diretto, programmato o già realizzato, quando quest'ultimo rischia di incidere su progetti o programmi di interesse per l'Unione per motivi di sicurezza o di ordine pubblico²⁹⁹.

Il Reg. UE 2019/452 rappresenta il primo compiuto tentativo di conciliare la tradizionale vocazione mercantilista dell'UE con un approccio attento alla sicurezza e all'ordine pubblico. Esso introduce un metodo sinergico di cooperazione, sia orizzontale tra gli Stati membri, sia verticale con la Commissione, volto a garantire una valutazione coordinata degli investimenti esteri. Nel complesso, tale Regolamento ha incrementato il numero di Stati membri dotati di meccanismi nazionali di *screening* e ha semplificato le valutazioni degli Stati *target* degli investimenti, contribuendo a definire in modo ampio i confini della sicurezza nazionale e comunitaria. Non da ultimo, ha rafforzato il ruolo della Commissione nella rilevazione della pericolosità degli investimenti, ampliandone le competenze rispetto a quelle degli Stati membri e consentendole un controllo più autonomo³⁰⁰.

Nonostante questi progressi, il Reg. UE 2019/452 presenta ancora diverse criticità, aggravate dal fatto che non tutti gli Stati membri hanno adottato misure nazionali di controllo sugli investimenti in entrata. Ulteriori difficoltà emergono nella gestione delle notifiche “multigiurisdizionali”, relative a un'unica impresa operante in più Stati membri, che sollevano problemi di efficienza e tempestività del controllo³⁰¹.

Al fine di ovviare a tali criticità e di assicurare un impianto regolatorio più vincolante rispetto alla flessibilità del meccanismo di cooperazione tra Stati membri e Commissione, l'Unione europea sta elaborando — seppur con ritardi e incertezze — una Proposta di Regolamento in materia di *screening* degli IDE (da qui: Proposta), volta

²⁹⁸ Reg. (UE) 2019/452, art. 7.

²⁹⁹ Reg. (UE) 2019/452, art. 8.

³⁰⁰ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio.

³⁰¹ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, par 1.1.

ad abrogare il Reg. UE 2019/452³⁰². Oltre ad introdurre un obbligo per gli Stati di dotarsi di meccanismi nazionali di *screening*, la nuova Proposta di regolamento mira ad espandere l'ambito di applicazione del controllo comunitario sugli investimenti, sottoponendo a indagine anche «*un investimento di qualsiasi tipo effettuato da un investitore estero attraverso la propria impresa figlia nell'Unione*»³⁰³. Inoltre, la nuova Proposta di Regolamento appare destinata ad estendere i poteri e le competenze della Commissione oltre i limiti previsti dall'art. 4(2) TUE, talvolta a detrimento delle esigenze di tutela della sicurezza nazionale degli Stati membri.

4. Verso la parità delle condizioni di concorrenza: il Regolamento UE 2022/2560

Esulando dalle questioni di sicurezza e al fine di parificare le condizioni di concorrenza rispetto alle sovvenzioni estere, l'UE ha recentemente adottato il nuovo Regolamento (UE) 2022/2560 sulle sovvenzioni estere che distorcono il mercato interno. Tramite questo Regolamento si imprime un nuovo corso all'aumento *de facto* dei poteri della Commissione nel controllo dei capitali provenienti da paesi terzi.

Come già evidenziato, il *corpus* normativo dell'UE era del tutto sprovvisto di strumenti giuridici volti a intercettare e valutare le sovvenzioni estere in entrata. Di conseguenza, l'UE non disponeva di un meccanismo capace di vagliare i capitali, potenzialmente strategici, provenienti da autorità statali di paesi terzi e destinati a imprese localizzate nel territorio dell'Unione. In una prospettiva più ampia, oltre alle criticità legate all'insostenibile disparità delle condizioni di concorrenza tra imprese UE ed extra-UE, emergono numerose questioni relative alla salvaguardia della sicurezza nazionale e comunitaria e alla protezione degli *asset* strategici europei, potenziali obiettivi delle strategie espansionistiche di paesi extra-UE.

³⁰² La nuova Proposta è stata presentata il 24 gennaio 2024. Successivamente, l'8 maggio 2025, il Parlamento europeo ha adottato i nuovi emendamenti alla proposta della Commissione (Fonte: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-10-2025-0102_IT.html). In data 11 giugno 2025, il Consiglio dell'UE ha adottato il mandato negoziale (per prenderne visione, qui: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9517-2025-INIT/en/pdf>). Il 17 giugno hanno avuto inizio le negoziazioni interistituzionali ("trilogo"). Un secondo trilogo ha avuto luogo il 23 settembre, mentre un terzo è previsto per la fine di novembre 2025. V.: LEGISLATIVE TRAIN SCHEDULE, *Revision of the foreign direct investment (FDI) screening regulation- In "A new plan for Europe's sustainable prosperity and competitiveness"*, al sito: <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-an-economy-that-works-for-people/file-revision-of-the-fdi-screening-regulation>; V.: GRIMALDIALLIANCE, *Lo screening europeo degli investimenti esteri: verso una nuova regolamentazione*, 14 Luglio 2025, al sito: https://www.grimaldialliance.com/wp-content/uploads/2025/07/GA_FDI-ita-version.pdf.

³⁰³ Proposta di Regolamento, art. 2. Si veda anche D. GALLO, *La recente proposta della Commissione sul controllo degli investimenti esteri diretti, il principio di sussidiarietà e il Parlamento italiano* in rivista.eurojus.it, Fascicolo n. 2 – 2024.

Nonostante ciò, a differenza del Reg. UE 2019/452 sullo *screening* degli IDE, il Regolamento sulle sovvenzioni estere sembra prioritariamente orientato a garantire la parità delle condizioni di concorrenza tra imprese UE ed extra-UE, relegando in secondo piano le questioni di sicurezza e ordine pubblico e limitandosi a valutare le sovvenzioni che incidono negativamente sul mercato interno.

Già nel marzo 2019 il Consiglio europeo sottoponeva alla Commissione la necessità di individuare nuovi strumenti, volti ad affrontare le distorsioni nel mercato unico provocate dalle sovvenzioni estere³⁰⁴. L'impeto riformatore era condiviso anche dal Parlamento europeo, che nel febbraio del 2020 ribadiva alla Commissione l'esigenza di «*aggiungere un pilastro al diritto dell'UE in materia di concorrenza*»³⁰⁵.

Alla luce di queste nuove rivendicazioni espresse dagli organismi comunitari, la questione relativa alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno veniva affrontata per la prima volta nel Libro Bianco adottato dalla Commissione il 17 giugno 2020³⁰⁶. Infine, a conclusione di un *iter* legislativo tutto sommato accelerato, il 12 gennaio 2023 entrava in vigore il Reg. UE 2022/2560. Alla luce dello scenario prima tratteggiato, non v'è dubbio che il Regolamento in esame rappresenti un cambio di passo nell'UE. Il nuovo strumento normativo, difatti, oltre che a colmare un *vulnus* legislativo, rappresenta il tentativo di adeguamento della politica commerciale dell'UE alle nuove sfide del reale.

Il Reg. UE 2022/2560 consente di indagare sulle sovvenzioni estere che distorcono il mercato interno³⁰⁷. Tuttavia, affinché sia rilevante ai fini del Regolamento, il contributo estero deve necessariamente provenire da un Paese terzo e deve beneficiare un'impresa attiva nel mercato europeo, attraverso operazioni commerciali alla stregua di acquisizioni societarie, concentrazioni tra imprese e partecipazioni a gare di appalto pubblico³⁰⁸.

³⁰⁴ V.: COMMISSIONE EUROPEA, *Regolamento sulle sovvenzioni estere*, al sito: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/european-industrial-strategy/foreign-subsidies-regulation_it; RIUNIONE DEL CONSIGLIO EUROPEO (21 e 22 marzo 2019) – *Conclusioni*, Bruxelles, 22 marzo 2019, al sito: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-1-2019-IN/IT/pdf>.

³⁰⁵ V. PARLAMENTO EUROPEO, *Proposta di risoluzione del Parlamento europeo sulla politica di concorrenza – relazione annuale 2019*, 25.2.2020, al sito: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0022_IT.pdf. L'esigenza di approntare nuovi strumenti di tutela della concorrenza contro le sovvenzioni estere in entrata, in particolare, era ribadita al punto 6.

³⁰⁶ LIBRO BIANCO *relativo all'introduzione di pari condizioni di concorrenza in materia di sovvenzioni estere*, Bruxelles, 17.6.2020, al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0253&qid=1656421330157&from=IT>.

³⁰⁷ Regolamento di esecuzione (UE) 2023/1441, (1). Il Regolamento d'esecuzione del 10 luglio 2023 è entrato in vigore il 12 ottobre 2023, e dettagliava le regole procedurali per l'attuazione del Reg. (UE) 2022/2560.

³⁰⁸ Reg. (UE) 2022/2560 (1).

Nelle operazioni di concentrazione tra imprese, il sovvenzionamento estero può influenzare il controllo strategico delle imprese UE mediante l'acquisizione di partecipazioni rilevanti, in grado di incidere sulla *governance* societaria delle imprese *target*. Anche nel caso delle gare d'appalto, l'indebita ingerenza di sussidi esteri potrebbe distorcere la concorrenza interna, consentendo a imprese foraggiate da sovvenzionatori stranieri di aggiudicarsi contratti pubblici, a ingiusto discapito di imprese che non godono dei medesimi finanziamenti pubblici.

Colmando una significativa lacuna nel diritto internazionale e comunitario, il Reg. UE 2022/2560 introduce un'autonoma — e del tutto inedita — definizione di sovvenzione estera. Per il legislatore dell'Unione, difatti, la sovvenzione estera sussiste quando un Paese terzo fornisce direttamente o indirettamente un contributo finanziario tale da conferire un vantaggio a un'impresa operante nel mercato interno. L'ambito di applicazione in cui far rientrare la sovvenzione estera è molto esteso. Ai sensi del Reg. UE 2022/2560, difatti, il contributo finanziario può ricomprendere qualsiasi tipo di trasferimento di fondi o di passività, esenzioni fiscali o rinuncia a entrate altrimenti dovute, e la fornitura o l'acquisto di beni o servizi³⁰⁹.

La sovvenzione estera, quindi, si attesta come «*un contributo finanziario fornito direttamente o indirettamente da un paese terzo che conferisce un vantaggio ed è limitato a una o più imprese o industrie*»³¹⁰, proveniente dal *governo centrale* di un Paese terzo, dalle autorità pubbliche a tutti livelli e anche da *enti privati*, le cui azioni possono essere attribuite direttamente o indirettamente all'autorità statale del paese terzo³¹¹. Come si vede, la casistica del sovvenzionamento estero è molto ampia, e non copre esclusivamente le elargizioni provenienti dai governi dei paesi terzi e diretti nel territorio dell'UE.

Ai sensi del Reg. UE 2022/2560, quindi, un contributo finanziario concesso dal paese terzo può essere erogato tanto dall'amministrazione centrale che dall'amministrazione pubblica a tutti i livelli. Il contributo può essere erogato da un qualsiasi soggetto pubblico straniero le cui azioni possono essere attribuite al paese terzo.

³⁰⁹ Reg. (UE) 2022/2560, art. 3(2).

³¹⁰ Fonte: Eur-LEX, *Regolamento sulle sovvenzioni estere*, disponibile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/foreign-subsidies-regulation.html>.

³¹¹ *Ibidem*.

A questo proposito, occorre tener conto di fattori quali «*le caratteristiche del soggetto in questione e il contesto giuridico ed economico del paese in cui il soggetto opera, compreso il ruolo dell'amministrazione nell'economia*»³¹². Inoltre, in evidente chiave antielusiva, il Reg. UE 2022/2560 riconosce come rilevanti anche le sovvenzioni erogate da soggetti privati che «*possono essere attribuite al paese terzo*»³¹³, purché i privati risultino collegati direttamente o indirettamente al governo di provenienza.

Come anticipato, lo strumento in esame mira a tutelare la concorrenza e la libertà di mercato, piuttosto che a rispondere a preoccupazioni legate alla sicurezza nazionale o dell'Unione. Ciò emerge chiaramente dalle procedure previste dal Regolamento.

Dal punto di vista procedurale, infatti, il Reg. UE 2022/2560 ha elaborato un meccanismo tripartito per l'intercettazione e il controllo di una sovvenzione estera potenzialmente distorsiva della concorrenza interna. Nel momento in cui la Commissione individua un sussidio astrattamente in grado di distorcere la concorrenza può procedere sulla base di due meccanismi di notifica *ex ante* e uno *ex officio*.

Nella prima ipotesi, è previsto un obbligo di notifica *ex ante* per le concentrazioni tra imprese finanziate da un governo extra-UE, qualora la società da acquisire, o almeno una delle parti coinvolte nella fusione o acquisizione, generi un fatturato nell'UE pari ad almeno 500 milioni di euro e il contributo finanziario estero ricevuto negli ultimi tre anni sia pari ad almeno 50 milioni di euro. Parimenti, sarà necessaria una notifica *ex ante* qualora l'operazione commerciale riguardi procedure di appalto pubblico, il cui valore sia pari ad almeno 200 milioni di euro e l'offerta comporti un contributo finanziario estero di almeno 4 milioni di euro per paese extra-UE. L'articolo 9 del Reg. (UE) 2022/2560, inoltre, assume particolare rilievo, in quanto segna un ampliamento *de facto* delle prerogative della Commissione nel controllo dei capitali esteri, segnatamente di provenienza governativa. Tale articolo prevede un meccanismo *ex officio*, attivabile a iniziativa della Commissione stessa, per tutte le operazioni societarie o procedure di appalto pubblico che, pur essendo

³¹² Reg. (UE) 2022/2560, art. 3(2) (b).

³¹³ Reg. (UE) 2022/2560, art. 3(2).

formalmente sottosoglia, presentano caratteristiche tali da poter essere considerate potenzialmente lesive della concorrenza³¹⁴.

A seguito dell'individuazione di una sovvenzione potenzialmente distorsiva, il meccanismo di indagine si completa con ulteriori due fasi. La Commissione provvede a un esame preliminare cui segue, nel caso in cui sussistano indizi concreti circa l'effettiva esistenza di una distorsione nella concorrenza, un'indagine approfondita³¹⁵. Nel caso in cui, all'esito di questa indagine, dovesse essere confermata la lesività della sovvenzione nel momento in cui si innesta nel tessuto economico dell'UE, la Commissione potrà operare una valutazione comparata (il c.d. *balancing test*), previsto dall'art. 6 del Reg. UE 2022/2560. La Commissione potrà valutare se gli eventuali effetti positivi del contributo finanziario estero sul settore sovvenzionato bilancino gli intrinseci effetti negativi prodotti da una sovvenzione distorsiva. In caso di prevalenza degli effetti negativi, la Commissione potrà imporre misure di riparazione, accettare gli eventuali impegni assunti dall'impresa attenzionata o, in ultima istanza, bloccare l'operazione³¹⁶.

Prima di addentrarci sulla disamina delle possibili frizioni e punti di interferenza tra la disciplina dei due Regolamenti, preme sottolineare due aspetti. In primo luogo, non si può fare a meno di considerare la nuova definizione di sovvenzione estera introdotta dal Reg. UE 2022/2560. Quest'ultimo, facendosi carico di un *vulnus* nel panorama internazionale, elabora una definizione autonoma e inedita di sovvenzione estera, pur rimanendo in parte debitore delle nozioni già presenti nel c.d. Regolamento anti-sovvenzioni dell'UE³¹⁷ e nel Regolamento sulla tutela della concorrenza nel settore del trasporto aereo³¹⁸. Inoltre, un parziale richiamo è fatto anche alla definizione di sovvenzione contenuta nella normativa del WTO, in particolar modo negli articoli 1 e 2 del *Agreement on Subsidies and Countervailing Measures* (SCM Agreement)³¹⁹.

³¹⁴ V.: COMMISSIONE EUROPEA, *Regolamento sulle sovvenzioni estere*, al sito: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/european-industrial-strategy/foreign-subsidies-regulation_it.

³¹⁵ Reg. (UE) 2022/2560, artt. 10 e 11.

³¹⁶ Reg. (UE) 2022/2560, art. 7.

³¹⁷ Regolamento (UE) 2016/1037 sulla difesa contro le importazioni oggetto di sovvenzioni provenienti da paesi non membri dell'Unione europea.

³¹⁸ Regolamento (UE) 2019/712 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2019, relativo alla tutela della concorrenza nel settore del trasporto aereo e che abroga il regolamento (CE) n. 868/2004.

³¹⁹ Si veda Libro Bianco relativo all'introduzione di pari condizioni di concorrenza in materia di sovvenzioni estere, Allegato I: Definizione Di Sovvenzione Estera.

In questo senso, e confermando una tendenza generale di questo nuovo strumento normativo, il Reg. (UE) 2022/2560 si configura come un atto “ibrido”, che somma a sé elementi propri tanto della disciplina sugli aiuti di Stato — come il *balancing test*³²⁰ — quanto del Regolamento (UE) sulle concentrazioni, come mostra il riferimento alle soglie di notifica³²¹.

Inoltre, il Reg. UE 2022/2560 evidenzia, nelle sue pieghe procedurali e sostanziali, un aumento *de facto* dei poteri della Commissione. L'incremento della discrezionalità della Commissione trova la sua massima espressione nella disciplina del *balancing test* prevista dal Regolamento stesso. Attraverso il *balancing test*, infatti, la Commissione ha il potere avallare l'ingresso in UE di finanziamenti lesivi della concorrenza interna, qualora producano effetti positivi in relazione ai «*pertinenti obiettivi politici*» dell'Unione, la cui individuazione è rimessa all'esclusiva discrezionalità della Commissione stessa.

5. Le interazioni e sovrapposizioni tra il Regolamento UE 2019/452 e il Regolamento UE 2022/2560

Dalla disamina fin qui condotta, si potrebbe ritenere, *prima facie*, che i due strumenti normativi qui esaminati si pongano in rapporto di specularità, rappresentando l'uno l'altra faccia della medaglia dell'altro. In uno scenario in cui l'UE sta cercando di rivitalizzare e ridefinire la sua azione esterna, reagendo ai posizionamenti strategici dei propri *partner* commerciali, i due Regolamenti si presentano come strumenti tra loro complementari. Il Reg. UE 2019/452, difatti, risponde principalmente alle esigenze di sicurezza e di ordine pubblico, mentre il Reg. UE 2022/2560 mira a garantire la reciprocità della concorrenza tra imprese UE ed extra-UE.

³²⁰ In particolare, il *balancing test* di cui all'art. 6 del Reg. UE 2022/2560 presenta notevoli punti di contatto con la valutazione comparata presente nello *State aid action plan - Less and better targeted state aid : a roadmap for state aid reform 2005–2009*, disponibile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52005DC0107>. Si veda anche H.W. FRIEDERISZICK, L-H RÖLLER, V. VERODEN, *European State Aid Control: an economic framework* in P. BUCCIROSSI (ed.) *Handbook of Antitrust Economics*, Cambridge, Massachusetts, 2007.

³²¹ V.: L. VAN DAMME, *Understanding the Foreign Subsidies Regulation* in *University of Bologna Law Review*, 9,1,2024.; L. HORNKOHL, *Protecting the Internal Market From Subsidisation With the EU State Aid Regime and the Foreign Subsidies Regulation: Two Sides of the Same Coin?* in *Journal of European Competition Law & Practice*, Vol. 14, No. 3, 2023.

L'interazione tra le due discipline è contemplata dallo stesso Reg. UE 2022/2560. Quest'ultimo, difatti, precisa che l'applicabilità del Reg. UE 2019/452 non risulta essere pregiudicata³²², e che la propria disciplina si estende tutti i settori economici, compresi quelli strategici per l'Unione di cui all'art. 4 del Reg. UE 2019/452³²³. La Commissione, inoltre, è tenuta a comunicare *«l'avvio dell'esame preliminare agli Stati membri che le hanno notificato una procedura nazionale a norma del regolamento (UE) 2019/452»*³²⁴.

La precisazione relativa alla possibile interazione tra i due Regolamenti risulta necessaria poiché, in concreto, non sono rari i casi in cui un contributo finanziario proveniente da un governo di un paese terzo e destinato al territorio di uno Stato membro possa attivare tanto lo *screening* previsto dal Reg. (UE) 2019/452 quanto i meccanismi di indagine della Commissione introdotti dal Reg. (UE) 2022/2560. Si pensi al caso di un finanziamento estero che presenti le caratteristiche riconducibili a entrambi i regolamenti. Ciò può accadere quando il contributo provenga da un'impresa con sede in un paese terzo (come previsto da entrambi i Regolamenti), ma risulti indirettamente collegato a un'autorità pubblica del Paese erogante — secondo quanto stabilito dal Reg. (UE) 2022/2560 — e sia destinato a un'impresa situata nel territorio dell'Unione e operante in un settore strategico. In tali circostanze, e come già evidenziato dalla prassi più recente, i due Regolamenti trovano parallela applicazione, imponendo un coordinamento procedurale tra le autorità competenti. Ne è conferma il fatto che, in circa il 50% dei casi esaminati, le attività di controllo e indagine condotte dalla Commissione ai sensi del Reg. (UE) 2022/2560 si siano svolte in parallelo alle procedure nazionali di *golden power*³²⁵ e in applicazione del Reg. (UE) 2019/452 sullo *screening* IDE.

Questa circostanza evidenzia, tra l'altro, come il coordinamento tra le procedure sia imprescindibile. L'intervento delle autorità pubbliche — sia comunitarie che nazionali — sui capitali esteri in entrata coinvolge infatti imprese

³²² Reg. (UE) 2022/2560, art. 44 (3).

³²³ Reg. (UE) 2022/2560, (3).

³²⁴ Reg. (UE) 2022/2560, art. 10 (2).

³²⁵ Si veda a questo proposito: GIANNI&ORIGONI, *I primi cento giorni del Regolamento UE sulle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno: chiarimenti applicativi ed avvio della prima indagine approfondita*, 28 febbraio 2024, al sito: https://www.gop.it/doc_pubblicazioni/1122_i79f10polr_eng.pdf; A. SANDULLI, *Le nuove coordinate dell'intervento pubblico in economia* in *Munus*, 2/2023.

collegate a potenze straniere che considerano l'accesso al mercato interno un elemento decisivo del proprio posizionamento strategico.

La dottrina specialistica, nell'analizzare la possibile interazione tra le due discipline, interpreta i due Regolamenti come legati da un rapporto di *genus* a *species*. Ciò sarebbe determinato dall'ampiezza dell'ambito di applicazione del Reg. (UE) 2022/2560, e dal richiamo ai settori strategici di cui all'art. 4 del Reg. (UE) 2019/452³²⁶. Ed in effetti, seguendo questo ragionamento, la tutela della concorrenza (obiettivo cardine del Reg. (UE) 2022/2560) è immanente a qualsivoglia attività economica, mentre la protezione degli *asset* strategici e della sicurezza comune è più settorializzata. Il campo di applicazione del Reg. (UE) 2019/452, pertanto, può essere contenuto nel Reg. (UE) 2022/2560, ma non viceversa³²⁷.

In realtà, l'interazione tra i due Regolamenti è bidirezionale, e le due discipline sono ampiamente sovrapponibili, come è dimostrabile da alcuni ordini di considerazioni.

In primo luogo, l'eventualità della sovrapposizione emerge già dal testo del Reg. (UE) 2019/452 sullo *screening* degli IDE. L'art. 4(2), nell'enumerare i fattori che Stati membri e Commissione possono considerare per valutare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, fa esplicito riferimento alla provenienza dell'investimento.

Nello specifico, il *fumus* sulla pericolosità del capitale estero è sostenuto dalla circostanza che l'investitore sia «*direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, inclusi organismi statali o forze armate, di un paese terzo, anche attraverso l'assetto proprietario o finanziamenti consistenti*»³²⁸. La concomitanza con quanto statuito nel Reg. (UE) 2022/2560 appare evidente. Ai sensi di questo Regolamento, come visto, la sovvenzione estera è concessa dall'amministrazione centrale o dalle autorità pubbliche a tutti i livelli di un Paese terzo³²⁹.

³²⁶ V.: T. DI PROSPERO, *I regolamenti UE su sovvenzioni estere e investimenti esteri diretti tra complementarità e dissonanze applicative* in *Munus*, 3/2023.

³²⁷ *Ibidem*. Il richiamo è contenuto nel considerando 3 del Reg. (UE) 2022/2560.

³²⁸ Si veda Reg. (UE) 2019/452 art. 4 (2).

³²⁹ Reg. (UE) 2022/2560, art. 3 (2).

La sovrapposizione tra le due discipline risulta pertanto evidente già dalla lettera dei Regolamenti, poiché, sebbene i rispettivi ambiti di applicazione siano differenti, i presupposti per l'intervento possono coincidere quando si tratta di capitali esteri in ingresso nell'Unione erogati, anche solo indirettamente, da autorità governative.

Il potenziale *overlap* normativo tra le due disposizioni appare ulteriormente accentuato da quanto emerso nella Proposta di abrogazione del Reg. (UE) 2019/452 del gennaio 2024. Al fine di ampliare l'ambito di applicazione del Regolamento e colmarne i *deficit* strutturali, si propone di estendere il vaglio dell'Unione a tutti quegli investimenti effettuati da investitori esteri tramite un'impresa figlia stabilita nell'UE³³⁰. In questa circostanza, dunque, sarebbe ancora più realistico immaginare uno scenario in cui un investimento estero, proveniente da un'amministrazione terza e diretto a sovvenzionare un'impresa con sede nel mercato unico europeo, possa essere esaminato dalla Commissione sia per ragioni di sicurezza sia per la tutela della concorrenza.

Inoltre, le definizioni di investimento diretto e di sovvenzione estera, fornite rispettivamente dai due Regolamenti, risultano ampie e sfumate, delineando confini labili e poco netti per la capitalizzazione extra-UE.

La possibilità di sovrapposizione tra le due discipline emerge già dalle prime applicazioni del Reg. (UE) 2022/2560, che in almeno metà dei casi ha riguardato operazioni già soggette a procedimenti nazionali di tipo *golden power*³³¹. Inoltre, le procedure di notifica *ex ante* previste dal Reg. (UE) 2022/2560 sollevano anche questioni relative alla sicurezza e all'ordine pubblico, dando luogo a possibili sovrapposizioni procedurali con il Reg. (UE) 2019/ 452 sullo screening degli IDE. Il nuovo strumento, quindi, comporterebbe l'attivarsi di procedure parallele a livello comunitario, con meccanismi di notifica volti a differenti autorità competenti³³².

³³⁰ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio (7).

³³¹ Si veda, oltre al già citato Gianni&Orioni, E. ZONTA, *From economic security to legal uncertainty: exploring the impact of the FDI screening regulation and foreign subsidies regulation on mergers and acquisitions in the EU* in *Journal of European Competition Law & Practice*, 2025, 16(3); W. WEISS, J. KUPČIK, *Foreign Subsidies Regulation: The new kid on the block in Schönerr*, 30 November 2022, al sito: <https://www.schoenherr.eu/content/foreign-subsidies-regulation-the-new-kid-on-the-block>.

³³² In particolare, il Reg. (UE) 2022/2560 è stato invocato ad oggi in più di 200 operazioni, e si fa chiaro riferimento a un «*growing overlap in enforcement tools*». Si veda J. KILLICK et al., *Two years of the EU Foreign Subsidies Regulation – what dealmakers need to know*, White & Case, 1 July 2025, al sito: <https://www.whitecase.com/insight-alert/two-years-eu-foreign-subsidies-regulation-what-dealmakers-need-know>. Per un'analisi delle potenziali sovrapposizioni tra le discipline, osservate già a partire dalla disamina del Libro bianco sulle sovvenzioni estere, si veda: T. HEINRICH, M. POWELL, O. BERG, T.-M. WIENKE, *European Union-Insight*, White & Case, 30 October 2020, al sito: <https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/european-union>.

Lo stesso Reg. (UE) 2022/2560 tenta di districare la sovrapposizione tra le due procedure con il meccanismo previsto all'art. 10 para 2. Tale disposizione stabilisce che, qualora uno Stato membro informi la Commissione dell'avvio (o anche solo dell'intenzione di avviare) una procedura nazionale di controllo sull'investimento, la Commissione debba comunicare a quello Stato l'inizio del proprio esame preliminare ai sensi del Regolamento³³³. In particolare, la Commissione ha l'onere di comunicare l'inizio dell'esame preliminare agli Stati membri che le hanno notificato l'avvio della procedura nazionale a norma del Reg. (UE) 2019/452 sullo *screening* IDE³³⁴.

Questa disposizione, pur ottemperando ai principi di trasparenza e di buona amministrazione, si scontra con un dato tecnico che rende l'interazione tra i due Regolamenti, sul piano procedurale, complessa e onerosa³³⁵. Il nodo procedurale risiede nel fatto che, a livello comunitario, le notifiche relative ai due Regolamenti sono destinate a uffici diversi, che si avvalgono di personale, strutture e organigrammi differenti. Le notifiche degli Stati membri relative ai capitali sopposti a *screening* ai sensi del Reg. (UE) 2019/452, difatti, sono inviate al DG-TRADE, dipartimento deputato a elaborare e a sviluppare le politiche dell'UE in materia di commercio e di politica economica³³⁶. Le comunicazioni relative alle sovvenzioni estere ai sensi del Reg. (UE) 2022/2560 sono indirizzate, quando riguardano le concentrazioni tra imprese e le procedure *ex officio*, a una differente direzione generale della Commissione, la DG-Competition (DG-COMP). Quest'ultima è responsabile della strategia europea in materia di concorrenza e dell'attuazione delle politiche comunitarie in materia di Antitrust, di fusioni, di aiuti di Stato e di cooperazione internazionale³³⁷. Inoltre, le notifiche relative alle sovvenzioni estere nelle

³³³ Reg. (UE) 2022/2560, art. 10 (2).

³³⁴ Il Reg. (UE) 2022/2560 prevede all'art. 10 (2) che se «l'esame preliminare è avviato in relazione a una procedura di appalto pubblico, la Commissione ne informa anche l'amministrazione aggiudicatrice o l'ente aggiudicatore interessati».

³³⁵ V.: T. DI PROSPERO, *I regolamenti UE su sovvenzioni estere e investimenti esteri diretti tra complementarità e dissonanze applicative*, cit..

³³⁶ Si veda a riguardo, per una panoramica sulle competenze del DG TRADE: EUROPEAN COMMISSION, *Directorate-general Trade and Economic Security*, al sito: https://commission.europa.eu/about/departments-and-executive-agencies/trade-and-economic-security_en.

³³⁷ V.: Development aid, *European Commission Directorate-General for Competition*, al sito: <https://www.developmentaid.org/organizations/view/122321/ec-comp>; e EUROPEAN COMMISSION, *Directorate-general- Competition*, al sito: https://commission.europa.eu/about/departments-and-executive-agencies/competition_en. Ancora, si faccia riferimento a K. BOURGEOIS, B. GEISEL, *Interview: Interview about the Foreign Subsidies Regulation With Eddy de Smijter, Head of the European Commission's International Relations Unit Within DG Competition in Global Trade and Customs Journal*, Volume 19, Issue 4 (2024).

procedure di appalto pubblico devono essere inoltrate al DG-GROW, che si occupa di sostenere e gestire il mercato unico dei servizi e di rafforzarne la *governance*³³⁸.

Nonostante nel marzo 2024 la Commissione abbia istituito una nuova direzione dedicata esclusivamente al Reg. (UE) 2022/2560 all'interno della DG COMP³³⁹, permangono perplessità relative alla capacità e alla celerità del meccanismo di coordinamento tra diversi uffici. La criticità della materia, che tocca punti nevralgici ma complementari quali la sicurezza comune e la tutela della concorrenza, rende forse indispensabile un raccordo amministrativo più stretto. Un approccio sinergico garantirebbe indubbi vantaggi, tanto in termini di certezza del diritto che di alleggerimento degli oneri amministrativi per le imprese, già notevolmente gravate dal coacervo di notifiche via via imposte dalla Commissione.

Tale critica non risponde solo a esigenze pratico-organizzative, ma si ispira a un approccio funzionale. Nonostante la Commissione continui a considerare i due Regolamenti come rispondenti a esigenze del tutto differenti (e, pertanto, destinate a differenti uffici), i confini di applicazione delle due materie sono destinati a farsi sempre meno netti.

L'ampio numero di notifiche presentate ai sensi del Reg. (UE) 2022/2560³⁴⁰ e il prevedibile incremento di quelle destinate al DG-TRADE a seguito dell'entrata in vigore della Proposta, richiedono un meccanismo procedurale ben oliato. In questo scenario, dunque, ben si può immaginare che un investimento estero, nella forma di una sovvenzione proveniente direttamente o indirettamente da un'autorità governativa di un paese terzo, possa capitalizzare indebitamente un'impresa figlia operante nel territorio dell'UE in settori considerati strategici, distorcendo al contempo la concorrenza interna. Tra l'altro, è realistico immaginare, con l'entrata in vigore della Proposta, che gli ambiti di applicazione delle due discipline tenderanno sempre più a sovrapporsi (quantomeno

³³⁸ V.: EUROPEAN COMMISSION, *Directorate-general- Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs*, al sito: https://commission.europa.eu/about/departments-and-executive-agencies/internal-market-industry-entrepreneurship-and-smes_en; EUROPEAN COMMISSION, *Questions and answers*, al sito: https://single-market-economy.ec.europa.eu/single-market/public-procurement/foreign-subsidies-regulation/questions-and-answers_en; EUROPEAN COMMISSION- INTERNAL MARKET, INDUSTRY, ENTREPRENEURSHIP AND SMEs, *Practical information*, al sito: https://single-market-economy.ec.europa.eu/single-market/public-procurement/foreign-subsidies-regulation/practical-information_en.

³³⁹ V.: DENTONS, *The new kid on the block: the growing impact of the Foreign Subsidies Regulation in corporate transactions*, 22 Settembre 2025, al sito: <https://www.dentons.com/en/insights/articles/2025/september/22/the-new-kid-on-the-block>.

³⁴⁰ Ad oggi, il numero di notifiche destinate alla Commissione ha superato le 200. Fonte: DENTONS, *The new kid on the block: the growing impact of the Foreign Subsidies Regulation in corporate transactions*, cit.

in certe circostanze). È del tutto plausibile che un'operazione finanziaria, sostenuta da capitale pubblico straniero, possa toccare le due aree di interesse coperte dai Regolamenti. Si pensi, ad esempio, al settore delle telecomunicazioni e dei servizi essenziali, già normalmente oggetto di attenzione da parte dei gruppi di interesse dei paesi terzi. Questi settori, per la loro dimensione e capillarizzazione nel territorio dell'UE, coinvolgono necessariamente un doppio binario di riflessione, necessitando di essere vagliati non solo per le imprescindibili esigenze di protezione della sicurezza nazionale, ma anche per garantire condizioni di reciprocità e trasparenza nella concorrenza.

Non è del tutto chiaro, quindi, cosa accadrebbe se la stessa operazione commerciale soggetta a entrambe le procedure producesse esiti opposti, una autorizzando l'operazione e l'altro bloccandola. In un caso simile, è plausibile pensare che la Commissione subordinerebbe l'approvazione dell'operazione al rispetto delle misure di riparazione e agli eventuali impegni assunti dall'impresa interessata, al fine di armonizzare le esigenze di tutela della concorrenza e della sicurezza comune. Rimane il dato che ogni DG mantiene le proprie autonome competenze sulle procedure di notifica e la propria autonomia decisionale, senza che esista un meccanismo di raccordo tra le procedure. In caso di esito divergente, dunque, sarà necessario che l'impresa si adegui alle misure richieste da entrambi i Regolamenti.

Tuttavia, il moltiplicarsi di regole in materia di protezione e di concorrenza produce, quale effetto indiretto, la percezione protezionistica delle misure in oggetto da parte dei *trading partners* stranieri. Gli investitori extra-UE rischiano di ritrovarsi, nella migliore delle ipotesi, a dover affrontare il doppio dei gravami procedurali e degli obblighi di notifica, col pericolo di dover ottemperare a misure di riparazione o a impegni³⁴¹.

D'altronde, è innegabile che il flusso globale di investimenti esteri abbia subito una flessione, registrando un *trend* negativo che ha colpito anche l'Europa. Gli investimenti diretti esteri verso le economie sviluppate sono diminuiti nel 2024 del 22%. Risulta significativo il fatto che a trainare questo calo stato sia il risultato negativo

³⁴¹ V.: P. FIGUEROA, J. M. BÖHME, *The Foreign Subsidies Regulation and Foreign Direct Investment: How to Reconcile?* In Kluwer Competition Law Blog, January 9, 2023, al sito: <https://legalblogs.wolterskluwer.com/competition-blog/the-foreign-subsidies-regulation-and-foreign-direct-investment-how-to-reconcile/>.

dell'UE, che ha visto una riduzione degli investimenti pari al 44% ³⁴². Tale dato va letto alla luce delle tensioni geopolitiche e della instabilità dei mercati finanziari che tendono a scoraggiare gli investitori³⁴³. Tuttavia, la percezione protezionistica degli strumenti regolatori predisposti dall'UE, più volte denunciata dal Ministero del commercio cinese (MOFCOM), non ha certamente favorito una inversione di questo andamento. Rileva considerare, a titolo esemplificativo, che il 9 gennaio 2025 il MOFCOM ha concluso che le pratiche dell'Unione Europea nelle indagini sulle imprese cinesi intraprese ai sensi del Reg. (UE) 2022/2560 e delle relative norme di attuazione costituiscono “trade barriers” — quindi barriere al commercio e agli investimenti — sulla base dell'art. 3 delle Regole cinesi per l'indagine sulle barriere al commercio estero³⁴⁴. Un ulteriore segnale dalla (percepita) portata protezionistica dei Regolamenti in esame.

6. Conclusioni

I mutamenti politici ed economici che l'UE ha dovuto fronteggiare hanno reso necessario un adeguamento delle regole della concorrenza e un cambio di passo nella concezione e nell'attuazione della sicurezza interna e della sovranità economica. Tutto ciò si è tradotto, come era prevedibile, in un deciso cambiamento dell'azione esterna dell'UE.

La portata di questo cambiamento è ben visibile a partire dal Reg. (UE) 2019/452, che ha segnato un momento di svolta nell'UE, imponendo un mutamento sostanziale, poiché il Regolamento, rompendo la tradizionale vocazione esclusivamente mercantilista dell'UE, affronta le esigenze proprie della sicurezza e dell'ordine pubblico. Dal punto di vista procedurale, risulta degna di nota la predisposizione di meccanismi sinergici di raccordo, tanto orizzontale che verticale, tra gli Stati membri e la Commissione. Quest'ultima, d'altro canto, sta assumendo prerogative e competenze che vanno ben oltre quelle previste dai Trattati, ingerendosi — se pur in maniera indiretta — nella competenza esclusiva degli Stati sulla sicurezza nazionale.

³⁴² UNCTAD, *2025 World Investment Report- International investment in the digital economy*, 2025, United Nations, al sito: https://unctad.org/system/files/official-document/wir2025_en.pdf.

³⁴³ *Ibidem*, Chapter I, para 3. *Trends by geography*; a.) *Developed economies*, pp. 25 e ss.

³⁴⁴ China Chamber of Commerce to the EU, CCCEU Statement on China Declaring EU's FSR Practices Towards Chinese Companies as Trade and Investment Barriers, 9 January 2025, al sito: http://en.ccceu.eu/2025-01/09/c_4589.htm.

La disciplina prevista dal Reg. (UE) 2019/452 costituisce una prima linea del controllo sul capitale estero in entrata in Europa³⁴⁵, concentrandosi sulle questioni relative alla sicurezza degli investimenti e alla tutela degli *asset* nevralgici per il patrimonio strategico europeo. Tuttavia, la complessità della materia e la pervasività dell'investimento estero nei settori essenziali, ha determinato la necessità di un'ulteriore accelerazione della Commissione in materia di *screening* degli IDE. La nuova Proposta, infatti, non solo impone agli Stati la predisposizione di autonomi strumenti di *screening*, ma sembra espandere l'ambito di applicazione del Regolamento, estendendone la portata anche alle "imprese figlie" della società madre extra-UE.

Tuttavia, la questione relativa ai capitali in entrata pone numerosi problemi anche dal punto di vista della tutela della concorrenza, a causa dell'assenza di condizioni di reciprocità tra le imprese comunitarie e quelle extra-UE. Tale disparità emerge particolarmente quando il contributo finanziario proviene, direttamente o indirettamente, dall'autorità amministrativa a tutti i livelli del paese terzo sotto forma di sovvenzione.

L'incremento delle sovvenzioni estere in UE non è mero effetto della globalizzazione e della libera circolazione dei capitali. Piuttosto, è espressione di un preciso programma di posizionamento strategico globale e di acquisizione di *asset* essenziali da parte di potenze straniere quali la Cina³⁴⁶. In questo senso, dunque, alla questione afferente alla parità delle condizioni di concorrenza, si affianca quella relativa alla tutela delle imprese chiave nei settori strategici dell'Unione, soggette alle ingerenze esterne.

Obbedendo a questa duplice *ratio*, il Reg. (UE) 2022/2560 mira a contrastare le sovvenzioni estere distorsive del mercato interno, attestandosi quale strumento ibrido, che somma a sé elementi propri degli aiuti di Stato e del Regolamento comunitario sulle concentrazioni, quali le soglie di notifica e la procedura di indagine approfondita³⁴⁷.

³⁴⁵ V.: T. DI PROSPERO, *I regolamenti UE su sovvenzioni estere e investimenti esteri diretti tra complementarità e dissonanze applicative*, cit.

³⁴⁶ V.: V. CROCHET, V. HEGDE, *China's 'Going Global' Policy: Transnational Production Subsidies Under the WTO SCM Agreement*, cit.

³⁴⁷ V.: L. HORNKÖHL, *Protecting the Internal Market From Subsidisation With the EU State Aid Regime and the Foreign Subsidies Regulation: Two Sides of the Same Coin?*, cit. Si veda anche X. SU, *A Critical Analysis of the EU's Eclectic Foreign Subsidies Regulation: Can the Level Playing Field Be Achieved in Legal Issues of Economic Integration*, 50, no. 1, 2023.

A una prima disamina, dunque, i due regolamenti potrebbero sembrare speculari, persino complementari. Il Reg. (UE) 2019/452, delineando un quadro comune per lo *screening* degli IDE, rappresenta la prima linea di demarcazione, lo scrutinio base per assicurare il rispetto dei principi della sicurezza e dell'ordine pubblico in UE. Il Reg. (UE) 2022/2560, di contro, sembra rivolgersi principalmente alla tutela della concorrenza, affidando le libere condizioni di mercato alla parificazione delle regole giuridiche per i capitali UE ed extra-UE. Nonostante la percepita portata protezionistica del Reg. (UE) 2022/2560, quest'ultimo si pone in realtà molto più in linea con i modelli classici del diritto della concorrenza comunitario.

Sembrerebbe dunque che l'Unione abbia inteso risolvere l'equazione sul bilanciamento di interessi tra protezione e attrazione degli investimenti attraverso la predisposizione di due strumenti distinti per finalità, che mirano a scandagliare gli investimenti pubblici in entrata in UE sulla base di differenti esigenze. Un investimento in ingresso in UE, qualora provenga da un'autorità governativa e abbia determinate caratteristiche, è soggetto a un "doppio scrutinio" da parte dei due Regolamenti. In questo modo si intende verificare, da un lato, se il contributo in entrata sia lesivo per la sicurezza degli Stati membri; dall'altro, se risulti distorsivo per la concorrenza interna, concedendo un vantaggio ingiustificato a un'impresa con sede nel territorio dell'UE. Questa diversificazione di intenti e prospettive è alla base della divisione amministrativa all'interno della Commissione, che ha inteso suddividere le notifiche relative alle varie procedure tra differenti Direttorati Generali.

Eppure, nonostante questa apparente linearità, l'ambito di applicazione delle due discipline tende a sovrapporsi, con il rischio di ripercussioni procedurali sul piano tecnico. La divisione delle notifiche in tre differenti uffici (ricordiamo: il DG- TRADE per le procedure ai sensi del Reg. (UE) 2019/452; il DG-COMP e DG-GROW per il Regolamento 2022/2560 nel caso in cui si tratti, rispettivamente, di concentrazioni tra imprese o di appalti pubblici), rischia di duplicare gli oneri di notifica a discapito delle imprese, allungando i tempi procedurali. Inoltre, e più gravemente, la biforcazione delle procedure in apparati distinti potrebbe condurre a esiti del tutto opposti, creandosi la paradossale situazione in cui il capitale in ingresso, esaminato tanto ai sensi del Reg. (UE) 2019/452 che del Reg. (UE) 2022/2560, riceva esiti opposti, collezionando sia un'autorizzazione che un blocco

dell'operazione. Tale ipotesi non è una mera ipotesi di scuola. Dai primi rilievi applicativi del Reg. (UE) 2022/2560 emerge che almeno 26 notifiche abbiano coinvolto in parallelo lo *screening* degli Stati membri per le questioni relative alla sicurezza interna³⁴⁸. Inoltre, la potenziale estensione dell'ambito di applicazione del controllo degli IDE voluta dalla Proposta rischia una ulteriore sovrapposizione delle due discipline.

Il Reg. (UE) 2022/2560 sulle sovvenzioni estere si attestava come uno strumento concepito anche al fine di colmare le lacune del regime sugli IDE³⁴⁹, contemperando le esigenze di sicurezza con la necessità di attrazione dei contributi esteri e con la salvaguardia della concorrenza. Ci si chiede, quindi, se non sia più opportuno ed efficiente accorpare le procedure relative alle notifiche sui capitali in entrata — in particolare se di provenienza pubblica — in un'unica struttura, per sgravare le imprese da oneri di notifica e favorire la certezza del diritto in caso di potenziali contrasti e *overlap*.

Va anche detto che entrambi gli strumenti, riflettendo un'era recente della storia dell'UE, sono in fase di consolidamento. Il Reg. (UE) 2022/2560, in particolare, pur rimanendo una priorità applicativa della Commissione, risulta ancora in fase di evoluzione. Ne è conferma il dato che, nonostante la grande mole di notifiche (circa 200 notifiche per le concentrazioni e acquisizioni e oltre 3.500 comunicazioni per gli appalti pubblici), il numero di indagini approfondite rimanga tendenzialmente ancora molto basso³⁵⁰. È plausibile che anche questo aspetto diventi oggetti della revisione procedurale prevista per la metà del 2026, nella quale potrebbero essere chiariti anche le possibili intersezioni procedurali tra il Reg. (UE) 2022/2560 e gli altri strumenti regolatori, tra cui il Reg. (UE) 2019/452.

Attraverso i nuovi strumenti regolatori, l'UE sembra farsi carico della complessità, tentando di dare nuovo corso alla politica comune in materia di concorrenza e di sicurezza. Quanto questo sia idoneo ad assicurare l'equilibrio tra l'apertura del mercato e la tutela degli interessi strategici, tuttavia, resta ancora da valutare.

³⁴⁸ V.: EUROPEAN COMMISSION, *Competition FSR brief*, February 1, 2024, al sito: https://competition-policy.ec.europa.eu/document/download/22197012-2036-4b1e-8b02-0eb8b2d6e666_en?filename=kdar24001enn_competition_FSR_brief_1_2024_100-days-of-FSR-notification-obligation.pdf.

³⁴⁹ V.: P. FIGUEROA, J. M. BÖHME, *The Foreign Subsidies Regulation and Foreign Direct Investment: How to Reconcile?*, cit.

³⁵⁰ V.: M. MACCAGNO, *Is the EU Foreign Subsidies Regulation Delivering on Its Promise After Two Years of Implementation?* In *Kluwer Competition Law Blog*, November 11, 2025, al sito: <https://legalblogs.wolterskluwer.com/competition-blog/is-the-eu-foreign-subsidies-regulation-delivering-on-its-promise-after-two-years-of-implementation/>.

SEZIONE III

PROFILI PRIVATISTICI E PUBBLICISTI DEL GOLDEN POWER

L'INCIDENZA DEI POTERI SPECIALI SU SOCIETÀ E SOCI

Marco Culmone

1. Questioni interpretative sull'obbligo di notifica nelle società di capitali

1.1. La notifica delle vicende traslative di partecipazioni rilevanti

Il d.l. 15 marzo 2012, n. 21, ha introdotto un sistema organico di poteri speciali attribuiti al Governo che consente di incidere sull'esito di operazioni economiche inerenti allo svolgimento di attività di impresa nei settori della difesa e della sicurezza o aventi ad oggetto attivi ritenuti strategici alla tutela dell'interesse nazionale. L'individuazione delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale nonché delle reti, degli impianti, dei beni e dei rapporti necessari a garantire l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali di cui all'art. 2, è demandata a specifici decreti del Presidente del Consiglio dei ministri, adottati su proposta dei ministri competenti³⁵¹. Nel marzo 2019 il legislatore ha ampliato le attività rientranti nel settore della difesa e della sicurezza nazionale, includendovi, mediante la previsione del nuovo art. 1 bis, anche quelle relative ai servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G³⁵². In questo quadro, i poteri speciali manifestano la loro vocazione di strumenti di controllo tendenzialmente preventivo al

³⁵¹ D.p.c.m. 6 giugno 2014, n. 108, *Regolamento per l'individuazione delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, a norma dell'articolo 1, comma 1, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56*.
D.p.c.m. 25 marzo 2014, n. 85, *Regolamento per l'individuazione degli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, a norma dell'articolo 2, comma 1, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21*.

³⁵² L'art. 1 bis d.l. n. 21/2012 è stato introdotto con d.l. 25 marzo 2019, n. 22, convertito con modificazioni dalla l. 20 maggio 2019, n. 41.

compimento di atti o alla realizzazione di operazioni nello svolgimento di attività di impresa³⁵³, condizionandone l'autonomia organizzativa. L'essenza dei poteri speciali di cui al d.l. n. 21/2012 si manifesta nell'ordinamento attraverso tre modi di essere: il potere di imposizione di specifiche condizioni all'acquisto di partecipazioni³⁵⁴; il potere di veto-opposizione avverso delibere, atti o operazioni³⁵⁵; il potere di opposizione all'acquisto di partecipazioni^{356,357}. I presupposti che ne legittimano l'esercizio da parte del Governo sono distinti a seconda dell'attività o degli attivi oggetto dell'operazione nonché dall'interesse strategico coinvolto^{358,359}. Tali modalità di intervento ricorrono più volte nel corpo normativo, ora a protezione di specifiche attività, ora di determinati attivi strategici. Ancora, preme precisare che il potere di veto e il potere di opposizione all'acquisto operano in via residuale, ove non sia sufficiente la realizzazione delle operazioni secondo specifiche prescrizioni o condizioni imponibili dal Governo. La dottrina più recente ha rilevato che i tre poteri, sebbene si configurino in modo distinto a seconda che attengano ai settori di cui all'art. 1 o agli attivi di cui all'art. 2, presentano profili comuni tali da giustificare una trattazione unitaria³⁶⁰.

³⁵³ È stato ripetutamente segnalato in dottrina che nel testo del d.l. n. 21/2012 i termini impresa e società sono impiegati come sinonimi. Sarebbe così più opportuno leggerli come "veicolo giuridico", attribuendogli il significato di «soggetto giuridico che, indipendentemente da forma e natura, eserciti quelle attività o detenga quegli attivi». Ed invero, la locuzione "impresa" è impiegata in senso atecnico, non essendo un soggetto, bensì un'attività. Sul punto, v. V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, a cura di R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo, La Tribuna-Il Foro Italiano, Piacenza, 2023. Una simile conclusione può altresì trarsi dai lavori delle Commissioni V Bilancio e Tesoro e VI Finanze, in sede referente, Atto C. 5052, p. 7, su <https://documenti.camera.it/leg16/resoconti/commissioni/bollettini/html/2012/03/22/0506/comunic.htm#data.20120322.com0506.bollettino.sede00010.tit00010>.

³⁵⁴ Art. 1, comma 1, lett. a), art. 1-bis, co. 4, art. 2, comma 4, d.l. n. 21/2012.

³⁵⁵ Art. 1, co. 1, lett. b), art. 1 bis, co. 3, art. 2, co. 3, d.l. n. 21/2012.

³⁵⁶ Art. 1, co. 1, lett. c), e art. 2, co. 5, d.l. n. 21/2012.

³⁵⁷ Sulla tripartizione la dottrina non è unanime. V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Giappichelli, Torino, 2019, evidenzia che nell'ambito delle operazioni ex art. 1, di fatto, si tratterebbe di due poteri: uno riferito all'acquisto di partecipazioni, ai sensi delle lett. a) e c), e un altro alle delibere e agli atti.

³⁵⁸ G. SCARCHILLO, A. IMPERIA, *Golden powers: una terza via per l'intervento pubblico in mercati internazionali strategici*, in *Riv. comm. Int.*, 2023, 3.

Questa graduazione, nonostante le successive novelle, era ben chiara e voluta dal legislatore dell'emergenza, come si può osservare dai già richiamati atti dei lavori delle Commissioni V Bilancio e Tesoro e VI Finanze, in sede referente, Atto C. 5052, p. 7, su <https://documenti.camera.it/leg16/resoconti/commissioni/bollettini/html/2012/03/22/0506/comunic.htm#data.20120322.com0506.bollettino.sede00010.tit00010>. Ancora, una

conformazione a cascata sarebbe presente all'interno dei richiamati articoli per descrivere un "crescendo" del livello di ingerenza dei poteri, v. ASSONIME, *I poteri speciali dello Stato sulle società operanti in settori strategici* (Circolare Assonime n. 21/2014), in *Riv. soc.*, 2014, L'opinione però è contrastata da una parte della dottrina, evidenziando, come si vedrà nei prossimi paragrafi, che il potere di veto ex lett. b) e il potere di opposizione alla lett. c), art. 1, non presentano una diversa intensità. Cfr. V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, cit.

³⁵⁹ Il procedimento per l'esercizio dei poteri speciali prende le mosse, di regola, dalla notifica obbligatoria dell'operazione al Dipartimento per il coordinamento amministrativo (DICA) istituito presso la Presidenza del Consiglio dei ministri, secondo quanto previsto dall'art. 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21 e dai decreti attuativi. A partire dal 2020, a seguito delle modifiche introdotte con il d.l. 8 aprile 2020, n. 23, è stato introdotto l'avvio d'ufficio del procedimento in caso di omessa segnalazione, qualora i presupposti per l'esercizio dei poteri emergano da determinate circostanze e siano segnalati da altre amministrazioni. Al fine di ridurre tempi e incertezze applicative, il d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133 ha introdotto il procedimento di prenotifica che consente agli operatori di trasmettere informazioni preliminari per ottenere un primo riscontro da parte del Governo, privo di effetti vincolanti, sull'assoggettabilità dell'atto alla disciplina. Sulle procedure di prenotifica e notifica v. B. ARGJOLAS, *Il procedimento e il provvedimento golden power*, in *Golden power*, cit.; C. D. PIRO, *La prenotifica e le ulteriori misure di semplificazione*, in *Golden power*, cit. Cfr. A. GEMMI, *La golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento*, in *PA Persona E Amministrazione: Ricerche Giuridiche sull'Amministrazione e l'Economia*, consultabile su www.journals.uniurb.it, 2020.

È sufficiente in questa sede chiarire che, una volta perfezionata la notifica, decorre il termine di quarantacinque giorni per lo svolgimento dell'istruttoria, al cui esito, il Consiglio dei ministri può disporre l'esercizio dei poteri nelle forme del veto-opposizione o dell'imposizione di condizioni, ovvero il non esercizio dei poteri. In assenza di decisione entro il termine, l'operazione si considera autorizzata per silenzio-assenso.

³⁶⁰ V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, cit.; F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, n. 1, IX, 2014.

Si evidenzia come la struttura delle norme, pur essendo volta a determinare i settori strategici e le operazioni suscettibili dell'eventuale esercizio dei poteri speciali da parte del Governo, ruoti in realtà attorno all'adempimento dell'obbligo di notifica dell'operazione da parte dell'impresa interessata³⁶¹.

Una prima analisi dunque deve essere rivolta a individuare il momento in cui sorge l'obbligo di procedere alla notifica, quindi dal quale decorre il termine³⁶² entro cui per legge questa deve essere effettuata, non solo perché è pacifico che l'omissione o il ritardo nell'adempimento può comportare responsabilità di natura amministrativa del soggetto gravato, ma altresì per analizzare le conseguenze che tale inadempimento produce sull'impresa stessa, in particolare nell'ipotesi in cui si tratti di una società di capitali.

Per l'identificazione degli atti e delle operazioni che devono intendersi soggetti all'obbligo di notifica, il decreto *golden power* utilizza sia un criterio generale, che guarda agli effetti delle operazioni, sia un criterio enumerativo, riportando un elenco di casi specifici ma non esaustivi. In quest'ultimo caso, è la disposizione stessa che chiarisce quando la notifica è sempre necessaria, ciò a prescindere dalla valutazione concreta degli effetti dell'atto o dell'operazione previsti dalla norma.

Viceversa, secondo alcuni autori che evidenziano l'importanza di un approccio sostanziale, anche atti non menzionati dal decreto dovrebbero ritenersi rientrare nella disciplina *golden power* se produttivi di effetti equivalenti³⁶³. Ciò, non tanto al fine dell'esercizio dei poteri speciali, quanto alla sottoposizione dell'obbligo di notifica e al successivo vaglio governativo.

Una tale impostazione discenderebbe proprio dal tenore letterale delle norme che guardano più all'effetto che non all'oggetto³⁶⁴.

³⁶¹ Tanto si osserva prevalentemente nella struttura dell'art. 2 in cui l'indicazione dell'operazione è funzionale a individuare l'obbligo di notifica, come ad esempio al comma 2. Diversamente, il testo dell'art. 1, d.l. n. 21/2012, ha una struttura inizialmente rivolta all'identificazione dei poteri speciali e solo dopo scandisce i presupposti dell'obbligo di notifica funzionale all'esercizio dei primi.

³⁶² Art. 1, commi 4 e 5, e art. 2, commi 2, 2-bis, 4 e 5, d.l. n. 21/2012.

³⁶³ L'opinione non è unanime in dottrina, A. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, depone per la tassatività dell'elenco offerto dal d.l. n. 21/2012.

³⁶⁴ Art. 1, co. 1, lett. b), e art. 2, co. 2, d.l. n. 21/2012. Cfr. F. BASSAN, *op. cit.*

Passando in rassegna le fattispecie nominate, tra gli atti che devono essere oggetto di notifica, vi è il trasferimento di partecipazioni rilevante ex artt. 1, co.1, lett. a) e c) d.l. n. 21/2012, e art. 2, co. 5, d.l. n. 21/2012.

A riguardo la dottrina ha osservato che il tenore letterale dei due articoli porta con sé un'ambiguità della formulazione che non solo non consente un'agevole qualificazione del significato di “acquisto” e di “partecipazione”, ma neppure di determinare in modo risolutivo se l'obbligo di notifica debba essere assolto preventivamente o successivamente al perfezionamento dell'acquisto.

In entrambi i casi ex artt. 1 e 2, l'esercizio del potere di veto o opposizione, soggiace al medesimo presupposto oggettivo, ossia alla presenza di una vicenda “acquisitiva” di partecipazioni³⁶⁵. Tuttavia, dal tenore letterale del testo, emerge un diffuso utilizzo promiscuo dei termini “acquisto”, “acquisizione” e “partecipazione”, senza che ne sia fornita una definizione. La dottrina ha allora offerto diverse letture per individuare la portata semantica dei termini e determinare lo stesso ambito di applicazione dell'obbligo di notifica.

1.1.1. La nozione di acquisto e soglie di rilevanza

La delimitazione del perimetro di “acquisto”³⁶⁶ offerta dalla letteratura parte dalla specificazione, indicata dal legislatore, “a qualsiasi titolo”. La dottrina ritiene quindi ricomprese sia fattispecie traslative in senso proprio, a titolo originario o derivativo, gratuito o oneroso, *inter vivos* o *mortis causa*³⁶⁷, sia vicende giuridiche e operazioni societarie non propriamente traslative³⁶⁸, come nel caso di conversione di obbligazioni o altri strumenti finanziari

³⁶⁵ Un'evidente macroscopica distinzione rispetto al presupposto soggettivo si pone in ragione dell'identità degli acquirenti: nell'ipotesi di cui all'art. 1, infatti, può essere qualsiasi soggetto diverso dallo Stato italiano ovvero enti pubblici italiani e/o da questi controllati; mentre l'art. 2 include per i settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e finanziario anche soggetti appartenenti all'Unione europea. Al di fuori di questi settori sono rilevanti le operazioni che vedono la partecipazione i soggetti provenienti da un paese terzo, ex art. 5 bis d.l. n. 21/2012.

³⁶⁶ Sulla portata letterale del termine “acquisto” in relazione all'art. 2, comma 1, lett. f), del d.p.c.m. 6 giugno 2014, n. 108 e dell'art. 2, comma 1, lett. f), del d.p.c.m. 25 marzo 2014, n. 85, cfr. V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, cit. È esemplare, in tal senso, il caso riportato nella *Relazione 2019* relativo a *FSIA Investimenti s.r.l.* e *CDP Equity s.p.a.* su *SIA s.p.a.*, 57, dove la variazione della compagine è avvenuta attraverso una catena partecipativa, ma ha comunque inciso su un operatore infrastrutturale strategico, rendendo necessaria la notifica.

³⁶⁷ La previsione testuale “*inter vivos* o *mortis causa*” amplia la nozione di acquisizione includendo anche i trasferimenti per successione ereditaria. L'intento è evidente: evitare che il subentro di un soggetto non previamente valutato possa incidere sul controllo di asset strategici. Nondimeno, nelle Relazioni 2018–2024 non si rinvencono casi in cui tale fattispecie abbia costituito oggetto di notifica o di esercizio di poteri speciali; ciò ne conferma la residualità nella prassi, pur restando pienamente rilevante sul piano normativo.

³⁶⁸ V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, cit. La scelta dell'interprete è supportata da un triplice ordine di ragioni: la prima, squisitamente esegetica, di valorizzare la volontà del legislatore di non circoscrivere la portata concettuale del sintagma “a qualsiasi titolo”; la seconda, teleologica, secondo cui sarebbe preferibile una lettura coerente con la

partecipativi³⁶⁹, ovvero acquisizioni che sono frutto dell'esito positivo di operazioni straordinarie come fusioni o scissioni o trasformazioni³⁷⁰. Tanto discenderebbe sia da un'interpretazione letterale delle norme, quanto da un approccio interpretativo teleologico e sistematico, capace di esprimere le finalità cui è rivolto il controllo dell'autorità governativa e garantirne la sua effettività³⁷¹. L'ampiezza della formula "acquisto a qualsiasi titolo" è tale da attrarre a sé anche gli atti di concessione dei diritti di usufrutto o di pegno³⁷², essendo assolutamente indifferente, ai fini dell'applicazione della disciplina in esame, il titolo su cui si innesta la capacità di influenza sul governo della società³⁷³.

Di converso, dalla nozione *de qua* sono estranee le fattispecie che riguardano un accrescimento della partecipazione senza alcuna vicenda acquisitiva, come nell'ipotesi di riduzione del capitale sociale con annullamento di azioni non proporzionale o di riduzione del capitale con annullamento di azioni proprie o di c.d. accrescimento delle quote dei soci in caso di recesso di un socio da società a responsabilità limitata con liquidazione effettuata mediante impiego delle riserve³⁷⁴.

finalità politica di estendere quanto più possibile la portata dell'esercizio dei poteri in ordine ad una efficiente tutela degli interessi coinvolti. La terza di ordine sistematico secondo cui una tale impostazione risulterebbe coerente con l'interpretazione delle norme contenute nel t.u.f. e nel t.u.b. per affinità di scopo e omogeneità delle fattispecie regolate e ivi richiamate.

³⁶⁹ L'inclusione nei d.p.c.m. della "conversione" tra le modalità rilevanti testimonia la volontà del legislatore di non limitarsi agli atti traslativi tipici. La trasformazione di obbligazioni convertibili, azioni di risparmio o azioni prive di voto in azioni ordinarie può infatti incidere in modo sostanziale sulla *governance* di una società strategica. Pur non essendo riportati casi nelle Relazioni del Governo rese al Parlamento per gli anni compresi dal 2018 al 2024, la previsione si giustifica con l'esigenza di intercettare anche quelle operazioni che, pur interne alla stessa società, modificano in concreto i diritti di voto o l'influenza esercitabile.

³⁷⁰ ASSONIME, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Punti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali (note e studi n. 7/2023)*, in *Riv. Soc.*, 2023, 5 – 6. Nella prassi applicativa, le operazioni straordinarie, quali fusioni, scissioni e trasformazioni, costituiscono un terreno privilegiato di applicazione della definizione estensiva dei d.p.c.m. Anche quando non comportano un trasferimento "tradizionale" della titolarità, esse determinano effetti equivalenti sul controllo o sulla disponibilità di asset strategici. La Relazione 2020 riporta casi significativi: dalla fusione per incorporazione di Banca IMI s.p.a. in Intesa Sanpaolo s.p.a., alla fusione tra Fiat Chrysler Automobiles N.V. e Peugeot S.A., sino alla scissione parziale di Vitrociset s.p.a. in Telespazio s.p.a. In tutti gli esempi, la notifica è stata considerata opportuna per consentire la verifica preventiva dell'impatto sull'interesse nazionale; le procedure si sono concluse con il non esercizio dei poteri.

³⁷¹ G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello stato doganiere*, in *Giorn. dir. amm.*, 2019. L'ampiezza della formula "qualsiasi atto o operazione" e l'indicazione "a titolo oneroso o gratuito" consente di includere anche di quelle acquisizioni in conseguenza ad atti che non sono riconducibili né ad uno schema negoziale né ad uno societario come nel caso trasferimenti disposti per via giudiziaria: assegnazioni in sede di esecuzione forzata, aggiudicazioni in asta pubblica, trasferimenti ordinati nell'ambito di procedure concorsuali. Cfr. V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

³⁷² Il riferimento, nei d.p.c.m., a ogni operazione che comporti "il mutamento della titolarità, anche potenziale" legittima l'inclusione di attribuzioni di diritti parziali, quali usufrutto o pegno, quando siano accompagnate da poteri di voto o da altre prerogative idonee a incidere sulla gestione.

³⁷³ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

³⁷⁴ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit. Si noti che ai sensi dell'art. 2, comma 2, dei d.p.c.m. 108/2014 e 85/2014, non è dovuta notifica quando l'operazione «non comporti l'acquisizione o il mutamento del controllo o dell'influenza significativa». Rimangono così escluse le situazioni in cui la quota di partecipazione si accresce solo per effetto di eventi che non implicano trasferimento, come nell'ipotesi di annullamento di azioni proprie o la riduzione proporzionale del capitale, e che non modificano in alcun modo il potere di controllo. Più in particolare, sulle criticità interpretative sollevate dalla formulazione del d.l. n. 21/2012, si segnala ASSONIME, *Proposte per una semplificazione del quadro regolamentare e applicativo in materia di golden power (Position papers 6/2024)*.

1.1.2. Il concetto di partecipazione rilevante

Come per il termine “acquisto”, in assenza di una definizione del concetto di “partecipazione”, la dottrina si è interrogata sul significato del termine adoperato dal legislatore³⁷⁵. Un primo interrogativo ha investito la sua portata, per comprendere se riferita alle sole partecipazioni al capitale sociale o comprensiva di forme diverse di partecipazione, come avviene nelle s.p.a. con gli strumenti finanziari partecipativi³⁷⁶. Un altro, invece, ha riguardato il contenuto della partecipazione, ossia se debba tenersi conto dell'attribuzione di diritti amministrativi particolari, indipendentemente dall'entità della partecipazione, come nel caso di azioni a voto maggiorato o a voto plurimo nelle società per azioni, o con l'attribuzione di diritti speciali ai soci, nelle società a responsabilità limitata³⁷⁷. Per di più, dubbi sono sorti circa l'opportunità di ricomprendere nella nozione di partecipazione anche quelle prive del diritto di voto³⁷⁸.

Un'interpretazione fedele al dato testuale però si lascia preferire³⁷⁹. Infatti, è evidente che i poteri speciali guardano ai diritti amministrativi che l'acquirente può esercitare nei confronti dell'impresa societaria e al rischio

³⁷⁵ Sulle molteplici accezioni del concetto di partecipazione M. PALMIERI, *La partecipazione esterna alle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2015. L'assenza di una definizione per alcuni autori è “inspiegabile”, non comprendendo se sia stata una scelta di politica legislativa di regolazione del potere attribuito al Governo o frutto di difficoltà regolamentari legate alla tecnicità della materia. In questo senso, v. A. TRISCORNIA, *op. cit.* Cfr. V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit., il quale osserva come a differenza delle discipline afferenti al tema dell'acquisto di partecipazioni nel t.u.f. o nel TUSPP, il legislatore nel d.l. n. 21/2012 ha mancato di dettare una definizione della nozione “partecipazione”.

³⁷⁶ La *querelle* ermeneutica ha riguardato l'opportunità di ricomprendere nel novero delle partecipazioni gli strumenti finanziari partecipativi, benché non siano correlati al capitale sociale. Le società per azioni possono emetterli ex art. 2346, co. 6, c.c. per ottenere apporti al patrimonio sociale di beni non conferibili, o, ai sensi dell'art. 2349, co. 2, c.c., in alternativa all'assegnazione di azioni a favore dei prestatori d'opera. Sul punto G. SERAFIN, *op. cit.* Sul dibattito relativo ai limiti ai conferimenti nelle società per azioni si veda G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, a cura di M. Campobasso, 2, Utet, Milano, 2020.

Quest'ultimi possono essere dotati sia di diritti patrimoniali che di diritti amministrativi, ad eccezione del voto nell'assemblea generale degli azionisti, attribuendo ai possessori il diritto di voto su argomenti specificamente individuati o di nomina di un componente indipendente nell'organo di amministrazione o di un sindaco. In merito ai diritti patrimoniali e amministrativi che possono essere attribuiti ai titolari di strumenti finanziari partecipativi, si vedano A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Giuffrè, Milano, 2012; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Giuffrè, Milano, 2006; ID, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 1, Utet giuridica, Torino, 2006; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, cit., merita menzione il richiamo dell'autore all'ipotesi prevista all'art. 1, co. 381, l. 23 dicembre 2005, n. 266, c.d. legge finanziaria 2006, che prevede l'emissione di strumenti finanziari partecipativi con l'attribuzione ai titolari di diritto di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria, sebbene rimasta priva di attuazione.

³⁷⁷ G. SERAFIN, *Golden Power: Old Problems and New Corporate Issues*, 2021, in ODC.

³⁷⁸ Si tratta, come osservato dalla letteratura, di un tema particolarmente divisivo, rispetto al quale si registrano argomenti solidi tanto a favore dell'esclusione quanto dell'inclusione. A favore di quest'ultima posizione, per esempio, viene in considerazione il rilievo che il socio privo di diritto di voto può comunque incidere indirettamente sulla *governance* societaria esercitando altri diritti di natura amministrativa, come l'azione di responsabilità ex art. 2393-bis c.c. o ricorrendo agli strumenti di denuncia contemplati dagli artt. 2408 e 2409 c.c. Cfr. G. SERAFIN, *op. cit.*; V. DONATIVI, *Golden Powers. Profili di diritto societario*, cit.; ASSONIME, *I poteri speciali dello Stato sulle società operanti nei settori strategici (Circolare Assonime n. 21/2014)*.

Per un'interpretazione escludente, L. ARDIZZONE, M. VITALI, *I poteri speciali dello stato nei settori di pubblica utilità: il paradosso del socio senza azioni*, in *Giur. comm.*, 2013, I. Si segnala che V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit., seppur aderisca ad una tesi che include le partecipazioni prive di diritti di voto, evidenzia la presenza nell'ordinamento di norme che, ancorché riferite a settori differenti, fanno emergere «una sorta di principio generale per il quale, ogni qualvolta vengano imposti obblighi di trasparenza nell'acquisto di partecipazioni e/o che l'acquisto di partecipazioni costituisca elemento co-essenziale di fattispecie complesse su cui poggia l'applicazione di discipline sostanziali di tutela di interessi in qualche modo connessi con il governo della società partecipata» attribuendo rilevanza alle sole partecipazioni dotate di diritto di voto. Si vedano gli artt. 19-24 e 139-140 t.u.b. nonché artt. 68 – 74 Codice delle assicurazioni.

³⁷⁹ Ciò si spiega, da un lato, per l'uso alternativo da parte del legislatore dei termini “partecipazione” e “azioni o quote”, dall'altro, dalla previsione, al summenzionato art. 2, co. 5, dell'obbligo di notifica delle acquisizioni che superino le soglie di partecipazione al capitale ivi determinate, la cui violazione può dar luogo all'esercizio dell'opposizione all'acquisto. Quindi, gli strumenti finanziari partecipativi, non essendo correlati al capitale sociale, non sarebbero compresi. Inoltre, il meccanismo di sospensione del diritto di voto delle partecipazioni

della lesione di interessi rilevanti che ne potrebbe derivare, escludendo fattispecie che non siano in grado di influire sull'impresa^{380,381}.

Un'altra peculiarità risiede nella previsione di soglie di rilevanza all'acquisto di partecipazioni, al cui superamento l'acquirente è tenuto a notificare l'operazione. Queste soglie sono espresse in misure percentuali e sono previste sia l'art. 1, comma 5, terzo e quarto periodo, che l'art. 2, comma 5, sesto periodo, d.l. n. 21/2012^{382,383}. La genericità della disposizione richiede di comprendere se le norme attribuiscono rilevanza alla mera partecipazione al capitale sociale o alla titolarità di diritti di voto che abbiano un'effettiva incidenza sulla *governance*³⁸⁴. Un'ulteriore riflessione è poi richiesta per le ipotesi di attribuzione di diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione al capitale sociale, come nei casi di azioni a voto maggiorato o azioni a voto plurimo³⁸⁵. Nel caso di voto maggiorato, la rilevanza deve essere riconosciuta solo al momento dell'effettiva attribuzione da parte della società della maggiorazione del voto alle azioni del socio³⁸⁶.

Di converso, nell'ambito delle società a responsabilità limitata, il problema si può porre nei casi in cui ai quotisti siano attribuiti diritti amministrativi particolari. L'atipicità del loro contenuto, sostanzialmente rimesso alla

oggetto dell'acquisto/acquisizione in pendenza del termine per la notifica è chiaramente rivolto alle azioni o alle quote, risultando difficile un'interpretazione estensiva ad altre "forme di partecipazione". V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

³⁸⁰ ASSONIME, *Proposte per una semplificazione del quadro regolamentare e applicativo in materia di golden power (Position papers 6/2024)*; A. TRISCORNIA, *op. cit.*

³⁸¹ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.; G. SERAFIN, *op. cit.* A. TRISCORNIA, *op. cit.*, offrono la medesima conclusione si impone anche con riguardo agli strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni nonché alle obbligazioni convertibili e ai *warrants*.

³⁸² Ciononostante, il tenore delle due disposizioni è molto diverso. Una prima differenza terminologica tra i due articoli si rintraccia all'art. 1 che fa espresso riferimento al concetto di soglia, non presente all'art. 2. Altresì, si distinguono per la presenza di un generico richiamo alle partecipazioni all'art. 1 e il più esplicito riferimento a partecipazioni che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale all'art. 2.

³⁸³ Sul punto si richiamano le considerazioni della dottrina. Infatti, osserva V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit., che la distinta formulazione letterale degli artt. 1 e 2 d.l. n. 21/2012, ossia il riferimento, una volta al capitale sociale, l'altra al diritto di voto, non si spiega razionalmente se non in una disattenzione del redigente del testo normativo. Lo stesso autore poi rileva che tra le altre differenze, l'art. 1 prevede una soglia più bassa, posta al 3%, rispetto a quella ex art. 2, al 10%, sebbene poi la misura delle soglie successive sia la medesima.

È stato inoltre segnalato da autorevoli autori che originariamente l'art. 1 prevedeva soglie solo per gli acquisti di azioni di società ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati. Solo con l'intervento normativo operato con il c.d. *Decreto Liquidità*, d.l. 8 aprile 2020, n. 23, che ha modificato il d.l. 21 settembre 2019, n. 105, convertito nella l. 18 novembre 2019, n. 133, è stata integrata la disciplina relativa alle società non quotate. Inoltre, la norma fissava la misura della prima soglia con rinvio all'art. 120, co. 2, t.u.f., mentre le successive erano stabilite direttamente dal decreto, quindi, si discuteva se il rinvio al t.u.f. dovesse considerarsi fisso o mobile, poiché la soglia originariamente indicata era stata successivamente modificata dall'art. 1, sesto comma, del d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 25, che aveva recepito le novità introdotte dalla Direttiva 2013/50/UE, c.d. *Transparency II*.

³⁸⁴ In questo senso, in tema di società quotate, si richiama consolidata dottrina che, richiamando le formule del t.u.f., interpreta "capitale" come quello costituito dai diritti di voto. Cfr. A. PETRUZZI, *Sub art. 120, in Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, a cura di V. CALANDRA BUONAURA, Wolters Kluwer-Cedam, Milano, 2020; A. TUCCI, *Gli assetti proprietari delle società quotate, in Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera, G. Presti, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2020.

³⁸⁵ La legge 5 marzo 2024, n. 21, c.d. "legge capitali", ha introdotto le nuove formulazioni che rafforzano voto plurimo e voto maggiorato: in particolare, ha modificato l'art. 2351, comma 4, c.c., permettendo allo statuto delle s.p.a. di prevedere azioni a voto plurimo fino a dieci voti per azione; e ha novellato l'art. 127-quinquies, comma 2, t.u.f., ampliando il voto maggiorato nelle quotate mediante clausole che riconoscano un incremento progressivo di un voto per ogni anno, sino al limite complessivo di dieci voti per azione. Sulle novità introdotte dalla legge capitali v. G. A. RESCIO, *Gli "azionisti stabili": voto plurimo e voto maggiorato*, in *RDS*, 2024, 2; M. LAMANDINI, *Qualche spunto per il legislatore delegato in tema di voto plurimo e voto maggiorato*, in *RDS*, 3; F. MAGLIULO, *La nuova disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato nella Legge a sostegno della competitività dei capitali*, Studio n.40-2024/I, Consiglio Nazionale del Notariato. Cfr. F. RIGANTI, *I golden powers italiani tra «vecchie» privatizzazioni e «nuova» disciplina emergenziale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020.

³⁸⁶ G. SERAFIN, *op. cit.* L'attribuzione potrà avvenire solo decorso positivamente il *vesting period*, tenuto altresì conto che il premio non è conseguenza automatica, ma richiede il consenso del socio, il quale può in ogni caso rinunciarvi.

determinazione unanime dei soci³⁸⁷, li rende potenzialmente capaci di incidere direttamente sulla *governance*, attraverso, per esempio, l'esercizio di un diritto di voto non proporzionale alla partecipazione al capitale³⁸⁸, o ancora, al riconoscimento in favore del socio del diritto di nominare un amministratore.

Ancora, le norme suindicate richiamano il concetto di partecipazione rilevante, di cui fissano anche le soglie. Quindi, l'esercizio del potere di opposizione, in una tale fattispecie, presupporrebbe la misurabilità della rilevanza della quota. Tema che, inoltre, afferendone la circolazione, si scontra con le differenti posizioni della dottrina circa la natura delle menzionate attribuzioni, ossia se legate alla persona del socio, quindi, destinate ad estinguersi in caso di cessione della partecipazione, ovvero legate alla quota e, pertanto, cedibili con la partecipazione cui sono riferiti³⁸⁹.

Tuttavia, è stato osservato che solo nell'ipotesi di individuazione "dinamica" del socio titolare dei diritti particolari, sarebbe riscontrabile un caso sottoponibile al potere di opposizione in commento, perché la titolarità seguirebbe immediatamente la cessione della quota, ove rispondente ai criteri di selezione fissati in statuto, e non richiederebbe una successiva delibera. Al contrario, in presenza di una individuazione nominativa del quotista, l'attribuzione richiederebbe una delibera dei soci che, quindi, sarebbe da ricondurre all'ambito applicativo del potere di veto all'adozione di decisioni da parte dell'impresa di cui agli artt. 1, co. 1, lett. b), e 2, co. 3, d.l. n. 21/2012.

Differente è invece la questione nel caso di categorie speciali di quote fornite di diritti diversi nei casi di PMI nella forma di s.r.l., circolando, i diritti speciali, con la partecipazione³⁹⁰.

³⁸⁷ Questa conclusione si fonda sulla lettera dell'art. 2468, commi 3 e 4, c.c., che ammette la modifica delle clausole statutaria relativa ai diritti particolari attribuiti ai soci, solo col consenso di tutti i soci.

³⁸⁸ In favore della previsione di diritti non proporzionalità della quota si veda G. SERAFIN, *op. cit.*; R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, 293 – 294. Diversamente, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. V, Cedam, Padova, 2007, 138 ss.; REVIGLIONE, *sub art. 2468 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, vol. 3, Zanichelli, Bologna, 2004-2005.

³⁸⁹ Parte della dottrina ritiene comunque ammissibile il superamento dei limiti personalistici dei diritti particolari, prevedendo nell'atto costitutivo una clausola che ne consenta il trasferimento unitamente alla sua circolazione. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, cit. Si vedano anche G. SERAFIN, *op. cit.*; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. V, cit., 2007; M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *AGE*, 2003.

³⁹⁰ Così G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, cit.

Per altro verso, alcuni autori hanno rilevato come il decreto *golden power* non prenda in considerazione una serie di situazioni in cui l'esercizio del diritto di voto è disgiunto dalla titolarità della partecipazione sociale. L'ordinamento, infatti, contempla diverse ipotesi di separazione tra la proprietà delle azioni o delle quote e i relativi diritti di voto, come nei casi di usufrutto o pegno di azioni o quote o nelle ipotesi in cui trova applicazione il principio del c.d. *record date* per l'esercizio del voto in assemblea nelle s.p.a.³⁹¹. Non diversamente problematico il caso di dissociazione dell'esercizio del diritto di voto dalla titolarità delle azioni nel caso della raccolta delle deleghe di voto³⁹².

Non può trascurarsi, poi, che l'art. 2, comma 5, primo e secondo periodo, d.l. n. 21/2012 individua un'ulteriore specificazione del presupposto per l'esercizio del potere di opposizione all'acquisto di partecipazioni, ossia l'ipotesi in cui dalla vicenda acquisitiva ne derivi «l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 del Codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58».

La dottrina più attenta ha messo in luce come la norma in esame susciti due interrogativi fondamentali: la precisa delimitazione della nozione di controllo ai sensi del d.l. n. 21/2012 e il rapporto tra quest'ultima e il concetto di insediamento stabile. A proposito della prima questione, la norma presenta un'evidente struttura circolare, fondata su un generico rinvio al t.u.f. in conclusione del primo periodo del co. 5, art. 2, che la letteratura ha inteso implicitamente orientato verso l'art. 93 del t.u.f. Quest'ultimo a sua volta reca le definizioni di "società controllate" di cui all'art. 2359, co. 1, n. 1 e 2, c.c., già peraltro richiamato dallo stesso art. 2, comma 5, d.l. 21/2012.

Assumono però particolare rilievo due fattispecie integrative che, pur distinte, presentano rilevanti elementi di sovrapposizione. Secondo alcuni autori, infatti, la nozione ivi richiamata va completata con le sub-fattispecie

³⁹¹ G. SERAFIN, *op. cit.* Sul principio del *record date*, v. Così G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, cit.

³⁹² G. SERAFIN, *op. cit.*, 1032-1035. L'autrice sottolinea, anzitutto, che in assenza di istruzioni di voto il rappresentante gode di ampia discrezionalità, ma con regimi differenti per società non quotate e quotate. Per le prime, l'art. 2372 c.c. non prevede vincoli specifici; nelle quotate, invece, operano sia la disciplina sul conflitto di interessi sia quella sulla sollecitazione di deleghe ex art. 136 t.u.f., pensata per i casi in cui la raccolta delle deleghe si accompagni a proposte o indicazioni di voto idonee a orientarne l'esito, specie quando il promotore imponga un "one-way proxy" a senso unico. Più in generale sulla rappresentanza in assemblea G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, cit.

regolate proprio dall'art. 2359 c.c., per cui sono considerate controllate le imprese «su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole» e quelle «su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria» e la precisazione, dettata al secondo comma, secondo cui «ai fini del comma 1 si considerano anche i diritti spettanti a società controllate o esercitati per il tramite di fiduciari o di interposte persone; non si considerano quelli spettanti per conto di terzi»³⁹³.

La prima prevede l'esercizio di attività di direzione e coordinamento da parte di un soggetto sulla base di un contratto o di specifiche clausole statutarie³⁹⁴, mentre la seconda fa riferimento a una forma di controllo "solitario", fondato su una capacità di influenza dominante esercitata attraverso strumenti di natura parasociale³⁹⁵.

L'accostamento delle due fattispecie solleva un nodo interpretativo cruciale: comprendere se esse operino in via alternativa, in relazione alla natura della società *target*, quotata o non quotata, oppure se possano concorrere cumulativamente, con conseguente estensione dell'obbligo di notifica.

L'opzione ermeneutica più convincente sembra essere quella cumulativa, fondata non solo su una più stretta aderenza al dato testuale, che non opera alcuna distinzione tra le due forme di influenza, ma anche su considerazioni di ordine sistematico³⁹⁶. In quest'ottica, l'applicazione combinata delle nozioni di controllo offerte dal Codice civile e dal Testo Unico della Finanza conduce a una ricostruzione estensiva che include: il controllo

³⁹³ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

³⁹⁴ Art. 2497 septies c.c.: «Le disposizioni del presente capo si applicano altresì alla società o all'ente che, fuori dalle ipotesi di cui all'articolo 2497 sexies, esercita attività di direzione e coordinamento di società sulla base di un contratto con le società medesime o di clausole dei loro statuti».

³⁹⁵ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, in *Tratt. dir. Comm.*, diretto da V. Buonocore - R. Costi, Giappichelli, Torino, 2022, 256 ss.

³⁹⁶ La scelta interpretativa si coniuga con la *ratio legis* orientata a un'accezione ampia della nozione di controllo, funzionale a ricomprendere qualsiasi manifestazione di incidenza sull'assetto proprietario o gestionale che possa rappresentare un rischio per gli interessi strategici protetti dall'ordinamento. Essa, poi, si armonizza con quella tradizione giuridica italiana che concepisce il controllo come una categoria relazionale e funzionale, suscettibile di modulazioni diverse a seconda della finalità della disciplina nella quale è impiegata. Sul punto, v. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, cit., ivi viene evidenziato che il nostro ordinamento non conosce solo la nozione di società controllata ex art. 2359 c.c., ma presenta diverse definizioni che si affiancano a questa, dettate da leggi speciali, riferite solo ad alcune società o a specifici aspetti della disciplina. Sul punto M. LAMANDINI, *Società controllate e collegate*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, Utet, Milano, II, 2022; F. PASQUARIELLO, *Sub art. 93*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, a cura di V. CALANDRA BUONAURO, cit.

interno, tanto di diritto quanto di fatto; il c.d. controllo esterno, ai sensi dell'art. 2359, n. 3, c.c.³⁹⁷; l'influenza dominante contrattuale o statutaria, anche al di fuori delle tipologie codificate; l'influenza parasociale individuale; e infine, il controllo congiunto esercitato da più soggetti in forza di accordi parasociali³⁹⁸.

Si rende però necessaria una precisazione. L'accezione funzionale del concetto di controllo richiede una valutazione caso per caso, anche in ragione dell'esenzione prevista all'art. 1 dall'esercizio del potere di opposizione in commento qualora l'acquirente sia lo Stato italiano, un ente pubblico italiano o soggetto da questi controllato³⁹⁹.

Diversa è la questione relativa all'acquisto di una partecipazione in una società che, a sua volta, controlli l'impresa detentrici di asset strategici. In assenza di un'espressa previsione normativa, tale ipotesi non pare automaticamente rilevante, salvo che si ritenga, in via interpretativa, che la stessa partecipazione di controllo debba qualificarsi come attivo strategico. Infatti, una simile conclusione è stata ritenuta dalla dottrina difficilmente conciliabile con il tenore letterale della norma che attribuisce rilievo all'operazione di acquisizione quando abbia ad oggetto partecipazioni in società che detengono attivi strategici, ove queste siano di rilevanza tale da determinare l'assunzione del controllo della società⁴⁰⁰.

Sul secondo quesito, vale a dire sul rapporto tra il concetto di controllo e quello di insediamento stabile, va rilevato che l'art. 2 richiama quest'ultimo quale presupposto dell'obbligo di notifica. Sorge, allora, il dubbio se esso costituisca requisito autonomo rispetto al controllo e debbano, quindi, ricorrere cumulativamente, ovvero se il riferimento rappresenti una «endiadi descrittiva» di un presupposto unitario, in cui l'acquisizione di una

³⁹⁷ Questa ipotesi concerne la possibilità di esercitare influenza dominante a prescindere dal possesso di una partecipazione azionaria ed è invece determinata da particolari rapporti contrattuali. Sulla natura dei rapporti contrattuali, però, la dottrina sembra divisa. Infatti, alcuni autori ritengono che l'influenza possa derivare da una subordinazione economica, in questo senso G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, cit., altri propendono per un'influenza dominante che derivi dall'esercizio di un potere di fatto che si realizzi nella complessiva eterogestione dell'attività di impresa, in quest'altro senso, M. LAMANDINI, *Società controllate e collegate*, in *Trattato delle società*, cit. Altri ancora sostengono sia necessario che il contratto attribuisca alla società dominante il diritto di designare quantomeno la maggioranza degli amministratori, come argomentato da F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società. Art. 2497-2497-septies*, in *Commentario Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova.

³⁹⁸ In argomento, in particolare, M. LAMANDINI, *Società controllate e collegate*, in *Trattato delle società*, cit. Ivi l'autore evidenzia la differente portata dei concetti di controllo, una in base al principio contabile IFRS 10, l'altra sulla scorta dell'art. 2359 c.c. e dell'art. 69 Dir. 2017/1132, mettendo in luce i limiti dell'approccio formalistico della seconda, che pone una presunzione di diritto del controllo ove ricorrano le ipotesi di cui all'art. 2359, co. 1, n. 1 e 2, c.c. La norma così formulata non permette di tener conto di quelle situazioni di fatto, in cui, sebbene una società per azioni sia titolare della maggioranza dei diritti di voto, si dimostri che essa non "ne dispone" effettivamente perché il voto, pur spettando formalmente alla titolare della partecipazione, è nei fatti vincolato nel suo esercizio in base ad accordi contrattuali con un terzo il cui effetto utile è quello di attribuire il potere ultimo di scelta circa l'esercizio del voto, funzionale all'esercizio del potere di influenza dominante sull'assemblea e sulla società, al terzo, pur se questi non è formalmente titolare della partecipazione.

³⁹⁹ V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, cit.

⁴⁰⁰ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

posizione di controllo già da sé caratterizzi la stabilità dell'insediamento nel governo della partecipata⁴⁰¹. Quest'ultima posizione si lascerebbe però preferire, perché la stessa formulazione letterale si riferisce all'insediamento stabile «in ragione dell'assunzione del controllo», potendo assumersi che la stabilità dell'insediamento sia «una sorta di “precondizione” del controllo e/o di una sua conseguenza automatica»⁴⁰².

Chiarita la nozione di partecipazione, la normativa dei poteri speciali, sia all'art. 1, comma 1, lett. c), che all'art. 2, comma 5, terzo periodo, d.l. 21/2012, prevede che per il computo della misura della partecipazione detenuta da un acquirente devono essere prese in considerazione anche le quote possedute da terzi con cui l'acquirente è legato mediante patti parasociali, rinviando entrambi gli articoli all'art. 122 t.u.f. e all'art. 2341 bis c.c. Ciononostante, la differente collocazione, nei rispettivi articoli, di questi rimandi, ha indotto parte della dottrina a ritenere che, in ragione della diversa formulazione delle norme in commento, il richiamo ai patti parasociali possa assumere una portata differente. Nel primo dei due articoli, infatti, tale riferimento è limitato all'opposizione all'acquisto⁴⁰³, senza estendersi al potere di imporre condizioni né all'obbligo di notifica. Nell'art. 2, invece, il richiamo compare nel terzo periodo del comma 5, dopo le norme sull'obbligo di notifica per le acquisizioni che comportano il controllo, ma prima di quelle sul superamento delle soglie percentuali. Alcuni autori si sono quindi domandati se tale rilievo debba ritenersi limitato al controllo della società acquisita oppure esteso anche al raggiungimento delle soglie quantitative predeterminate di cui all'art. 2, comma 5, terzo e quarto periodo⁴⁰⁴.

Una posizione strettamente testuale sembrerebbe avvalorare la seconda opzione, giacché il riferimento al “computo della partecipazione rilevante” consentirebbe di riferirsi unicamente alle soglie numeriche relative tanto alla partecipazione al capitale sociale quanto ai diritti di voto esercitabili in assemblea. Nondimeno, una lettura sistematico-funzionale depone per una diversa ricostruzione, più coerente con la *ratio* della normativa: i

⁴⁰¹ V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, cit.

⁴⁰² V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit. Secondo l'autore questa interpretazione sarebbe più coerente con la *ratio legis* e l'impostazione sostanzialistica dell'intera disciplina sui poteri speciali, considerando che poi è rimesso al Governo, in sede di esame delle informazioni offerte nel “progetto di acquisizione”, valutare se tra gli obiettivi sottesi all'acquisizione medesima ne derivi un insediamento stabile dell'acquirente nella società *target*.

⁴⁰³ Il potere di opposizione valorizza i patti parasociali allo scopo di determinare la rilevanza della partecipazione oggetto di acquisto, differentemente a quanto invece previsto nel regime previgente dei poteri speciali, in cui al Governo era consentito l'esercizio di un potere di opposizione alla stipula di patti parasociali *ex art.* 2, comma 1, lett. b), d.l. n. 332/1994. Sul punto A. SACCO GINEVRI, *Le società strategiche*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, Milano, UTET Giuridica, IV, 2022.

⁴⁰⁴ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

patti parasociali vanno considerati non tanto per il computo matematico delle soglie, quanto per valutare l'effettivo grado di influenza che l'acquirente può esercitare sulla *governance* della società *target*⁴⁰⁵.

In questa prospettiva, il rinvio congiunto sia all'art. 122 t.u.f. che all'art. 2341 bis c.c. andrebbe spiegato in chiave estensiva, in coerenza con l'intento del legislatore di adottare una nozione ampia e prudentiale di influenza significativa, comprensiva anche di situazioni non formalizzate ma desumibili da comportamenti coordinati o convergenti tra più soggetti, valorizzando anche quei patti parasociali che, benché non importino influenza nella *governance*, abbiano ad oggetto assetti strategici⁴⁰⁶.

Infine, una parte della dottrina ha evidenziato l'opportunità di considerare rilevanti anche le intese non formalizzate, pur in assenza di un patto espresso, potendo configurarsi una forma di "patto parasociale tacito", sufficiente a fondare l'obbligo di notifica o, in altri contesti, l'invalidità delle delibere assembleari adottate da soggetti "concertisti"⁴⁰⁷.

Un altro tema che rileva è comprendere se nella nozione di "partecipazioni" debbano essere ricomprese anche quelle indirettamente detenute dall'acquirente, sebbene formalmente intestate a soggetti terzi, fiduciari, interposte persone o a soggetti "altrimenti collegati". La conclusione del precedente paragrafo suggerisce un approccio sostanziale nell'analisi delle relazioni giuridiche e degli accordi esistenti, anche taciti, per determinare il grado di influenza dell'acquirente sulla società *target*.

⁴⁰⁵ G. SERAFIN, *op. cit.* L'autore osserva che tra le diverse tipologie di patti parasociali contemplate dalla disciplina codicistica e dal t.u.f., soltanto i sindacati di voto e quelli che comportano l'esercizio di un'influenza dominante sulla società risultano idonei a incidere direttamente sui meccanismi di *governance*. I sindacati di blocco, invece, possono avere un'influenza indiretta, ove volti, ad esempio, al mantenimento di equilibri di potere duraturi, ottenuti mediante la definizione degli assetti proprietari che riuniscano pacchetti azionari dotati di diritti di voto sufficienti a consentire l'esercizio di rilevanti prerogative nell'ambito dei diritti corporativi. Sul punto M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2441 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, vol. 4, Utet giuridica, Torino, 2007; R. RORDORF, *I patti parasociali: tipologia e disciplina*, in *Trattato del contratto*, a cura di V. ROPPO, VI, Giuffrè, Milano, 2006; M. PERRINO, *Sub artt. 2341 bis-2341 ter*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadesse, G.B. Portale, I, Giuffrè, Milano, 2016.

⁴⁰⁶ Tale approccio risulta coerente con l'esperienza dei soggetti operanti di concerto nell'ambito delle società quotate, come regolato nella disciplina delle OPA. L'art. 101 bis, comma 4 bis, lett. a), t.u.f., infatti, sancisce la presunzione assoluta di concerto tra aderenti a un patto parasociale, consolidando le partecipazioni ai fini dell'insorgenza dell'obbligo di offerta, ferme le deroghe di cui all'art. 44 quater del Regolamento Emittenti Consob del 14 maggio 1999 n. 11971. Adottando un approccio sistematico, quindi, la partecipazione concertata mediante patti parasociali deve ritenersi costituire, in materia di poteri speciali, indice di comunanza d'intenti.

⁴⁰⁷ L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, *op. cit.* Seppure trattasi di una posizione condivisibile, è stato comunque osservato che una tale ipotesi richiederebbe un accertamento in base alla sussistenza di elementi presuntivi gravi, precisi e concordanti.

Una scelta interpretativa che conduce a ricomprendere anche i patti parasociali "taciti" appare però funzionale nei casi di esercizio "d'ufficio" dei poteri speciali, dubitando della praticità della norma rispetto all'obbligo di notifica, specie nel caso di società per azioni quotate, ove i patti sono sottoposti al regime di *disclosure* previsto dal t.u.f. Sui patti parasociali occulti v. F. STUDIERO, *Sub art. 122*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, a cura di V. CALANDRA BUONAURO, cit.

Orbene, l'art. 1, comma 1, lett. c), del d.l. 21/2012 attribuisce rilevanza alle partecipazioni – con diritto di voto - acquisite o detenute in via indiretta, anche tramite interposte persone o soggetti collegati, per l'esercizio del potere di opposizione, mentre l'art. 2 ne fa menzione solo con riferimento al computo delle partecipazioni per l'assolvimento dell'obbligo di notifica.

La formula riproposta all'art. 1 suggerisce ancora una volta l'opportunità di un approccio sostanziale, valorizzando l'influenza indipendentemente dalla qualificazione formale dei soggetti che detengono direttamente le partecipazioni⁴⁰⁸. In dottrina, una simile impostazione troverebbe conforto nei richiami alle definizioni di controllo offerte nel Codice civile e nel t.u.f., le quali, ricomprendendo anch'esse forme di partecipazione sia diretta che indiretta, confermano l'opportunità di una lettura sistematica ed estensiva del termine "partecipazione" per l'esercizio del potere di opposizione all'acquisto.

Ulteriore dimostrazione deriva dalle conclusioni tratte in tema di patti parasociali. Infatti, se per valutare la partecipazione rilevante, si è concluso che debbano considerarsi anche le quote detenute da soggetti vincolati con l'acquirente da patti parasociali, seppur taciti, sarebbe incoerente escludere dal computo soggetti che, pur non vincolati da patti parasociali, operino di concerto in forza di "intese" con l'acquirente, come nel caso di fiduciari, società controllate o soggetti "altrimenti collegati".

Con riferimento al dettato dell'art. 2, invece, il *vulnus* sarebbe solo apparente, perché ove si parli di controllo, il richiamo all'art. 2359, co. 2, c.c., che detta la definizione di società controllate, pretende che si tenga conto, ai fini della determinazione del controllo, anche delle partecipazioni che attribuiscono diritti di voto spettanti a società controllate, società fiduciarie e a persona interposta, rimanendo esclusi i voti per conto di terzi. Ciò, sarebbe in linea con la formulazione del sesto periodo dell'art. 2, comma 5, in cui si dispone che le soglie di partecipazione rilevante, ai fini della notifica da parte dell'acquirente, vadano calcolate «tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute». Risulterebbe quindi irragionevole un'interpretazione che escluda la partecipazione indiretta ai fini dell'esercizio del potere di opposizione, quando, invece, ai fini del

⁴⁰⁸ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

calcolo per il raggiungimento delle soglie predette, i diritti di voto riferiti alle partecipazioni che l'acquirente acquisisce in via indiretta vengono comunque a sommarsi a quelli di cui è già titolare.

Quanto alla nozione di “soggetti altrimenti collegati”, la dottrina sottolinea che essa non corrisponde a una categoria tecnico-giuridica codificata e deve quindi essere ricostruita secondo criteri funzionali, in linea con la *ratio* della disciplina, che non consentirebbe di includere anche la fattispecie delle c.d. società collegate⁴⁰⁹. Rientrerebbero in tale definizione tutti quei soggetti rispetto ai quali sussistano vincoli significativi di tipo partecipativo, contrattuale, familiare o societario, tali da far presumere che la partecipazione sia sostanzialmente imputabile all'acquirente.

In definitiva, in un sistema orientato a una tutela sostanziale degli interessi strategici, come quello delineato dalla normativa sui poteri speciali, l'inclusione delle partecipazioni indirette o riferibili a soggetti collegati rappresenta un corollario necessario dell'obiettivo di garantire un controllo effettivo delle modifiche rilevanti negli assetti societari, a prescindere dalle mere apparenze formali.

Circa l'adempimento dell'obbligo di notifica, entrambi gli articoli fanno riferimento ad un termine di dieci giorni entro cui deve essere realizzata, ma non determinano in modo puntuale il *dies a quo* dal quale decorre.

L'impiego nell'art. 1 del termine «acquisisce» per identificare sia l'obbligo che il soggetto, dovrebbe condurre a ipotizzare una fattispecie che guardi alla realizzazione del presupposto, ossia l'acquisto, i cui effetti sono sospensivamente condizionati all'esercizio dei poteri speciali. L'incertezza testuale però si riverbera sulle posizioni della dottrina che si dividono sul punto.

⁴⁰⁹ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit. L'autore sottolinea che l'interpretazione così offerta non consenta di includere le società collegate ex art. 2359, co. 3, c.c. Ciò si spiegherebbe per l'assenza di un controllo in senso proprio, essendo collegate «le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole». Tale si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società partecipata ha azioni quotate in mercati regolamentati. Sul tema dell'influenza notevole G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, cit., suggerisce che l'esercizio dei voti possa avvenire anche indirettamente, giacché la nozione offerta dall'art. 2359 c.c., si riferisce alla quota di diritti di voto di cui si può disporre nell'assemblea ordinaria e non, invece, alla partecipazione al capitale.

Appare maggiormente diffusa la tesi secondo cui le disposizioni in materia devono essere interpretate nel senso di richiedere una notifica successiva all'acquisto, poiché esse riguardano le implicazioni che si producono nella fase "esecutiva" dell'operazione⁴¹⁰.

Una tale conclusione troverebbe conferma nella previsione che i diritti di voto e gli altri diritti amministrativi (*rectius*, «diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale») restino sospesi fino alla notifica e alla scadenza del termine entro cui il Governo può esercitare i propri poteri; dall'altro, nell'obbligo gravante sull'acquirente di alienare le partecipazioni qualora venga esercitato il potere di opposizione o di veto.

È evidente che entrambe le disposizioni presuppongono che il trasferimento delle partecipazioni sia già efficace al momento della notifica e dell'esercizio dei poteri.

Non troverebbe infatti giustificazione una misura come quella dell'alienazione coatta delle partecipazioni che preveda la cessione *a non domino* delle stesse.

Resta tuttavia meno chiara la disposizione degli artt. 1, comma 5, e 2, comma 6, del decreto *golden power*, secondo cui l'operazione può essere eseguita [solo] dopo la scadenza dei termini previsti per l'esercizio dei poteri speciali⁴¹¹. Talché, si potrebbe dubitare della posteriorità della notifica ove l'operazione possa essere realizzata successivamente. Un'impostazione di questo tipo consentirebbe quindi di ritenere ragionevole un'interpretazione delle norme nel senso favorevole ad una notifica successiva, ma solo limitatamente ad ipotesi di vicende acquisitive che prescindano dalla volontà dell'avente causa.

Esempi offerti in dottrina in questo senso sono: il rastrellamento di partecipazioni in società quotate senza il superamento delle soglie di rilevanza per il lancio di opa; l'acquisto meramente "passivo" del controllo, come nel caso di esercizio del diritto di opzione in sede di aumento di capitale sociale, ove gli altri soci non lo esercitino e ne derivi l'acquisto del controllo della società; l'acquisto da parte del socio che, sebbene originariamente

⁴¹⁰ V. E. PRENESTINI, *Golden power, acquisto del controllo e profili di diritto societario*, in NDS, 2022. Così anche V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, cit.; A. TRISCORNIA, *op. cit.*

⁴¹¹ Art. 2, co. 6, ottavo e nono periodo, d.l. n. 21/2012.

detentore di una partecipazione di minoranza, acquisti il controllo in ragione della cessione da parte di altri soci, di azioni dotate di voto maggiorato o comunque alla perdita o alla rinuncia del beneficio della maggiorazione.

Così, ancora, l'acquisizione di una partecipazione di controllo potrebbe avere luogo mediante successione *mortis causa*.

1.2. La notifica degli investimenti *greenfield*: la costituzione di società strategiche

Con il d.l. 21 marzo 2022, n. 21⁴¹², convertito con modificazioni dalla l. 20 maggio 2022, n. 51, è stata introdotta nella disciplina del decreto *golden power* una nuova ipotesi che può dar luogo all'esercizio dei poteri speciali. Si tratta del caso di costituzione di imprese che abbiano ad oggetto lo svolgimento di attività nei settori strategici del decreto *golden power* ovvero che detengano uno o più degli attivi individuati ai sensi del d.l. n. 21/2012⁴¹³. In sostanza, il legislatore dell'emergenza ha voluto regolare i cc.dd. investimenti *greenfield*, ossia quegli investimenti in cui l'attività strategica o l'*asset* strategico non preesistano all'operazione di acquisizione⁴¹⁴. Sotto il profilo terminologico, è stato rilevato in letteratura che tanto il dato letterale dell'art. 1 quanto dell'art. 2 risulta impreciso e atecnico. Infatti, nel testo si fa riferimento alla "costituzione di imprese" laddove, sul piano tecnico, l'impresa è un'attività, e come tale un fatto giuridico, non invece un soggetto giuridico suscettibile di costituzione⁴¹⁵. La *ratio* della disposizione, quindi, appare essere quella di riferirsi alla costituzione del veicolo giuridico, come nel caso di società o altro ente, destinato allo svolgimento dell'impresa strategica, al fine di assoggettare l'operazione al regime della notifica.

La disposizione mira, dunque, a colpire anche quelle situazioni in cui, anziché acquisire il controllo di una società già operante in un settore strategico, un investitore, o un investitore extra-UE per i settori civili, costituisca una

⁴¹² D.l. 21 marzo 2022, n. 21, *Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina*.

⁴¹³ Sul punto A. BUSANI, *Divieti e limitazioni per le operazioni societarie derivanti dalla normativa "golden powers"*, in *Le Società*, 2023, 1.

⁴¹⁴ I dati della recente Relazione in materia di poteri speciali per l'anno 2024 rivelano un incremento rispetto agli anni passati delle operazioni *greenfield*, sebbene costituiscano un numero esiguo rispetto a quelle complessive oggetto di notifica. V. *Relazione in materia di poteri speciali per l'anno 2024*, 13.

⁴¹⁵ V. nota 353.

nuova entità giuridica destinata a esercitare attività rilevanti o a detenere attivi strategici. In tal caso, secondo alcuni autori, oggetto dell'opposizione non sarà propriamente l'acquisto di partecipazioni ai sensi degli artt. 1 e 2 d.l. n. 21/2012, ma la genesi stessa dell'assetto societario o dello svolgimento di attività di impresa individuale⁴¹⁶. Differente, invece, la posizione del Consiglio Nazionale del Notariato, secondo cui, invece, «la sottoscrizione del capitale sociale in sede di costituzione configura pur sempre un acquisto di partecipazioni»⁴¹⁷.

Orbene, al di là della qualificazione che la dottrina notarile appare incline attribuire alla fattispecie, vale a dire quella di vicenda acquisitiva di partecipazioni, il *focus* del legislatore sembra piuttosto spostato sulla genesi di società strategica e sullo svolgimento di attività rientrante in questi settori. Ciò risulta evidente dal richiamo, presente in entrambi gli articoli, allo «svolgimento di attività», opzione lessicale che, ai fini dell'individuazione del momento in cui la notifica deve essere effettuata, solleva non trascurabili problemi interpretativi.

Nell'ambito dei settori strategici di cui all'art. 1, si dovrebbe quindi distinguere tra il caso di costituzione di società che «svolge attività strategica», dall'ipotesi di costituzione di società che detenga attivi strategici.

Il primo caso conterrebbe un riferimento indiretto alla costituzione con conferimento di beni in natura, e più in particolare al conferimento di azienda, tale per cui, in questa circostanza sarebbe necessario il preventivo nulla osta da parte del Governo⁴¹⁸, mentre il secondo sarebbe agevolmente riconducibile alla mera acquisizione di partecipazioni⁴¹⁹.

⁴¹⁶ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

⁴¹⁷ V. F. ZABBAN, A. PEGOLO, *Studio n.137-2023/I GOLDEN POWER: QUESTIONI APPLICATIVE*, Consiglio Nazionale del Notariato, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 23 novembre 2023. A supportare la tesi di chi riconduce l'operazione *de qua* all'acquisizione di partecipazioni, depone la scelta del legislatore di collocare la fattispecie all'interno dell'art. 1, a seguire il 5° co., relativo proprio all'acquisto di partecipazioni. Non agevola però il generico richiamo alle norme contenuto dall'articolo per la definizione delle modalità dell'adempimento dell'obbligo di notifica. Un'ulteriore riflessione sarebbe da porre con riguardo tanto all'individuazione dei soggetti obbligati all'adempimento della notifica; quindi, all'opportunità di procedere con una notifica congiunta, quanto all'individuazione del *dies a quo* per il computo del termine entro cui provvedervi.

⁴¹⁸ Nella *Relazione in materia di poteri speciali per l'anno 2018*, 39, benché al tempo la fattispecie degli investimenti *greenfield* non fosse regolata, si riscontra un caso in cui oggetto di notifica è stato proprio il conferimento di ramo d'azienda, per la produzione di *software* e sistemi complessi, in favore di una costituenda s.r.l. Il Governo ha ritenuto pertinente alla normativa la notifica dell'operazione, sussistendo il presupposto oggettivo della cessione di attivi strategici e risultando il conferimento propedeutico all'operazione di cessione delle quote della costituenda società ad un terzo acquirente. Tuttavia, non riscontrando minacce di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale, ha concluso con un provvedimento di non applicazione dei poteri.

⁴¹⁹ Sul punto un recente studio del Consiglio Nazionale del Notariato ha sottolineato che: «La riconducibilità di un'operazione all'interno del perimetro applicativo del Decreto Golden Power è questione che richiede il possesso di conoscenze e competenze che, molto spesso, come si è detto, sono estranei alla preparazione tipica del Notaio. Si tratta, infatti, di una valutazione tecnica rimessa alle società interessate e ai loro consulenti, che tuttavia il Notaio avrà cura di sollecitare, ogni qualvolta siano coinvolte società operanti nei settori di rilevanza strategica individuati dal Decreto Golden Power». V. F. ZABBAN, A. PEGOLO, *op. cit.*

Così, una parte degli autori, valorizzando il dato letterale dell'art. 1, co. 5-bis, ritiene che la notifica debba precedere la stipula dell'atto costitutivo. Altri, invece, ammettono la costituzione della società prima della notifica, purché resti inattiva, subordinando l'avvio dell'attività all'esito del procedimento governativo⁴²⁰. Di segno opposto, invece, la posizione di chi, assumendo un'interpretazione più prudente, sostiene sia mandatorio adempiere alla notifica prima ancora della stipula dell'atto costitutivo⁴²¹, o persino che oggetto della notifica preventiva debba essere l'intento puro e semplice di costituire una società operante nei settori strategici⁴²².

Altre questioni si pongono in sede di costituzione di società strategiche con conferimento d'azienda. Al ricorrere di questa ipotesi, i sostenitori della sospensione dell'atto costitutivo riconoscono l'impossibilità di tenere inattiva la società e di poter effettuare la notifica prima dell'inizio dell'attività stessa. Talché, trattandosi di fattispecie che potrebbe essere idonea di per sé a integrare la «minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale», la notifica non potrebbe che essere preventiva alla stipula dell'atto costitutivo. Diversamente, se invece, la costituzione avvenisse con conferimenti in danaro, la soluzione precedentemente prospettata sarebbe percorribile, rinviando il conferimento d'azienda ad un futuro aumento di capitale.

La qualificazione della fattispecie in termini di vicenda acquisitiva non è neutra sul piano degli effetti, poiché comporterebbe l'esenzione dall'applicazione della normativa *golden power*, qualora l'«acquirente» fosse lo Stato, un ente pubblico ovvero un soggetto controllato dallo Stato o da enti pubblici⁴²³.

Le soluzioni così delineate trovano applicazione anche per gli investimenti *greenfield* nei settori di cui all'art. 2 d.l. n. 21/2012, dove è anzi più agevole ricondurre la fattispecie alla disciplina sull'acquisto di partecipazioni.

⁴²⁰ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.. In merito, anche A. BUSANI, *Divieti e limitazioni per le operazioni societarie derivanti dalla normativa "golden powers"*, in *Le Società*, 2023, 1. In tale ambito, la Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, ai sensi del Titolo I, Capitolo 1, Sezione V, rubricata «Autorizzazione all'attività bancaria per le società di nuova costituzione», prevede espressamente la "sospensione" dell'atto costitutivo sino al provvedimento autorizzatorio dell'autorità governativa. Nel caso della normativa *golden power*, manca al contrario un'espressa previsione – fermo che il provvedimento *golden power* non può ritenersi provvedimento autorizzatorio. A ciò si aggiunga che una tale interpretazione potrebbe contrastare con quanto invece fissato agli artt. 2330, comma 1, e 2463, comma 3, c.c., che impongono di procedere tempestivamente al deposito dell'atto costitutivo di società di capitali al fine della sua iscrizione nel Registro Imprese.

⁴²¹ F. ZABBAN, *Golden Power: questioni applicative*, in *federnotizie.it*, 30 novembre 2022.

⁴²² G. QUATRARO, *Il Golden Power, evoluzione normativa*, in *federnotizie.it*, 22 ottobre 2022.

⁴²³ Diversamente, se venisse ricondotta nel novero delle regole relative alla notifica di atti, delibere e operazioni di cui al comma 4, art. 1, d.l. n. 21/2012, non troverebbe applicazione l'esenzione prevista per i soggetti controllati dallo Stato e si riproporrebbero i medesimi quesiti interpretativi sul termine di notifica che sarà affrontato nel prosieguo.

A differenza dell'art. 1, co. 5-bis, il co. 7-bis dell'art. 2 collega, infatti, l'obbligo di notifica al ricorrere di un ulteriore presupposto: «qualora uno o più soci, esterni all'Unione europea ai sensi del comma 5-bis, detengano una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento». Tale formulazione avvicina lo spirito della disposizione alle regole sull'acquisto di partecipazioni ex art. 2.

Si evidenzia però che la norma pone un problema non irrilevante in termini interpretativi.

Infatti, se il tenore dei precedenti commi si concentra sulla detenzione degli attivi di cui all'art. 2, co. 1, d.l. n. 21/2012, il comma 7-bis, invece, individua quale presupposto soggettivo il mero svolgimento delle attività riferite all'art. 2. Quindi, per espressa indicazione della norma, la mera costituzione di società che svolga un'attività *de quibus*, ancorché priva degli attivi suddetti, imporrebbe l'adempimento dell'obbligo di notifica, non diversamente dall'obbligo di cui all'art. 1, co. 5 bis, d.l. n. 21/2012. Conseguenza che tradirebbe le conclusioni di chi vede nell'art. 2 del decreto *golden power* la finalità di tutelare degli interessi sottordinati a quelli riferibili all'art. 1, la cui sensibilità, invece, giustifica rimedi più stringenti.

Ne discende, allora, che rientra nell'obbligo di notifica la costituzione di società operante nei settori strategici o destinata a detenere attivi di cui all'art. 2, quando una quota almeno pari al 10% dei diritti di voto o del capitale faccia capo a uno o più soci extra-UE, anche ove la società non detenga ancora gli attivi strategici.

1.3. La notifica di atti, delibere e operazioni

Oggetto dell'obbligo di notifica sono anche le delibere, gli atti e le operazioni indicate agli artt. 1, co. 4, e 2, co. 2 e 2-bis, d.l. n. 21/2012. Come anticipato, il decreto *golden power* individua gli atti e le operazioni sottoposti all'obbligo di notifica impiegando due criteri alternativi: un criterio enumerativo con un elenco di casi specifici, e un criterio generale, basato sugli effetti delle delibere⁴²⁴.

⁴²⁴ Le elencazioni offerte dai due articoli presentano tuttavia dei contenuti divergenti. Rispetto ai commi 2 e 2-bis dell'art. 2, la lett. b), co. 1, dell'art. 1 del decreto *golden power* presenta un perimetro in parte più ampio, perché ricomprende anche cessioni di diritti reali o di utilizzo e l'assunzione di vincoli [sugli attivi], ma non menziona in modo espresso un profilo che

I due articoli però divergono sull'individuazione del *dies a quo* dal quale deve intendersi decorrere il termine entro cui va trasmessa la dettagliata informativa sull'operazione. Ed invero, l'art. 1 del d.l. n. 21/2012 si limita a sancire che la notifica deve essere effettuata «in modo da consentire il tempestivo esercizio del potere di veto». La mancanza di un riferimento temporale espresso ha spinto parte della dottrina a ritenere che l'accento dell'art. 1 non sia sul «quando» notificare, ma sul «*quomodo*» notificare⁴²⁵.

Altra parte della letteratura non ha fatto a meno di sottolineare che il dato testuale dell'art. 1, co. 4, relativo al potere di veto rispetto agli atti indicati all'art. 1, co. 1, lett. b), d.l. n. 21/2012, faccia riferimento «all'informativa sulla delibera, sull'atto o sull'operazione da adottare», così in realtà confermando il rapporto tra la necessaria antecedenza della notifica e il controllo preliminare da parte del Governo sull'operazione⁴²⁶.

Diversamente dall'art. 1, l'art. 2, co. 2 e 2-bis, del d.l. 21/2012 introduce un meccanismo temporale più chiaro: la notifica deve essere effettuata «entro dieci giorni» e, comunque, «prima che sia data attuazione» alla delibera, atto o operazione rilevante «adottato»⁴²⁷.

Colpisce che, nonostante le numerose modifiche al d.l. n. 21/2012, una previsione analoga non sia stata estesa all'art. 1, tanto più che, in materia di acquisto di partecipazioni, il termine di dieci giorni è espressamente previsto in entrambi gli articoli.

Nell'elencazione offerta dai due articoli occorre però distinguere tra operazioni realizzabili con un solo atto, che richiedono il nulla osta governativo prima di poter produrre effetti, e operazioni a formazione progressiva, per le quali la verifica va condotta fase per fase.

invece nei commi di 2 e 2-bis dell'art.2 è regolato. Nella lett. b), co.1, art.1, infatti, non è richiamato testualmente il cambiamento della destinazione degli attivi, che nei commi 2 e 2-bis costituisce una causa autonoma di obbligo di notifica. Sul punto V. DONATIVI, *Golden power. Profili di diritto societario*, cit.

⁴²⁵ V. DONATIVI, *Golden power. Profili di diritto societario*, cit. Ciononostante, come nell'ipotesi di acquisto di partecipazioni rilevanti, rimane maggiormente condivisa in dottrina la prospettazione dell'antiorità della notifica dell'atto o della delibera rispetto all'attuazione e che quindi nulla osti a che siano adottati prima della notifica, purché, soprattutto se ad esecuzione immediata, siano condizionatamente sospesi.

⁴²⁶ V. DONATIVI, *Golden power. Profili di diritto societario*, cit.; V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

⁴²⁷ La dottrina ha letto questa formulazione come espressiva di un doppio vincolo: da un lato, un termine fisso di dieci giorni decorrenti dall'adozione della delibera o dell'atto; dall'altro, la previsione di un termine mobile, che impone la notifica in ogni caso prima dell'esecuzione, qualora questa intervenga prima del decimo giorno. V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit. A. BUSANI, *Divieti e limitazioni per le operazioni societarie derivanti dalla normativa "golden powers"*, cit. Sul controllo di legalità dell'atto da parte del notaio e la sospensione *ex lege* dell'atto o della delibera, si segnala F. ZABBAN, A. PEGOLO, *Studio n.137-2023/I GOLDEN POWER: QUESTIONI APPLICATIVE*, Consiglio Nazionale del Notariato, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 23 novembre 2023.

Tra le prime possono ricondursi il trasferimento d'azienda, il trasferimento all'estero della sede, la modifica dell'oggetto, lo scioglimento di società⁴²⁸, il trasferimento di diritti reali e il trasferimento di società controllate⁴²⁹. Così, quest'ultime che possono realizzarsi con atto deliberativo o dispositivo, devono essere precedute dall'ottenimento dell'autorizzazione per poter assumere efficacia immediata.

Con riferimento a vicende a formazione progressiva, invece, si possono richiamare le operazioni di fusione o scissione⁴³⁰, per le quali si è posto il tema di stabilire quale atto debba essere notificato al Governo, ossia da quale di questi debbano intendersi decorrere i termini suindicati.

L'attenzione si è così concentrata sia sulla delibera assembleare che approva il progetto di fusione o scissione predisposto dagli amministratori, sia sulla delibera dell'organo amministrativo che approva il progetto da sottoporre all'assemblea.

Secondo una parte della dottrina, allora, sarebbe irrilevante quale dei due venga notificato, purché l'informativa circa l'operazione venga trasmessa prima del rogito⁴³¹.

In ogni caso, se ad essere oggetto della notifica è stata la delibera dell'organo amministrativo che approva il progetto dell'operazione, ove l'assemblea vi apporti modifiche, deve deporsi per la necessità di una nuova notifica al fine di procedere ad una nuova valutazione.

⁴²⁸ In dottrina viene sostenuto che il generico riferimento allo scioglimento di società debba intendersi riferito all'ipotesi di cui all'art. 2484, co. 1, n. 6, c.c., ossia al caso di scioglimento anticipato del contratto sociale per volontà espressa dall'organo assembleare. Sul punto v. V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.; ID., *Golden powers. Profili societari*, cit. La scelta normativa del legislatore non è stata però esente da critiche da parte della letteratura che dubita della conformità di questa previsione con il dettato costituzionale dell'art. 41 Cost. Inoltre, non è sarebbe ammissibile l'esercizio da parte del Governo di un veto o un'opposizione *tranchant* alla decisione di sciogliere la società, imponendo la continuazione. Più plausibile, invece, - e forse l'unica soluzione «proporzionata» - l'imposizione di prescrizioni o condizioni per la programmazione di un *phase out*. V. A. TRISCORNIA, *op. cit.*

⁴²⁹ In particolare, sebbene il trasferimento di società controllate, come previsto ex artt. 1, lett. b), e art. 2, co. 2 e 2-bis, d.l. n. 21/2012, abbia sostanzialmente ad oggetto il trasferimento di partecipazioni di controllo, in modo analogo all'acquisto di partecipazioni, la dottrina ha rilevato che in questa ipotesi l'accento posto dal legislatore ricade sul mutamento del controllo, cioè sul soggetto che governa la società, più che sulla partecipazione rilevante oggetto di cessione. Pertanto, la norma lascerebbe intendere che in questa occasione oggetto della notifica sia la delibera e l'obbligo di adempierla ricada sul dante causa. Più specificamente sul trasferimento di azienda, rami di azienda e società controllate, v. V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

⁴³⁰ Si riscontrano alcune opinioni discordanti in dottrina circa l'opportunità di comprendere o meno, ipotesi di fusione o scissione prive del mutamento della disponibilità dei predetti attivi, per un approfondimento G. SERAFIN, *op. cit.*; V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

⁴³¹ V. F. ZABBAN, A. PEGOLO, *Studio n. 137-2023/I GOLDEN POWER: QUESTIONI APPLICATIVE*, Consiglio Nazionale del Notariato, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 23 novembre 2023, 7; V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit. La soluzione che ammette l'adozione della delibera prima della notifica appare condivisa in dottrina. I primi autori, però, giungono alla medesima conclusione valorizzando la rilevanza endosocietaria della delibera, per cui, inerendo, tanto la delibera sul progetto dell'operazione da parte dell'organo di gestione quanto l'approvazione dei soci in assemblea, a fasi che potrebbero non essere seguite dall'effettiva stipula dell'atto di fusione o scissione, imporre l'ottenimento dell'autorizzazione preliminare sarebbe un onere eccessivo.

La notifica successiva alla stipula dell'atto di fusione o scissione sarebbe invece da considerarsi sempre tardiva⁴³².

Una lettura teleologica offerta da altri autori, invece, depone per ritenere ammissibile che l'assemblea approvi il progetto di fusione o scissione sottoponendone l'efficacia al rilascio dell'autorizzazione prima della stipula.

Ancora, per evitare dubbi sul decorso del termine di opposizione dei creditori, che potrebbe farsi decorrere dall'avveramento della condizione sospensiva apposta alla deliberazione, è stato proposto di approvare il progetto senza condizioni, subordinando invece il mandato agli amministratori al non esercizio dei poteri speciali⁴³³.

Orbene, se è vero che il trasferimento della sede sociale all'estero o, per le imprese che detengono attivi strategici ai sensi dell'art. 2, comma 1 ter, il trasferimento della sede in un paese extra-UE⁴³⁴, è stato indicato tra le operazioni realizzabili *uno actu*, si ritiene che in seguito all'introduzione della trasformazione transfrontaliera e internazionale in forza del d. lgs. 19/2023, nonché dell'introduzione dell'art. 2510 bis c.c., che consente il trasferimento della sede solo mediante la predetta trasformazione, la previsione di un delineato procedimento a formazione progressiva conduce a suggerire, per questa operazione, l'applicazione delle medesime osservazioni indicate per la fusione e la scissione⁴³⁵.

Dalla notifica dell'adozione dei predetti atti, decorre il termine per l'eventuale esercizio del potere di veto, nella cui pendenza, l'impresa è sottoposta all'obbligo di *stand still*.

⁴³² V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit.; G. SERAFIN, *op. cit.*; A. TRISCORNIA, *op. cit.*

⁴³³ V. F. ZABBAN, A. PEGOLO, *Studio n.137-2023/I GOLDEN POWER: QUESTIONI APPLICATIVE*, Consiglio Nazionale del Notariato, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 23 novembre 2023, 7.

⁴³⁴ Art. 2, comma 2-bis, primo periodo, d.l. n. 21/2012.

⁴³⁵ Art. 1, comma 1, lett. b) e art. 2, comma 2, primo periodo, d.l. n. 21/2012. Sul concetto di sede sociale ai fini della disciplina del trasferimento transfrontaliero o internazionale v. L. ENRIQUES, F.M. MUCCIARELLI, *Art. 2507-2510 bis*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna-Roma, 2024. Più in generale sulla polisemia del termine sede sociale, M. BENEDETTI, M. LAMANDINI, *Diritto societario europeo e internazionale*, Utet, Torino, 2016. Sul controllo di legalità da parte del notaio e *golden power*, v. F. ZABBAN, A. PEGOLO, *Studio n.137-2023/I GOLDEN POWER: QUESTIONI APPLICATIVE*, Consiglio Nazionale del Notariato, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 23 novembre 2023, 7. Con riferimento al caso particolare di operazioni straordinarie transfrontaliere e controllo notarile si veda A. FUSARO, *Il ruolo del notaio ed il controllo di legalità*, in *Banca Borsa Titoli Di Credito*, 2024, 6. Più in generale sul trasferimento della sede si segnala F. MUCCIARELLI, *Sede e suo trasferimento*, in *Enciclopedia del Diritto. Società*, Giuffrè, Milano, 2025 e L. BOGGIO, *Mobilità transfrontaliera delle società e continuità soggettiva nell'Unione Europea*, Giappichelli, Torino, 2023.

Nel caso in cui questo venga violato o sia infranto il veto imposto, il decreto legge sanziona il comportamento dell'impresa con la nullità della delibera, degli atti e delle operazioni⁴³⁶.

2. L'esercizio dei poteri speciali

2.1. Il potere di imporre specifiche prescrizioni o condizioni

Come si è anticipato in limine, il *golden power* può esprimersi nelle forme del potere di imposizione di specifiche condizioni all'acquisto di partecipazioni ovvero all'adozione di delibere, atti o operazioni di cui agli artt. 1, co. 4, e 2, co. 2 e 2-bis, d.l. n. 21/2012.

A tal scopo, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. a), condizioni possono essere imposte per garantire la sicurezza degli approvvigionamenti, la protezione delle informazioni, i trasferimenti tecnologici e il controllo delle esportazioni, nel caso di acquisizione, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in imprese che svolgono attività strategiche per la difesa e la sicurezza nazionale. Si comprende, dunque, che l'ambito applicativo è il medesimo del potere di opposizione precedentemente analizzato, il quale infatti opera solo in via residuale, ove l'imposizione di condizioni risulti insufficiente.

All'art. 2, comma 4, del d.l. n. 21/2012, invece, emerge che la prescrizione di vincoli si manifesta come una *species* del potere di veto, esercitato sotto forma di condizioni o prescrizioni ogniquale volta sia idoneo a garantire la tutela dell'interesse alla sicurezza e al funzionamento delle reti, degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti⁴³⁷.

⁴³⁶ Si registra, tuttavia, una disomogeneità tra le norme: l'art. 1, comma 4, decimo periodo, menziona la nullità delle «delibere» e degli «atti», senza includere espressamente le «operazioni», mentre l'art. 2, comma 4, primo periodo, utilizza una formula più ampia. Tale differenza, però, non sembra produrre effetti pratici rilevanti, potendosi risolvere attraverso un'interpretazione estensiva.

⁴³⁷ R. TUCCILLO, *Le tipologie di decisioni: le prescrizioni, le raccomandazioni e le verifiche di ottemperanza*, in *Golden power*, cit.

Nella prassi, come già analizzato, sono stati molto limitati gli interventi del Governo attraverso i poteri di veto e di opposizione all'acquisto, considerato soprattutto il loro carattere residuale. Sono infatti apparsi più numerosi i casi di ingerenza attraverso l'apposizione di specifiche prescrizioni o condizioni⁴³⁸.

Tuttavia, il decreto-legge non determina la portata delle prescrizioni imponibili, così consentendone un contenuto eterogeneo. In questo modo, da un lato possono essere volte a influenzare direttamente la *governance* societaria, ad esempio stabilendo vincoli procedurali per la nomina degli organi sociali o imponendo determinati criteri e termini per le decisioni strategiche. Dall'altro, possono incidere sull'oggetto dell'operazione intervenendo sull'accordo, subordinando, per esempio, l'autorizzazione dell'operazione a modifiche contrattuali o all'apposizione di condizioni risolutive o dell'obbligo di attivare strumenti di risoluzione previsti nel contratto stesso⁴³⁹.

Come anticipato, un altro potere speciale riconosciuto al Governo è quello di opporre un veto all'adozione o al compimento o all'esecuzione di delibere, atti e operazioni che possono incidere sulla titolarità o disponibilità o sulla destinazione dei beni e degli attivi strategici di cui agli artt. 1 e 2 d.l. n. 21/2012.

In letteratura, tra l'altro, c'è chi ha comunque suggerito che la struttura della lett. b), rispetto alla lett. a), relativa al potere di imporre condizioni o prescrizioni di cui all'art. 1, investa più soggetti, non riferendosi alle sole società «che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema difesa e sicurezza nazionale», ma più genericamente a quelle operanti nei settori di cui alla lett. a)⁴⁴⁰.

Nonostante i predetti dubbi interpretativi, l'intenzione del legislatore rimane chiara, ossia quella di assoggettare al controllo governativo le attività di natura esecutiva, unitamente alle decisioni preliminari, adottate in sede

⁴³⁸ Sul punto ASSONIME, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Punti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali (note e studi n. 7/2023)*.

⁴³⁹ La natura strutturale o comportamentale delle condizioni, sebbene possa potenzialmente sopperire alla mancanza di norme particolari nei settori da regolamentare, manifesta un margine di discrezionalità particolarmente ampio proprio per l'assenza della regolazione dei settori, scontrandosi però con la loro natura residuale. V. R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, in RDS, 2018, 3. D'altronde, l'ammissibilità nell'ordinamento di simili poteri speciali, sia da parte del legislatore nazionale che della giurisprudenza europea, si spiegherebbe in forza di questa residualità. Peraltro, prima ancora dei più emblematici esempi di esercizio del potere di imporre specifiche condizioni, veniva segnalato in letteratura che l'eterogeneità di queste condizioni crea situazioni "ibride" che sfumano il confine rispetto alla regolamentazione. Sul punto M. LAMANDINI, *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giur. comm.*, 2016.

⁴⁴⁰ F. BASSAN, *op. cit.* Le condizioni specifiche elencate nella lett. a) sono strumentali alla salvaguardia degli interessi ritenuti essenziali (sicurezza degli approvvigionamenti e delle informazioni, trasferimento di tecnologie, controllo delle esportazioni) e dunque vanno applicate alle imprese che svolgono attività di rilevanza strategica che, ragionevolmente, sono le sole coinvolte. La lett. b) fa riferimento invece al potere di veto esercitabile su delibere che coinvolgono la vita di tutte le aziende che operano nella difesa e sicurezza indipendentemente dalle attività (strategiche o meno) che queste esercitano.

deliberativa, prima che possano produrre i loro effetti. Rientrano tra queste, ad esempio, le delibere con cui si decide di trasferire l'azienda, singoli rami o società controllate, di cedere o costituire diritti reali o di utilizzo su beni materiali e immateriali, oppure di assumere vincoli che ne limitino l'impiego.

Tutto ciò, però, non esaurisce le riflessioni sulla norma. Infatti, le condizioni alle quali il potere di veto può essere esercitato cambiano tra i due articoli. A differenza dell'art. 1, l'art. 2, comma 3, prevede espressamente che il veto possa essere esercitato in presenza di «una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti». In questo periodo si palesa lo spirito del legislatore di evidenziare l'alternatività tra uso dei poteri speciali e regolazione, sulla scorta della giurisprudenza della Corte di Lussemburgo in tema di *golden share*⁴⁴¹.

Dalla notifica dell'adozione dei predetti atti, decorre il termine per l'eventuale esercizio del potere di veto, nella cui pendenza, l'impresa è sottoposta all'obbligo di *stand still*. Nel caso in cui questo venga violato o sia infranto il veto imposto, il decreto legge sanziona il comportamento «dell'impresa» con la nullità della delibera, degli atti e delle operazioni⁴⁴².

2.2. Il potere speciale di imporre specifiche prescrizioni o condizioni nella prassi

L'attuazione delle prescrizioni e delle condizioni imposte viene sottoposta alla vigilanza di un comitato di monitoraggio, istituito con il medesimo d.p.c.m. con cui è esercitato il potere speciale e nel quale sono stabiliti i criteri, le modalità operative e l'amministrazione responsabile del controllo. Per consentire lo svolgimento di tale

⁴⁴¹ F. BASSAN, *op. cit.* La teoria però si scontra con la pratica. Alcuni autori, infatti, criticano l'ampliamento delle maglie della strategicità dei poteri speciali a settori già supervisionati e dettagliatamente regolati come quello finanziario, bancario e assicurativo, avvenuto con l'inclusione all'art. 2 del d.l. n. 21/2012, delle materie di cui all'art. 4 regolamento 2019/452/UE. Cfr. A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Riv. Reg. Merc.*, 2021 e F. RIGANTI, *Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal "Governo" delle banche al Governo nelle banche?*, in *Banca Impr. e Soc.*, 2022; ID., *Golden Powers - Annotazioni critiche in tema di Golden Powers e Stato regolatore del mercato*, in *Giur. It.*, n. 8-9, 1° agosto 2022.

⁴⁴² Si registra, tuttavia, una disomogeneità tra le norme: l'art. 1, comma 4, decimo periodo, menziona la nullità delle «delibere» e degli «atti», senza includere espressamente le «operazioni», mentre l'art. 2, comma 4, primo periodo, utilizza una formula più ampia. Tale differenza, però, non sembra produrre effetti pratici rilevanti, potendosi risolvere attraverso un'interpretazione estensiva.

attività è richiesto alla società di fornire un regolare flusso informativo, generalmente mediante una relazione semestrale sullo stato di adempimento delle condizioni imposte⁴⁴³. Ne deriva che l'imposizione delle condizioni determina un controllo continuativo del potere pubblico sull'attività qualificata come strategica. Controllo che diventa ancor più penetrante ove si consideri il ruolo diretto della Presidenza del Consiglio, a cui appartengono poteri ispettivi e di indagine attraverso l'ausilio della Guardia di Finanza.

Proprio in considerazione dell'assenza di una raccolta di precedenti e della atipicità del potere in commento, un recente studio, alla ricerca di una "prevedibilità" dell'azione amministrativa, ha passato in rassegna i dati raccolti nelle relazioni annuali presentate dal Governo al Parlamento sull'esercizio dei poteri speciali dal 2020 al 2022, individuando le caratteristiche finora ricorrenti delle operazioni che hanno dato luogo all'esercizio del potere⁴⁴⁴.

In primo luogo, è stato registrato che in ragione dei fattori di rischio di cui agli artt. 1 e 2, sono state prevalentemente individuate le seguenti esigenze di tutela: valutazioni sull'opportunità o meno di modificare la *governance* della società che detiene attivi strategici; la necessità che l'operazione garantisca continuità alle attività di ricerca e sviluppo nel settore strategico interessato; la salvaguardia della proprietà intellettuale e del *know-how* nell'ambito patrimoniale della società acquisita; nonché il mantenimento dell'indipendenza e la prosecuzione del progetto industriale originario.

Particolare attenzione è stata inoltre rivolta alla conferma del piano di investimenti e delle attività operative, così come alla dimensione della quota di mercato detenuta dalla società, poiché una quota ridotta attenua il rischio, mentre un incremento significativo della stessa, sia a livello nazionale che europeo, può costituire fonte di criticità. Infine, è stato considerato anche il rischio connesso all'approvvigionamento dei prodotti o dei servizi forniti dalla società oggetto di controllo⁴⁴⁵.

Rispetto alle operazioni che potevano influire sulla *governance* e sugli assetti organizzativi interni dell'impresa, è stato rilevato che nella prassi le condizioni imposte hanno avuto ad oggetto la richiesta di inserire nel consiglio

⁴⁴³ V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in *Golden power*, cit.

⁴⁴⁴ ASSONIME, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Punti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali (note e studi n. 7/2023)*.

⁴⁴⁵ ASSONIME, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Punti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali (note e studi n. 7/2023)*.

di amministrazione un membro dotato di specifici requisiti, l'istituzione di un'unità organizzativa dedicata alle attività aziendali di rilievo per la sicurezza nazionale, o nella previsione di un gradimento governativo per alcune figure chiave dell'organizzazione societaria.

Ove invece i profili di rischio inerivano i processi interni dell'impresa e i profili connessi all'operatività e alla gestione della stessa, le prescrizioni imposte richiedevano l'adozione di politiche aziendali e di piani adeguati di sviluppo, investimento e manutenzione degli *asset* strategici, oltre alla predisposizione di un piano di sicurezza interna volto a prevenire il trasferimento all'estero di *know-how* particolarmente sensibile. In taluni casi, è stato altresì imposto l'obbligo di dare piena attuazione ai piani industriali già avviati dalla società titolare degli *asset* strategici al momento dell'acquisizione, assicurando così la realizzazione degli investimenti precedentemente programmati e il mantenimento della continuità operativa nei settori ritenuti strategici per l'interesse nazionale.

Allo stesso modo, il Governo ha richiesto, in alcune circostanze, di supportare economicamente le attività di ricerca e sviluppo e di garantire la localizzazione sul territorio italiano di specifiche funzioni aziendali o di determinati *asset* strategici, al fine di evitare che essi potessero essere delocalizzati con conseguente pregiudizio per gli interessi pubblici nazionali. In tale prospettiva, non di rado è stato imposto anche il divieto di trasferire all'estero stabilimenti produttivi per un periodo di tempo determinato, così da garantire la stabilità occupazionale e la salvaguardia delle competenze tecniche strategiche. In altri casi ancora, l'esecutivo ha richiesto all'impresa coinvolta nell'operazione la dismissione di propri investimenti in paesi terzi.

Le condizioni imposte hanno inoltre riguardato la necessità di assicurare la regolare prosecuzione delle attività strategiche rilevanti per la sicurezza e l'interesse nazionale, soprattutto laddove costituissero oggetto di rapporti contrattuali in essere con soggetti pubblici o privati operanti nei settori tutelati dalla normativa sul *golden power*. È stata altresì richiesta la tutela e il mantenimento del patrimonio tecnologico strategico, insieme all'obbligo di garantire la continuità dell'offerta di determinati servizi e lo sviluppo di specifiche attività ritenute essenziali⁴⁴⁶.

⁴⁴⁶ ASSONIME, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Punti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali (note e studi n. 7/2023)*.

In più occasioni, poi, è stato imposto di garantire priorità alle domande di forniture urgenti provenienti da società italiane e di assicurare la continuità dei contratti stipulati con la pubblica amministrazione, con i clienti pubblici o con imprese operanti nei settori della difesa e dell'aerospazio, in modo da preservare le attività e i rapporti di rilevanza strategica per il sistema Paese.

Infine, altre forme di prescrizione hanno avuto ad oggetto l'integrazione degli obblighi informativi preventivi, imponendo alla società di comunicare anticipatamente al Governo l'adozione di determinate decisioni inerenti variazioni e riorganizzazioni degli assetti societari ovvero operazioni di delocalizzazione delle attività strategiche, così come ogni atto idoneo a determinare modifiche nella *governance* societaria⁴⁴⁷, oppure il trasferimento del pegno sulle quote societarie o dei diritti di voto e amministrativi ad esse connessi, nonché quelle che provochino una diminuzione, anche solo temporanea, della capacità tecnologica, operativa o industriale dell'impresa, ove ciò comporti una limitazione dell'autonomia societaria.

Nella specie, questi rilievi sono confermati dall'analisi delle vicende più rilevanti degli ultimi anni.

Fra questi merita di essere menzionato il caso TIM S.p.a./Vivendi S.A.⁴⁴⁸ In tale occasione, le prescrizioni imposte dal Governo italiano hanno avuto un elevato grado di ingerenza sulla *governance* societaria, giustificato dalla rilevanza strategica delle attività svolte da TIM e dalle sue controllate Telecom Italia Sparkle S.p.a. e Telsy Elettronica e Telecomunicazioni S.p.a. operanti nel settore delle comunicazioni militari, così fondando l'esercizio del potere ai sensi dell'art. 1⁴⁴⁹. Il D.P.C.M. del 16 ottobre 2017, emanato a valle dell'istruttoria, ha imposto un pacchetto di prescrizioni stringenti. È stato richiesto a TIM e a ciascuna delle sue controllate di istituire un'unità organizzativa autonoma, denominata "Organizzazione di sicurezza", dotata di piena autonomia gestionale e finanziaria, incaricata della supervisione e del controllo delle attività rilevanti per la sicurezza nazionale. Tale unità è stata posta sotto la responsabilità esclusiva di un consigliere munito di cittadinanza italiana e nulla osta

⁴⁴⁷ Rientrano negli obblighi informativi anche le eventuali cessioni di rami d'azienda e quelle del credito relativo ai contratti di finanziamento, qualora tali operazioni determinino il trasferimento del diritto di voto o di altri diritti amministrativi.

⁴⁴⁸ ASSONIME, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Punti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali (note e studi n. 7/2023)*.

⁴⁴⁹ A. GEMMI, *La golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento*, in *Pa Persona e Amministrazione*, 2020, 1. Secondo l'autore il caso rappresenta un punto di svolta nell'atteggiamento del potere esecutivo, il quale per la prima volta manifesta l'invasività del potere in commento.

di sicurezza, con delega esclusiva e soggetto all'approvazione governativa⁴⁵⁰. L'obiettivo principale era garantire un controllo effettivo sulle funzioni critiche, anche mediante la nomina di dirigenti italiani, previo assenso del Governo. Ed infatti, a capo della predetta funzione aziendale, è stata introdotta anche la figura del "funzionario alla sicurezza", da selezionare tra una terna proposta dai servizi di *intelligence* nazionali, con funzioni operative nell'attuazione delle misure di sicurezza⁴⁵¹.

Ancora più di rilievo la prescrizione di garantire la presenza nei rispettivi consigli di amministrazione di un componente, munito di legale rappresentanza, avente esclusiva cittadinanza italiana e abilitazione di sicurezza personale, con delega esclusiva sull'organizzazione di sicurezza, sottoposto all'assenso del Governo⁴⁵².

Una simile previsione configura una deroga rilevante ai principi generali del diritto societario, incidendo sulla discrezionalità interna non solo degli organi di gestione, ma delle prerogative dell'assemblea generale⁴⁵³.

Ulteriori condizioni hanno riguardato i processi decisionali aziendali, imponendo il coinvolgimento sistematico dell'Organizzazione di sicurezza in tutte le decisioni afferenti attività strategiche e imponendo l'adozione di un piano annuale di *security*, comprensivo della mappatura degli *asset* strategici, dell'identificazione di criticità e della pianificazione di interventi con risorse dedicate⁴⁵⁴. Il decreto ha inoltre previsto l'obbligo di mantenere sul territorio nazionale tutte le funzioni ICT di rilevanza strategica, come i SOC, CERT, NOC e Data Center, vietando la delocalizzazione degli apparati critici e imponendo la continuità operativa in Italia per tutte le attività rese in favore delle forze armate e delle amministrazioni pubbliche⁴⁵⁵. Infine, è stato disposto un sistema di controllo preventivo e permanente, comprensivo di obblighi informativi nei confronti del Governo relativi a ogni decisione aziendale suscettibile di incidere sulla sicurezza nazionale, compresa la cessione di *asset*, tecnologie, *know-how* o partecipazioni rilevanti⁴⁵⁶. L'assetto così delineato non comporta solo una significativa limitazione dei poteri discrezionali degli amministratori, ma sostanzialmente costituisce una forma di controllo diretto sulle leve

⁴⁵⁰ D.P.C.M. 16 ottobre 2017, *premesse e art. 1, lett. a)*, punti 1 – 2.

⁴⁵¹ D.P.C.M. 16 ottobre 2017, art. 1, lett. a), punti 1-3.

⁴⁵² D.P.C.M. 16 ottobre 2017, *premesse e art. 1, lett. a)*, punto 16.

⁴⁵³ ASSONIME, *Note e Studi n. 7/2023 – Golden Power e corporate governance delle società quotate*, *Rivista delle Società*, 5–6/2023, p. 1509.

⁴⁵⁴ D.P.C.M. 16 ottobre 2017, art. 1, lett. a), punto 5.

⁴⁵⁵ D.P.C.M. 16 ottobre 2017, art. 1, lett. a), punto 9.

⁴⁵⁶ D.P.C.M. 16 ottobre 2017, art. 1, lett. a), punti 10 – 15.

industriali rilevanti per la sicurezza nazionale, rappresentando l'istituzione di un presidio di sorveglianza istituzionale permanente sulla *governance*.

Deve essere altresì citato il caso Pirelli⁴⁵⁷. Anche in questa vicenda le prescrizioni imposte dal Governo italiano si distinguono per l'intensità dell'ingerenza sugli assetti societari, assistendo all'introduzione di modifiche statutarie obbligatorie. Il D.P.C.M. del 15 giugno 2023 ha inciso sullo statuto della società determinando dei vincoli sulle controllanti di Pirelli, ossia Marco Polo International Italy S.r.l., controllata dalla società China National Tite & Rubber Corporation Ltd, a sua volta controllata da China National Chemical Corporation Limited, anch'essa controllata Sinochem Holdings Corporation Limited, società a partecipazione pubblica della Repubblica Popolare Cinese; e Camfin S.p.a.

In primo luogo, ha imposto alla China National Tite & Rubber Corporation Ltd il divieto di esercitare attività di direzione e coordinamento, disponendo che l'amministratore delegato tratto dalla lista di maggioranza sia indicato da Camfin S.p.a., cui spetta il diritto (*rectius* dovere) di designare gli amministratori. Inoltre, ha prescritto la modifica dello statuto affinché sia garantita una ripartizione delle competenze all'interno del consiglio di amministrazione che attribuisca all'amministratore delegato il potere esclusivo di proposta in relazione a delibere riguardanti *asset* strategici e la nomina o revoca dei dirigenti apicali, riservando la possibilità di approvare decisioni in senso contrario soltanto con un *quorum* rafforzato di quattro quinti del consiglio⁴⁵⁸.

In questo contesto, il diritto di voto del socio di maggioranza estero è stato di fatto sterilizzato, attraverso la previsione di limiti al potere di direzione e coordinamento e l'attribuzione di maggiori facoltà al socio nazionale, al quale, peraltro, è stato imposto di rifiutare ogni richiesta proveniente dalla China National Tite & Rubber Corporation Ltd che esuli dalle prerogative dei soci o provenga da soggetti riconducibili all'agenzia di Stato cinese proprietaria della Sinochem Holdings Corporation Limited.

⁴⁵⁷ Il caso Pirelli ha riguardato il rinnovo del patto parasociale tra Marco Polo International Italy S.r.l., controllata dalla cinese CNRC, e Camfin S.p.A., con l'attribuzione di un ruolo rafforzato al socio estero nella governance della società. Ritenendo che l'operazione potesse compromettere il controllo su *asset* strategici, in particolare la tecnologia CYBER impiegata nei sensori per pneumatici, il Governo ha esercitato i poteri speciali previsti dalla disciplina del Golden Power, imponendo un ampio insieme di prescrizioni finalizzate alla tutela dell'autonomia gestionale della società e alla salvaguardia delle informazioni sensibili. Cfr. ASSONIME, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali* (Note e Studi n. 7/2023), in Riv. soc., nn. 5-6/2023.

⁴⁵⁸ ASSONIME, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali* (Note e Studi n. 7/2023), in Riv. soc., nn. 5-6/2023.

Infine, va segnalato che Pirelli è stata tenuta a istituire un'unità organizzativa autonoma per la sicurezza nonché a adottare una serie di presidi strutturali interni volti a impedire qualsiasi condivisione di dati sensibili o *asset* ICT con soggetti riconducibili alla Repubblica Popolare Cinese e a sottoporsi a monitoraggio continuo da parte del Ministero competente. Anche queste misure, pur motivate da esigenze di sicurezza nazionale, introducono un sistema di vigilanza e controllo pubblico continuo che deroga al principio di indipendenza gestionale delle società di capitali, specialmente se quotate⁴⁵⁹.

Particolarmente significativo, sotto questo profilo, è la vicenda dell'offerta pubblica di scambio lanciata il 25 novembre 2024 da UniCredit sulla totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM. Quest'ultima ha dato luogo all'esercizio dei poteri speciali ex art. 2 d.l. n. 21/2012 mediante D.P.C.M. del 18 aprile 2025⁴⁶⁰, successivamente impugnato da UniCredit dinanzi al TAR Lazio⁴⁶¹.

Sebbene a differenza della casistica sopra riportata, non siano state dettate prescrizioni relative alla composizione degli organi apicali o incidenti sullo statuto, si osserva l'imposizione di misure potenzialmente idonee a condizionare la politica industriale dello stesso istituto bancario.

Tra queste, significativo è l'obbligo imposto alla banca di cessare tutte le attività nella Federazione Russa, inclusa la dismissione del controllo nelle società ivi operanti. Il provvedimento, quindi, agisce direttamente sull'assetto di UniCredit e lo plasma dall'esterno per renderlo adeguato agli interessi strategici della nazione.

⁴⁵⁹ Sul punto F. SPORTA CAPUTI, *Le rinnovate tensioni applicative della disciplina del golden power*, in ODC, 2025, 2.

⁴⁶⁰ Il D.P.C.M. del 18 aprile 2025 ha imposto le seguenti prescrizioni testuali: «non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali»; (ii) «non ridurre il livello dell'attuale portafoglio di *project finance* di Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia»; (iii) «per un periodo almeno 5 anni: (a) non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.A. in titoli di emittenti italiani; (b) supportare lo sviluppo della Società»; (iv) «cessare tutte le attività in Russia (...) entro nove mesi dalla data del provvedimento».

⁴⁶¹ La pronuncia del TAR Lazio del 12 luglio 2025, n. 13748, su OneLEGALE, ha accolto parzialmente il ricorso presentato da UniCredit S.p.A., censurando parzialmente la prima e la seconda misura imposta dal Governo. Il giudice amministrativo, al §14.1.5, ha ritenuto illogica la definizione della durata della prescrizione prima del completamento dell'operazione e quindi dell'analisi dei dati per la realizzazione del piano industriale. Di converso, per i medesimi motivi indicati al predetto paragrafo, il TAR ha giudicato illegittima la seconda misura per la mancata prefissione di un arco temporale di vigenza della misura, che si configura come esercizio di un diretto intervento statale sulla politica aziendale. Sono state, invece, rigettate le altre doglianze, in quanto ritenute conformi alla tutela dell'interesse nazionale. La prescrizione con la quale è stato imposto ad UniCredit di «mantenere il peso attuale degli investimenti di Anima in titoli di emittenti italiani» e di «supportare lo sviluppo della società», infatti, persegue il duplice obiettivo di mantenere l'impiego del risparmio gestito a favore dell'economia nazionale, senza ingerenze nei poteri di gestione di UniCredit, e presidiare gli attivi strategici di Anima Holding S.p.A. Parimenti, per il G.A., è apparso pertinente, rispetto agli interessi strategici del Paese, l'obbligo di cessare tutte le attività in Russia, raccolta, impieghi, collocamento fondi prestiti transfrontalieri, entro nove mesi dalla data del D.P.C.M., in ragione dei molteplici rischi legati al diritto russo che mina alla condivisione dei flussi informativi necessari con la *holding* europea o, ancora, la espone all'inottemperanza ai requisiti regolamentari in materia antiriciclaggio. Nell'individuazione di questi profili di rischio il TAR Lazio ha richiamato i rilievi del Tribunale dell'Unione europea, espressi con ordinanza del 22 dicembre 2024 pronunciata nella causa T324/24 R, e instaurata da UniCredit avversi una raccomandazione formulata dalla BCE relativa alla riduzione dei prestiti transfrontalieri.

Il giudice amministrativo ha ritenuto coerente questa misura con la *mission* del *golden power* perché giustificata da esigenze geopolitiche, tali, tra l'altro, da far esulare dai propri poteri di vaglio l'esame del merito. Tuttavia, si scorge che proprio per ammettere l'aderenza della prescrizione al decreto *golden power*, il G.A. ha implicitamente ricondotto l'esame del d.p.c.m. alla conformità con la disciplina regolamentare del settore bancario, richiamando le argomentazioni del Tribunale dell'Unione europea, nella causa T324/24 R⁴⁶², per asseverare la presenza di rischi sistemici derivanti dalla normativa russa⁴⁶³.

3. Ricadute sulla *governance* societaria e sui diritti dei soci

3.1. Le conseguenze sociali dell'omissione o dell'errata notifica

Gli artt. 1 e 2 d.l. n. 21/2012 condividono lo stesso impianto sanzionatorio in caso di mancata notifica o di inottemperanza alle condizioni imposte dal veto governativo⁴⁶⁴.

Nell'ipotesi di notifica incompleta o errata il termine per l'esercizio dei poteri non decorre sintantoché non viene integrata, non esaurendo così le prerogative del Governo. Ciononostante, nelle ipotesi di acquisizione di partecipazione rilevante, l'irregolarità non influisce sull'effetto sospensivo dei diritti di voto - e degli altri diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale - connessi alla partecipazione rilevante. Né diversamente può accadere con riferimento alle delibere, atti o operazioni.

Differentemente, l'omissione della notifica non pregiudica l'esercizio dei poteri speciali, sempre possibile mediante l'avvio d'ufficio del procedimento.

⁴⁶² Tribunale dell'Unione Europea, causa T-324/24 R, ord. 22 dicembre 2024,

<https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=292529&pageIndex=0&doclang=IT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=10988245>.

⁴⁶³ La scelta sembra conforme col quadro delle regole del meccanismo di vigilanza unico, ma se è altrettanto vero che i poteri speciali sono in un rapporto di residualità col sistema regolamentare, allora, pur avendo raggiunto uno scopo coerente alla tutela della stabilità del sistema creditizio, dall'altro avrebbe dovuto essere adottato dall'autorità di vigilanza competente: la Banca Centrale Europea. L'assunto che maggiore è l'espansione del campo regolamentare, più contingentata è l'ampiezza delle prescrizioni non è sempre vero, in ragione del fatto che, come in un caso del genere, possono coesistere piani differenti. Il primo in materia di vigilanza e stabilità sistemica, l'altro in materia di tutela degli interessi strategici che coinvolgono questioni geopolitiche. Sorge quindi spontanea la questione su quali possano essere le conseguenze di due provvedimenti, provenienti da due autorità differenti, una di vigilanza -regolamentare, l'altra governativa, inerenti la medesima operazione.

⁴⁶⁴ F. BASSAN, *op. cit.*

3.2. L'invalidità delle delibere non conformi ai poteri speciali

Sul piano degli effetti derivanti dalla violazione del veto-opposizione all'acquisto di partecipazioni rilevanti ovvero delle prescrizioni e condizioni imposte per l'adozione di delibere incidenti sull'attività strategica ex art. 1, o sugli asset ai sensi dell'art. 1 e 2 d.l. n. 21/2012, si osserva che il legislatore ha approntato un doppio binario sanzionatorio.

Per un verso, neutralizza con la nullità la delibera, l'atto o l'operazione posti in essere in violazione dell'art. 1 e dell'art. 2 d.l. n. 21/2012, con ulteriore attribuzione al Governo del potere di *ingiungere* il ripristino dello *status quo ante*⁴⁶⁵. Per altro verso, punisce la violazione delle prescrizioni con l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie a carico della società⁴⁶⁶.

Concentrandoci sul primo rimedio, dalla chiara natura sanzionatoria a vocazione civilistica, si osserva che la nullità è disposta dal decreto in due ipotesi.

La prima ricorre in caso di acquisto di partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 1 e 2 d.l. n. 21/2012, qualora le delibere siano eventualmente adottate con il voto determinante di tali azioni o quote, ovvero quando le delibere o gli atti siano assunti in violazione o inadempimento delle condizioni imposte per il perfezionamento dell'acquisto.

La seconda, invece, è sancita all'art. 1, co. 4, e all'art. 2, co. 4, d.l. n. 21/2012 e prevede la nullità delle delibere, dell'atto e, ai sensi dell'art. 2, dell'operazione, posti in essere in violazione dei predetti commi. La dottrina non sembra dubitare che nel caso di violazione delle prescrizioni e delle condizioni operi la nullità⁴⁶⁷.

⁴⁶⁵ Nel caso di acquisto di partecipazioni rilevanti, ove il Governo eserciti il veto o l'opposizione all'acquisto, l'acquirente deve cedere le partecipazioni nel termine di un anno. In mancanza, ai sensi dell'art. 1, co. 5, e l'art. 2, co. 6, d.l. n. 21/2012, il Tribunale, su richiesta dell'esecutivo, ordina la vendita delle suddette azioni o quote secondo le procedure di cui all'art. 2359 ter c.c.

Differentemente, nei casi di violazione o mancato ottemperamento delle prescrizioni imposte dal Governo per le ipotesi di cui all'art. 1, co. 4, e art. 2, co. 4, d.l. n. 21/2012, in forza dell'art. 1, 4, ultimo periodo, e art. 2, co. 4, ultimo periodo, d.l. n. 21/2012, ingiunge alla società di ripristinare a proprie spese la situazione anteriore. Questo potrà avvenire con revoca della delibera, risoluzione contrattuale, dismissione della partecipazione, caducazione del trasferimento di beni-diritti, ecc. a seconda dell'operazione sanzionata.

In caso di inerzia, resta praticabile la richiesta di un provvedimento giudiziale d'ingiunzione e, se persiste l'inadempimento, il giudizio di ottemperanza. Sul punto, V. DONATIVI, *Golden Power. Profili di diritto societario*, cit., enfatizza: «Così, per limitarsi agli esempi più semplici ed evidenti, a una fusione potrebbe seguire una scissione perfettamente speculare e, viceversa, a una scissione una fusione; a una cessione di azienda o di un ramo d'azienda potrebbe seguire una retrocessione equivalente; e così via».

⁴⁶⁶ Art. 1, commi 4, 5 e 8-bis, e art. 2, commi 4, 5 e 6, d.l. n. 21/2012.

⁴⁶⁷ V. DONATIVI, *Golden Power. Profili di diritto societario*, cit.

Tuttavia, l'introduzione di un sistema di questo tenore pone dubbi interpretativi sulla compatibilità della nullità con l'assetto del diritto societario post-riforma Vietti⁴⁶⁸.

Ha quindi condotto la dottrina a domandarsi se la nullità impartita dal decreto *golden power* sia una nullità speciale o di diritto comune, ossia se tratti della stessa nullità di cui all'art. 2379 c.c. o costituisca invece una sorta di nullità *sui generis* nel contesto societario, riconducibile alla nullità di diritto comune per l'invalidità delle deliberazioni assembleari⁴⁶⁹.

Altro aspetto concerne il rapporto tra la nullità *golden power* e la presenza di preclusioni-sanatorie, come per il caso di delibere assembleari relative ad aumenti o riduzioni di capitale ed emissioni obbligazionarie⁴⁷⁰. Sul punto la dottrina propende per l'applicazione del regime societario, in ottica di bilanciamento tra gli interessi generali, tutelati dalla specialità codicistica, e l'interesse del singolo socio che abbia votato in violazione del d.l. n. 21/2012⁴⁷¹.

Soluzione che si presterebbe ad essere adottata anche alle ipotesi di delibere di cui all'art. 1, co. 1, lett. b), e art. 2, co. 2 e 2-bis, d.l. n. 21/2012, afflitte da nullità⁴⁷².

In dottrina si è altresì discusso della legittimazione all'impugnazione quando la delibera illegittima provenga «dagli organi di amministrazione» e, in particolare, dal consiglio di amministrazione. L'art. 2388 c.c. non distingue tra nullità e annullabilità delle deliberazioni consiliari e limita l'impugnazione all'esperimento dell'azione da parte del collegio sindacale o agli amministratori assenti o dissenzienti, nel termine di novanta giorni,

⁴⁶⁸ Il tema ripropone sostanzialmente le questioni che contraddistinguevano il dibattito pre-riforma del testo dell'art. 2379 c.c., il quale, indicate due ipotesi tipiche, richiamava la disciplina generale sulla nullità del contratto. Sul dibattito si vedano R. LENER, *Art. 2379 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004.

⁴⁶⁹ V. DONATIVI, *Golden Power. Profili di diritto societario*, cit. In sintesi, i due regimi di nullità coinciderebbero quanto alla legittimazione ad agire e alla rilevanza d'ufficio del vizio. Divergerebbero, invece, in punto di prescrizione e di preclusioni all'impugnativa.

⁴⁷⁰ Art. 2379-ter c.c., esteso alla s.r.l., limitatamente all'aumento o alla riduzione del capitale sociale.

⁴⁷¹ V. DONATIVI, *Golden Power. Profili di diritto societario*, cit.

⁴⁷² Una scelta in questo senso potrebbe essere in linea con l'orientamento giurisprudenziale formatosi attorno alla previsione di cui all'art. 2379 c.c. che commina la nullità delle deliberazioni assembleari nei casi in cui l'oggetto sia impossibile o illecito, dunque contrario a norme imperative, ordine pubblico o buon costume. Infatti, secondo un consolidato orientamento della giurisprudenza di legittimità, sono nulle le deliberazioni il cui contenuto contrasti con norme imperative poste a tutela di un interesse generale, che trascende quello del singolo socio, ovvero che determinino una deviazione dallo scopo economico-pratico del contratto di società. Ciò, se le norme di cui al decreto *golden power* si riconducono nel novero delle regole cogenti di cui alla prima categoria. Più ampiamente sulla nullità delle delibere assembleari nella s.p.a., v. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*, a cura di M. Campobasso, Milano, 2020, nonché G. GUERRIERI, *La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Giuffrè, 2009; G. GUERRIERI, *sub art. 2379 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Wolters Kluwer - CEDAM, Milanofiori Assago, 2017.

decorrente dalla deliberazione, ovvero dei soci nei soli casi in cui le delibere siano lesive dei loro diritti. Da qui due letture: per una parte della dottrina, il sistema delle deliberazioni del consiglio di amministrazione sarebbe confinato alla sola annullabilità, con esclusione dell'art. 2379 c.c. o, comunque, della legittimazione di soggetti ulteriori rispetto a quelli indicati dall'art. 2388 c.c., così garantendo una maggiore stabilità delle scelte gestorie⁴⁷³. Per altra parte, anche le delibere consiliari potrebbero essere colpite da nullità, applicando in via analogica la disciplina assembleare⁴⁷⁴.

Sia l'art. 1, co. 4, nono periodo, che l'art. 2, co. 5, undicesimo periodo, d.l. n. 21/2012, inoltre, dispongono la nullità degli atti adottati o delle operazioni realizzate in violazione del decreto *golden power*, così rimarcando l'intenzione del legislatore di colpire gli atti esecutivi o attuativi delle decisioni, tanto assembleari che dell'organo di gestione, lesive degli interessi protetti.

Un serio problema di coordinamento tra la nullità ex d.l. n. 21/2012 e l'invalidità prevista nell'apparato societario si presenta nel caso di operazioni a formazione progressiva e complessa. Si pensi in tema di fusione o scissione all'art. 2504-quater c.c., richiamato, in materia di scissione, dall'ultimo co. dell'art. 2506-ter c.c.

Nella tassonomia codicistica, quindi, l'invalidità delle delibere e delle operazioni conseguente alla violazione del *golden power* governativo appare inconciliabile.

Non manca poi in dottrina l'opinione di chi, facendo perno sulla specialità del decreto *golden power*, ritiene che il regime di invalidità delle delibere ivi impartito prevalga sul regime societario, *lex generalis*, dettato dal codice⁴⁷⁵.

⁴⁷³ V. DONATIVI, *Golden Power. Profili di diritto societario*, cit. Sull'invalidità delle delibere consiliari si vedano A. PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere consiliari*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, UTET, Torino, 2006. M. IRRERA, *sub art. 2388*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante e O. Cagnasso [et. al], Zanichelli, Bologna, 2004. A. TOFFOLETTO, *Amministrazione e controlli*, AA.VV., in *Diritto delle società di capitali*, Manuale breve, Giuffrè, Milano, 2003.

⁴⁷⁴ S. AMBROSINI, *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di S. Ambrosini, Giappichelli, Torino, 2003.

⁴⁷⁵ A. NIGRO, *Le operazioni straordinarie nel diritto societario: note introduttive*, in *Diritto delle operazioni straordinarie*, Bologna, Il Mulino, 2022.

3.3. Obblighi dell'organo di amministrazione

La disciplina contempla svariati atti di competenza sia dell'assemblea che dell'organo amministrativo, soprattutto in relazione all'esercizio di poteri speciali in occasione di delibere, atti o operazioni oggetto degli artt. 1 e 2 decreto *golden power*.

Come precedentemente osservato, l'obbligo di notifica relativamente all'acquisto di partecipazioni rilevanti è posto sull'acquirente, o più in generale sull'avente causa, nelle forme, ove possibile, della notifica congiunta. Questo significa che nel caso l'acquirente fosse una società, l'adempimento dell'obbligo dovrebbe intendersi ricadere sull'organo di gestione.

Nel caso di delibere, atti o operazioni, invece, è opportuno fare la seguente precisazione.

Nella società per azioni, salva la possibilità per gli statuti di prevedere un'autorizzazione dell'assemblea per il compimento di singoli atti di competenza degli amministratori ai sensi dell'art. 2364, co. 1, n. 5, c.c., la suddivisione fra competenze assembleari e amministrative è rigidamente fissata⁴⁷⁶.

Differentemente, il regime della società a responsabilità limitata detta un'organizzazione corporativa e relativa suddivisione delle competenze più fluida.

Infatti, salvi i compiti inderogabilmente conferiti ai soci o agli amministratori, l'atto costitutivo può introdurre un differente assetto, riservando ai soci «particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società». Ad esempio, potrebbero essere assegnati poteri per il compimento di determinate operazioni o poteri di veto su determinati atti gestori. Parimenti, lo statuto può derogare al metodo assembleare e prevedere che le decisioni dei soci siano assunte con un metodo differente⁴⁷⁷.

⁴⁷⁶ A. ABU AWWAD, *Sul cd. Golden power*, in *Nuovo dir. soc.*, 2022.

⁴⁷⁷ Art. 2479 c.c.

Altrettanto può dirsi della funzione amministrativa che, ove pluripersonale, potrebbe comportare la costituzione di un consiglio di amministrazione oppure avvalersi dei sistemi previsti per le società di persone.

Nel riparto delle attribuzioni tra soci e amministratori della s.r.l. va ricordato l'art. 2479, comma 2, n. 5, che circoscrive i poteri gestori e rimette all'assemblea dei soci le decisioni sulle operazioni idonee a incidere in modo sostanziale sull'oggetto sociale, potendovi far rientrare fra queste il trasferimento dell'azienda o di un suo ramo o la cessione di una partecipazione rilevante.

Nell'ipotesi di società per azioni, l'organo di amministrazione ha il dovere di dare attuazione all'oggetto sociale e alle determinazioni assembleari. Conseguentemente, deve ritenersi che per i summenzionati atti o delibere ad essere tenuto all'adempimento della notifica sia l'organo di amministrazione.

Nelle società a responsabilità limitata, invece, se lo statuto attribuisce al socio il potere di compiere atti di gestione, questo, nel compimento di un atto che rientri nella disciplina *golden power*, dovrebbe ritenersi obbligato solidalmente con l'organo di amministrazione alla trasmissione dell'atto e della relativa informativa.

Il tema si incrocia con quello dei diversi flussi informativi previsti a seconda che la delibera, l'atto o l'operazione siano adottati dai soci o dall'organo amministrativo. Così, ove l'atto trasmesso fosse una delibera assembleare, sarà necessario fornire al Governo tutti i documenti messi a disposizione dei soci prima dell'assemblea; questo, tanto nei casi in cui la legge ne preveda espressamente la redazione, quanto allorché, seppur non prevista, l'organo amministrativo l'abbia comunque predisposta o abbia fornito informazioni documentali durante l'assemblea.

Si rileva che la circolazione e lo scambio di informazioni variano, non solo a seconda del tipo di società, ma anche in base all'assetto organizzativo adottato.

Dunque, si potrebbe osservare che per il solo fatto di rientrare nel settore strategico di cui all'art. 1 ovvero di detenere gli attivi individuati ai sensi dell'art. 2, il dovere ex art. 2086, co. 2, c.c. impone all'organo di gestione

della società strategica l'istituzione di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile che garantisca un flusso informativo adeguato volto ad assolvere tempestivamente l'adempimento dell'obbligo di notifica.

Questo conduce persino ad immaginare che anche la trasmissione di una notifica incompleta, ove sia il risultato di un assetto giudicato inadeguato, possa costituire fonte di responsabilità dell'organo di gestione nei confronti della società.

Parimenti, sempre con riferimento all'adeguatezza dell'assetto, interrogativi sorgono in seguito all'esercizio dei poteri speciali mediante imposizione di prescrizioni o condizioni.

Come osservato, nella prassi il Governo adotta misure che incidono direttamente sull'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, unitamente a misure non direttamente correlate all'assetto.

In quest'ultimo caso, l'adempimento delle prescrizioni, tipicamente aventi contenuto negativo con obbligo di non fare, ricadono sull'organo di amministrazione e dell'eventuale amministratore delegato. Queste poi si ripercuotono a cascata sulle funzioni dell'organigramma, al fine di scongiurare che possano verificarsi violazioni alle prescrizioni imposte. Tanto, quindi esprime un'esigenza di adeguatezza degli assetti, anche in assenza di misure governative pure e semplici sugli stessi⁴⁷⁸. Dall'imposizione di prescrizioni o condizioni deriva sull'organo di gestione un duplice dovere: il rispetto della condizione e l'adozione di un assetto adeguato al rispetto della condizione.

In caso di omissione, allora, può ritenersi ammissibile la denuncia al Tribunale ex art. 2409 c.c.⁴⁷⁹. Infatti, consolidata giurisprudenza ammette che l'inadeguatezza dell'assetto possa essere oggetto di denuncia al Tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c., a prescindere dallo stato di crisi dell'impresa⁴⁸⁰. Quindi, qualora il collegio

⁴⁷⁸ Dubbi si pongono in relazione al rapporto fra prescrizioni governative che definiscono staticamente gli assetti e la responsabilità degli amministratori. Sul punto A. TRISCORNIA, *op. cit.*

⁴⁷⁹ M. G. PAOLUCCI, *Sub art. 2409 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Wolters Kluwer - CEDAM, Milanofiori Assago, 2017.

⁴⁸⁰ Sull'art. 2409 c.c. e la violazione dell'art. 2086 c.c., v. Trib. Brescia, 23 ottobre 2024, su OneLEGALE; Trib. Catania, 08 febbraio 2023, su OneLEGALE; Trib. Milano, 21 ottobre 2019, su OneLEGALE; Trib. Milano, 18 ottobre 2019, n. 2769, su OneLEGALE.

sindacale, gli amministratori o i soci sopra il 10% notino che la società non si ponga in modo rispettoso delle prescrizioni, potranno attivare il rimedio ex art. 2409 c.c.⁴⁸¹.

Altro rimedio può essere l'impugnativa della delibera assembleare o del consiglio di amministrazione ove questa comporti la violazione della prescrizione⁴⁸².

3.4. Le conseguenze dei poteri speciali sui diritti del socio

L'esercizio dei poteri speciali si ripercuote direttamente sulla posizione del socio, specialmente quando ha ad oggetto la cessione di partecipazioni rilevanti.

La dottrina ha più volte segnalato le criticità derivanti dalla temporanea inibizione dei diritti di voto e, più in generale, delle prerogative non patrimoniali connesse alla partecipazione acquisita, perdurante dalla notifica sino alla scadenza del periodo utile per un eventuale intervento governativo. Una misura di tal genere può alterare gli equilibri proprietari e compromettere il principio maggioritario in assemblea, con effetti potenzialmente paralizzanti, soprattutto qualora venga prorogato il termine ordinario di quarantacinque giorni o disposto l'obbligo di alienazione in caso di opposizione all'acquisto⁴⁸³.

Come evidenziato da parte della più autorevole dottrina, ai sensi dell'art. 2368, comma 3, c.c.⁴⁸⁴, le azioni il cui diritto di voto risulti, anche solo temporaneamente, sospeso dovrebbero comunque essere computate ai fini del *quorum* costitutivo, esponendo – nelle operazioni di trasferimento del controllo – il socio di riferimento, sia esso il cedente o il cessionario, al rischio di abusi da parte delle minoranze⁴⁸⁵.

⁴⁸¹ Sull'art. 2409 c.c., v. M. G. PAOLUCCI, *Sub art. 2409 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, cit.

⁴⁸² Sul punto, v. *supra*, par. 3.2.

⁴⁸³ Incertezze applicative e operative si pongono in presenza di operazioni di dubbia riconducibilità alla disciplina *golden power*, come nei casi di avvio del procedimento *ex officio* in caso di omissione della notifica.

⁴⁸⁴ Art. 2368, co. 3, c.c.: «Salvo diversa disposizione di legge le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea. Le medesime azioni e quelle per le quali il diritto di voto non è stato esercitato a seguito della dichiarazione del soggetto al quale spetta il diritto di voto di astenersi per conflitto di interessi non sono computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione della deliberazione».

⁴⁸⁵ Sul punto E. PRENESTINI, *op. cit.* Ivi evidenzia la presenza di analoghi pericoli di sopraffazione della minoranza in caso di sospensione del voto relativa a larga parte del capitale.

Nel caso in cui, invece, si trattasse di partecipazione totalitaria, si condivide l'opinione di chi in accademia ha evidenziato il rischio di una paralisi totale dell'organo assembleare, che non sarebbe limitata al solo spirare del termine di quarantacinque giorni, salvo proroghe, ma anche all'ipotesi di notifica successiva e operazione condizionatamente sospesa per volontà della legge⁴⁸⁶. In queste due circostanze la paralisi si prolungherebbe fino all'alienazione delle partecipazioni e all'espletamento di un eventuale nuovo procedimento in attesa del "gradimento" governativo. Si tratterebbe invero dell'inibizione di qualsiasi facoltà legata alla partecipazione sociale il cui esercizio possa risolversi nell'esercizio di un'influenza da parte del titolare *in pectore* sulla società bersaglio.

Un altro problema posto dal decreto è la sospensione dei diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale.

Nell'inquadrare il contenuto della locuzione *de qua*, la dottrina sembra concorde che la previsione comporti la preclusione dell'esercizio del diritto di intervento a concorrere alle adunanze dell'assemblea⁴⁸⁷.

Un autore, invece, offrendo una dettagliata elencazione, propende per un'interpretazione del sintagma che includa anche il diritto di esprimere il gradimento in caso di trasferimento di azioni⁴⁸⁸, il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea⁴⁸⁹, il diritto di consultare il libro dei soci e il libro delle adunanze e delle deliberazioni delle assemblee⁴⁹⁰, oltre a porre dubbi circa l'esercizio di eventuali diritti di opzione, prelazione e recesso⁴⁹¹.

Altri ancora ha sottolineato persino conseguenze sul diritto di agire in sede giurisdizionale per impugnazione delle delibere assembleari o anche sul diritto a concorrere all'esercizio dell'azione sociale avverso gli amministratori⁴⁹².

⁴⁸⁶ E. PRENESTINI, *op. cit.*

⁴⁸⁷ Art. 2370 c.c. – Così, E. PRENESTINI, *op. cit.*; V. DONATIVI, *Golden Powers. Profili di diritto societario*, cit.

⁴⁸⁸ Art. 2355-bis, co. 2, c.c.

⁴⁸⁹ Art. 2367 c.c.

⁴⁹⁰ Art. 2422, co. 1, c.c.

⁴⁹¹ V. DONATIVI, *Golden Powers. Profili di diritto societario*, cit.

⁴⁹² E. PRENESTINI, *op. cit.*

Simili questioni si pongono per l'esercizio dei medesimi diritti connessi alla titolarità di una quota di s.r.l., mentre è fuor di dubbio che i diritti speciali attribuiti in statuto al socio di s.r.l. non sarebbero neppure sospesi, non potendo essere oggetto del trasferimento *ex se*.

Si dovrebbe altresì ritenere sospeso il diritto di informazione del quotista ex art. 2476, co. 2, c.c., in un'ottica di protezione del compendio informativo strategico dall'accesso del socio *in pectore*.

Alla luce della complessità della disciplina e della severità delle sanzioni, la prassi applicativa si orienta a inserire l'ottenimento della "autorizzazione" *golden power* tra le condizioni sospensive dei contratti preliminari e a procedere con l'atto di trasferimento delle partecipazioni soltanto dopo aver ricevuto il provvedimento del Consiglio dei ministri – o del DICA - contenente la conferma di non esercizio dei poteri speciali o la dichiarazione di inapplicabilità della normativa⁴⁹³.

Alcuni autori non hanno mancato di evidenziare, però, come la scelta negoziale di anticipare la notifica ad una fase preventiva del perfezionamento dell'acquisizione possa comunque influire sugli equilibri societari, specie se accompagnati da accordi sulla gestione.

È stata così ipotizzata la stipula di un accordo tra le parti che attribuisca al cessionario, sino al rilascio del provvedimento amministrativo, il potere di impartire direttive al cedente sulla gestione dell'impresa.

Tale schema però non sarebbe esente da critiche, poiché non solo determina una scissione tra potere e rischio economico, oltre a dar luogo a potenziali conflitti di interesse con l'organo di gestione, ma sarebbe in pieno contrasto con la disciplina *golden power*, che sospende l'esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione rilevante fino alla scadenza del termine per l'esercizio dei poteri speciali, ragionevolmente al fine di evitare qualsivoglia influenza sull'impresa.

⁴⁹³ F. ZABBAN, A. PEGOLO, *Studio n.137-2023/I GOLDEN POWER: QUESTIONI APPLICATIVE*, Consiglio Nazionale del Notariato, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 23 novembre 2023. Sul punto E. PRENESTINI, *op. cit.*, osserva però che trattasi comunque di meccanismi volontari di autosospensione degli effetti dell'acquisizione sino all'eventuale esercizio del *golden power*.

Parallelamente, si realizzerebbe una cessione del controllo di tipo contrattuale, che dovrebbe essere oggetto di un'ulteriore notifica in ragione proprio della concretizzazione di uno dei presupposti di cui al d.l. n. 21/2012.

Si segnala, poi, che ove venisse esercitato il veto o l'opposizione sul trasferimento, l'impresa risulterebbe essere stata gestita da un soggetto ritenuto a rischio per la tutela degli interessi pubblici; talché dovrebbe dubitarsi della validità stessa dei provvedimenti conseguenti alle direttive impartite da quest'ultimo. Ciò, non tanto solo perché potenzialmente in conflitto di interessi con l'interesse sociale - il che richiederebbe un esame caso per caso -, ma perché dovrebbero ritenersi contrari alla legge.

Altra ipotetica convenzione fra le parti potrebbe invece affidare la gestione alla cedente. Previsione che, sebbene rispetti la logica della normativa, potrebbe però nei fatti rivelarsi contro l'interesse del cessionario, specie se avente ad oggetto una partecipazione di controllo o totalitaria⁴⁹⁴.

⁴⁹⁴ E. PRENESTINI, *op. cit.*

GOLDEN POWER: DISPOSIZIONI VAGHE E OPERATORI INCERTI.

UN PROBLEMA DI CERTEZZA E PREVEDIBILITÀ

Andrea Gemmi

1. Premessa metodologica e prospettiva di analisi

L'interesse degli Stati verso gli strumenti di controllo securitario dell'economia (funzioni economico-securitarie) è frutto di preoccupazioni sistematiche, non collegate ad un tipo specifico di transazione o a un tipo di minaccia particolare. Se nei primi anni di ampliamento di queste normative veniva indicato il rischio di acquisto da parte di fondi sovrani e di società controllate da governi stranieri, e quindi di operazioni potenzialmente mosse da interessi geopolitici, oggi questa prospettiva non sembra più sufficiente a comprendere un intervento pubblico più ampio e complesso.

Le discipline economico-securitarie, ivi inclusa quella italiana, sembrano infatti caratterizzate da una particolare *vis expansiva*, sia dal punto di vista delle novelle legislative che della prassi amministrativa di applicazione.⁴⁹⁵ Rimandando ai paragrafi seguenti le valutazioni di legittimità, occorre in questa sede preliminarmente notare che l'ampliamento del *golden power* nella sua fase applicativa non deve valutarsi soltanto con riguardo al numero di casi di esercizio dei poteri speciali, nella forma del veto o delle prescrizioni⁴⁹⁶. All'applicazione della normativa

⁴⁹⁵ Sulle riforme avvenute dal 2018 in poi, Chieppa-Piro-Tucillo (2023); De Nitto (2022); Sacco Ginevri (2021); Riganti (2022); Paccione (2022); Masotto (2022); De Nitto (2022); Lalli (2022); Riganti (2022); Bianconi (2022); Picotti (2022); Tomasicchio (2022); Raganelli-Marconi (2021); Arena (2021); Serafini (2021); Maccarrone (2021); Gallo (2021); Marra (2020); Sandulli (2020); Napolitano (2020); Scarchillo (2020); Lener (2020); Vasques (2020).

⁴⁹⁶ Le stesse prescrizioni, che come noto sono atipiche e rimesse alla discrezionalità dell'amministrazione, potrebbero peraltro essere studiate nel loro contenuto per capire se vi sia una tendenza di ampliamento dell'uso del potere – con prescrizioni ampie e invasive, oppure specifiche e circoscritte. Tale analisi è però ostacolata dalla mancanza di pubblicità dei

non è infatti chiamata solo l'autorità, ma anche gli operatori, che devono avviare il procedimento con notifica e prenotifica, e valutare i rischi connessi al procedimento. Risulta peraltro evidente che sussiste un rapporto di causalità tra queste due attività di autorità e operatori, e, ad una prassi ampliativa da parte della prima, consegue una prassi ulteriormente cautelativa da parte dei secondi. Risulta allora determinante notare che dal 2020 al 2024, senza che siano occorse riforme significative nella normativa, le notifiche sono cresciute del 93%, con un incremento percentuale pressoché stabile ogni anno⁴⁹⁷. Fermo restando che il presente contributo ha ad oggetto la normativa di *golden power*, l'ampliamento in esame non costituisce un fenomeno nazionale, ma una tendenza quantomeno europea, che ha visto in pochi anni quasi tutti gli Stati membri adottare e rafforzare gli strumenti securitari di controllo degli investimenti. La *golden power* è qui studiata con la consapevolezza che le stesse tendenze e rischi rilevati caratterizzano così l'esperienza italiana come il panorama europeo.⁴⁹⁸

Dietro a questo processo di ampliamento degli strumenti securitari vi sono infatti noti fenomeni sul piano geopolitico e sul piano della politica legislativa, con il ripensamento del ruolo dello Stato nel mercato –, ma anche sul piano prettamente normativo, con l'espansione dell'utilizzo di categorie indefinite⁴⁹⁹. Sembra infatti riduttivo limitare al momento legislativo l'espressione della citata tendenza espansiva.⁵⁰⁰ È la stessa normativa che, intendendo agevolare una peculiare flessibilità ai poteri autoritativi pubblici, ammette che anche nel momento applicativo possa esprimersi una tendenza espansiva. In altre parole, è anche il dato positivo a

provvedimenti, che invero sarebbe auspicabile, potendosi ipotizzare che nella reportistica annuale fossero anche indicate in via anonima e aggregata le tipologie di prescrizioni. Una tale reportistica sembrerebbe anche offrire utili elementi alle valutazioni relative alla atipicità dei poteri, su cui si tornerà *infra*.

⁴⁹⁷ Nel periodo compreso tra il 2020 e il 2024 si osserva una crescita significativa delle comunicazioni inviate ai sensi della normativa sul Golden Power, sia in termini di notifiche formali sia di prenotifiche, introdotte a partire dal 2022. Nel 2020, anno di riferimento iniziale, sono state registrate 342 notifiche, senza alcuna prenotifica, poiché il relativo istituto non era ancora previsto. L'anno successivo, il 2021, ha segnato un incremento del 45% rispetto al 2020, con 496 notifiche, confermando una tendenza espansiva legata all'ampliamento dei settori strategici sottoposti a vigilanza.

Nel 2022, oltre alle 608 notifiche (+22,6% rispetto al 2021), si è registrata l'introduzione delle prenotifiche, pari a 43 unità, a seguito delle modifiche regolamentari che hanno semplificato le procedure di comunicazione preventiva. Il totale delle comunicazioni (notifiche e prenotifiche) ha raggiunto 651, con un incremento complessivo del 31,8% rispetto all'anno precedente. Il 2023 ha evidenziato una lieve flessione delle notifiche (577, -5,1% rispetto al 2022), compensata da un forte aumento delle prenotifiche (150, +248,8%), per un totale di 727 comunicazioni, pari a un incremento del 12,1% sul complesso dell'anno precedente. Tale dinamica riflette una crescente preferenza degli operatori per la prenotifica, quale strumento di interlocuzione preventiva con l'autorità.

Infine, nel 2024, il numero delle notifiche è tornato a crescere (660, +14,4%), mentre le prenotifiche hanno registrato un incremento più contenuto (175, +16,7%), portando il totale delle comunicazioni a 835, con un aumento del 14,9% rispetto al 2023. Complessivamente, nel quinquennio considerato, il volume delle notifiche è quasi raddoppiato (+93%), mentre il totale delle comunicazioni (notifiche e prenotifiche) è cresciuto del 144%, passando da 342 nel 2020 a 835 nel 2024.

⁴⁹⁸ Cfr. *ex multis*, De Kok (2025) e De Cuyper (2023).

⁴⁹⁹ Sui fenomeni geopolitici, si vedano Aresu – Negro (2019) e Picotti (2025).

⁵⁰⁰ Resta fuor di dubbio che la produzione normativa abbia concorso a tale ampliamento, determinando una stratificazione che evidenzia anche questo drastico mutamento di prospettiva. Si consideri che gli *asset* rilevanti nei nuovi settori civili identificati dal DPCM n. 179/2020 sono definiti con formulazioni molto più ampie e comprensive che gli *asset* nel settore della difesa e sicurezza, di cui al DPCM n. 108/2014, ben più sensibile. L'elencazione inclusa in quest'ultimo decreto presenta un grado di dettaglio e specificità che risulta incongruente con l'ampiezza che invece ha assunto l'art. 2 nei settori civili.

consentire che le tendenze e preoccupazioni politiche determinino l'ampiamiento dei controlli e dell'intervento pubblico nel mercato. Questo ruolo delle normative sembra dovuto a tre elementi, che si tratteranno nel contributo; l'ampiezza delle formulazioni normative, lo spazio espressamente lasciato alla discrezionalità amministrativa, e l'utilizzo di concetti indeterminati.

L'esteso campo di applicazione sembra essere correlato allo scopo di monitorare un ampio numero di operazioni per valutare poi in concreto quali possano essere rilevanti per gli interessi nazionali. La decisione di affidarsi maggiormente a un monitoraggio caso per caso piuttosto che a criteri più circostanziati, che limitino *ex ante* le transazioni esaminate, sembra essere dovuta alla convinzione che non sarebbe possibile predeterminare le operazioni che possano minacciare gli interessi strategici o, almeno, alla convinzione che tale elenco sarebbe inefficace. Pertanto, la normativa *golden power* intende garantire allo scrutinio amministrativo il più ampio numero di operazioni ed interi settori, per quanto lontani possano apparire da rischio di pregiudizio ad interessi pubblici, lasciando che il filtro sia realizzato a valle dall'amministrazione, in fase di scrutinio. Da qui nascono i problemi di certezza e prevedibilità che si affronteranno nel contributo.

A questo proposito, è significativo che, da vari anni, circa la metà delle operazioni oggetto di notifica e prenotazione alla Presidenza siano state da questa ritenute estranee all'ambito di applicazione della *golden power*.⁵⁰¹ Sicché, si tratta di notifiche che non avrebbero dovuto essere presentate⁵⁰². Considerando che la notifica di un'operazione è costosa per le imprese coinvolte in termini di attività, tempistiche e gestione dei rischi, questa percentuale dovrebbe portare a chiedersi perché gli operatori abbiano difficoltà a rispettare le norme.⁵⁰³

Data l'ampia discrezionalità e le citate caratteristiche della normativa, che accordano grande spazio al momento interpretativo e applicativo, sembra che uno studio della disciplina *golden power* debba trarre origine dallo studio

⁵⁰¹ Altre normative possono presentare circostanze simili. Tuttavia, il semplice numero di operazioni notificate ritenute non rientranti nell'ambito di applicazione della normativa, che abbiamo preso in considerazione, non è sufficiente a rivelare un problema di conformità alla normativa stessa. Tali numeri possono essere influenzati da fattori quali l'emaneazione di linee guida, la possibilità di richiedere pareri all'autorità e una procedura in due fasi. Tutti questi fattori sono assenti nella normativa italiana applicabile nel 2021 e possono essere previsti da altre normative.

⁵⁰² Il rapporto tra notifiche (e dal 2022 anche prenotazioni) totali e operazioni escluse dell'ambito di applicazione della normativa è stato in crescita fino alle riforme del 2020: 10,47% nel 2018, 22,89% nel 2019, 45,03% nel 2020. Dopo il 2020, si è sempre collocato intorno alla metà; 55,85% nel 2021, 53,86% nel 2022, 56,40% nel 2023, 49,10% nel 2024. Dati tratti dalle relazioni annuali della Presidenza del Consiglio dei Ministri sull'attività *golden power*.

⁵⁰³ Cfr. Eichenauer et al. (2021), 6: "As this regulatory barrier imposes real costs on foreign firms, economists would not be wrong to consider ISMs as a new kind of "non-tariff barrier" to international economic factor flows".

della pratica. Come noto, però, le decisioni non sono pubbliche e le uniche informazioni ufficiali pubblicamente reperibili sono quelle contenute nella reportistica annuale a cui è chiamata la Presidenza, oltre alle scarse pronunce giurisprudenziali. Peraltro, dal 2022, tale reportistica include soltanto i casi di esercizio dei poteri speciali, omettendo (in quanto non espressamente richiesto dalla normativa) le decisioni di non esercizio e di esclusione dell'applicabilità della normativa. Queste ultime restano peraltro prive di motivazione anche nei confronti degli stessi destinatari della decisione.⁵⁰⁴ Anche la mancanza di motivazioni della decisione contribuisce alla mancanza di certezza sostanziale sull'applicazione delle norme di golden power.

In questo contesto, l'analisi del presente contributo intende prendere le mosse dal citato dato di incertezza, studiando la pratica non dal punto di vista delle decisioni amministrative ma partendo da quello degli operatori e delle fattispecie di notifica, per valutare poi le implicazioni che i principi di certezza e prevedibilità hanno sotto il profilo costituzionale e della stessa efficacia per il perseguimento degli interessi di sicurezza pubblica.

Da questa prospettiva, la normativa golden power interessa gli operatori in tre diversi aspetti.⁵⁰⁵ Innanzitutto, e soprattutto, lo scrutinio delle operazioni si basa su un obbligo di notifica in capo agli operatori, che sono chiamati a individuare autonomamente le operazioni oggetto di scrutinio e a rappresentarle all'autorità amministrativa. Non si tratta di un elemento scontato, e altre giurisdizioni conoscono meccanismi diversi, quali un sistema di notifica obbligatoria e facoltativa e un potere di avvio officioso. Questo obbligo di notifica deve essere calato entro la regolamentazione pattizia dell'operazione e coordinato con le procedure societarie. Vari sembrano gli aspetti di complessità in questo senso. Innanzitutto, la disciplina non regola il momento in cui decorre l'obbligo di notifica in procedimenti specifici, sicché sono sorti dubbi nella prassi, ad esempio, con riguardo al procedimento di scissione o quello di costituzione di nuova società⁵⁰⁶. Inoltre, la golden power include più fattispecie di notifica (alcune *ex ante* ed altre *ex post*), anche nello stesso settore, che devono essere

⁵⁰⁴ In generale, quando la decisione è nel senso che la disciplina golden power non trova applicazione, la Presidenza del Consiglio dei Ministri informa la società notificante della decisione utilizzando una formulazione standard. Sulla base di tale formulazione, non è possibile capire se l'operazione sia stata considerata qualificante come evento scatenante a causa della nazionalità dell'investitore o della mancanza di un bene strategico e, in quest'ultimo caso, se il bene non appartenga al settore strategico o se gli specifici beni non siano qualificabili come critici.

⁵⁰⁵ Gemmi (2025).

⁵⁰⁶ Busani (2023) e Zabban-Pegolo (2023).

coordinate. Si pensi all'ipotesi di operazioni complesse poste in essere in più fasi, o di operazioni a cui è collegato un c.d. *carve out* che, a sua volta, può costituire operazione rilevante, e quindi soggetta a notifica.

In secondo luogo, a seguito di un evento rilevante, l'impresa può essere soggetta a prescrizioni, con cui l'amministrazione disciplina più o meno ampiamente l'attività futura delle società coinvolte o l'uso delle risorse strategiche rilevanti. Queste prescrizioni comportano un livello aggiuntivo di adempimenti rispetto a cui la società deve assicurare la conformità tramite appositi procedimenti interni, e queste stesse previsioni possono comportare problematiche di certezza e prevedibilità. Anche queste prescrizioni sono, infatti, al pari degli obblighi di notifica, fattispecie sanzionatorie.⁵⁰⁷

Tra la notifica e l'eventuale imposizione di prescrizioni si pone la decisione amministrativa. Il protagonista di questa fase è, ovviamente la pubblica amministrazione. Cionondimeno, gli operatori, in vista della notifica dell'operazione, devono valutare i rischi derivanti dall'esito del procedimento, e stabilire processi interni per mitigarlo ove possibile, verificando la sussistenza dei criteri che rendono prevedibile l'esercizio dei poteri speciali.⁵⁰⁸ A tal fine, e in una certa misura, l'operatore deve comprendere l'ambito di applicazione e di valutazione dell'autorità.⁵⁰⁹ In questo senso, le norme attributive dei poteri speciali solo apparentemente hanno come destinataria la pubblica amministrazione e non agli operatori. La responsabilizzazione degli operatori nel concludere accordi a rischio di veto o prescrizioni è stata citata come un fattore importante per l'efficacia della normativa.⁵¹⁰

Il descritto coinvolgimento degli operatori privati non rappresenta una limitazione da superare, bensì una componente strutturale della disciplina. Tale assetto presuppone, tuttavia, che i soggetti notificanti comprendano le modalità di applicazione della normativa, pur trovandosi in una posizione necessariamente distinta rispetto

⁵⁰⁷ Su questo tema, cfr. *infra*, par. 3.

⁵⁰⁸ Angelini (2019), 49-51, in cui l'Autore ha proposto di attuare programmi di conformità, sul modello della pratica dell'autorità antitrust italiana e dell'autorità bancaria. Si veda anche l'integrazione tra diverse normative in Alvaro e al. (2019).

⁵⁰⁹ Pohl (2018) ha osservato che "*law's propensity for normative guidance depends crucially on the law's acceptance by those to whom it is addressed and by whom it ultimately look to for its enforcement: its subjects*".

⁵¹⁰ Angelini (2019) 50-51.

all'autorità pubblica. È in questo contesto che assumono rilievo i principi di prevedibilità e certezza del diritto, quali garanzie essenziali per l'effettività del sistema.

2. La norma incerta non regola il potere

Il principio di certezza e prevedibilità è un principio fondamentale dello Stato di diritto, e collegato a diversi corollari, quali i principi di chiarezza, tassatività, legittimo affidamento e non retroattività, che governano i rapporti tra Stato e consociati.⁵¹¹ Certezza significa, tra l'altro, che le disposizioni giuridiche devono essere chiare, prevedibili e intelligibili.⁵¹² Si tratta della chiarezza formale propria della legge determinata e priva di oscurità, incongruenze, vuoti giuridici e, di conseguenza, di margini per congetture e arbitrarietà.⁵¹³ Nella sua accezione sostanziale, invece, può definirsi come accettabilità razionale delle decisioni.⁵¹⁴ A fronte di parametri vaghi, in una qualche misura necessari a regolare fenomeni complessi, la certezza sostanziale si collega alla procedura di determinazione in concreto che sia debitamente motivata e alla conseguente accettabilità dei risultati applicativi.⁵¹⁵ Il principio di certezza e prevedibilità del diritto non richiede quindi l'assoluta precisione delle disposizioni giuridiche, ma piuttosto un certo grado di determinatezza.⁵¹⁶ La legge è prevedibile fintantoché è possibile anticipare un numero limitato di conseguenze normative non molto diverse tra loro, sulla base di un processo decisionale razionale.⁵¹⁷ Il principio di certezza e prevedibilità così è idoneo alla duplice finalità di

⁵¹¹ Craig (2001) 549–589; Waldron (2008), 43; Van Meerbeeck (2016), 277. L'esistenza di questo principio nel diritto dell'UE è stata riconosciuta per la prima volta nel 1961. Cfr. *Société nouvelle des usines de Pontlieue—Acieries du Temple (SNUPAT)* contro Alta Autorità (42/59), 1961. Per quanto riguarda la certezza del diritto come principio generale del diritto dell'Unione, cfr. anche: Raitio (2003); Chalmers D (2006); Tridimas (2006); Maxeiner (2006); Paunio (2009); Van Meerbeeck (2016); Tridimas (2022). Sul diritto costituzionale italiano, si veda, fra tutti, M. Luciani (2023). Sul piano giurisprudenziale, si vedano Corte cost., sent. n. 236/2011 e n. 364/1988.

⁵¹² Secondo la giurisprudenza della CGUE, la certezza del diritto è un principio generale del diritto che richiede *"che le norme giuridiche siano chiare, precise e prevedibili per quanto riguarda i loro effetti"*. Sentenza Costa (C-72/10) EU:C:2012:80, punto 74. Cfr. Scalia (1989), 1179.

⁵¹³ Maxeiner (2006) e *ib.* (2008).

⁵¹⁴ Cfr. Aarnio (1989), Peczenik (1995) e Habermas (1996).

⁵¹⁵ Waldron (2008) e Paunio (2009).

⁵¹⁶ Cfr. Pohl (2018), p. 20: *"Beyond [a] minimum requirement of possibility of compliance, normative guidance appears as a gradual quality or a matter of degree"*.

⁵¹⁷ Ávila (2016). Secondo la giurisprudenza della CGUE, *"Si deve ricordare al riguardo che il principio della certezza del diritto costituisce un principio fondamentale del diritto comunitario, il quale esige, segnatamente, che la normativa sia chiara e precisa, affinché i singoli possano conoscere senza ambiguità i propri diritti ed obblighi e regolarsi di conseguenza (v. sentenze 9 luglio 1981, causa 169/80, Gondrand Frères e Garancini, Racc. pag. 1931, e 13 febbraio 1996, causa C-143/93, Van Es Douane Agenten, Racc. pag. I-431, punto 27). Tuttavia, quando ad una norma giuridica sia inerente un determinato grado di incertezza quanto al suo senso e alla sua portata, occorre limitarsi, nell'ambito di un ricorso come quello in oggetto, in cui il Regno del Belgio fonda le proprie censure essenzialmente su situazioni ipotetiche, ad esaminare se l'atto giuridico di cui trattasi sia viziato da un'ambiguità tale da costituire un ostacolo a che lo Stato membro interessato possa eliminare, con sufficiente certezza, eventuali dubbi quanto alla portata o al senso del regolamento impugnato."* Belgio contro Commissione (C-110/03) [2005], 30 e 31.

garantire l'effettività del diritto come strumento di organizzazione della vita sociale, e tutelare i consociati dall'arbitrarietà delle autorità pubbliche, collegandosi al principio di legalità⁵¹⁸.

Nell'ambito della regolamentazione dell'economia, occorre aggiungere un elemento ulteriore, e cioè l'interesse a mantenere il mercato attrattivo per gli investimenti.⁵¹⁹ In questo senso chiarezza e prevedibilità permettono quella calcolabilità delle conseguenze delle condotte degli operatori che garantisce l'attrattività del mercato. Non stupisce allora che questo principio sia stato posto alla base anche delle riforme del sistema del controllo securitario degli investimenti.⁵²⁰

Tuttavia, il rapporto tra la *golden power* ed il principio di certezza e prevedibilità è peculiare per tre ordini di ragioni.⁵²¹ Innanzitutto, come si vedrà, in questa disciplina i concetti indeterminati sono legati agli interessi strategici. Di norma, la flessibilità della normativa può consentire un'applicazione basata su valori morali o elementi extragiuridici conoscibili al consociato perché espressione dei valori della società (ad es. clausola di buona fede).⁵²² Diverso è il caso di valutazioni strategiche, che non sono espressione della società ma della politica, e quindi non di un sistema di valori propri del consociato. In secondo luogo, la peculiarità della *golden power* è l'ampissimo spazio lasciato all'amministrazione in sede di applicazione⁵²³. Come già detto, questo è dovuto all'ampiezza delle formulazioni normative, allo spazio espressamente lasciato alla discrezionalità amministrativa, e all'utilizzo di concetti indeterminati.⁵²⁴ In terzo luogo, la citata mancanza di pubblicità della prassi applicativa, così come una certa ritrosia ad una dettagliata motivazione delle decisioni amministrative

⁵¹⁸ Fra tutti, si veda Bassi (2001).

⁵¹⁹ Gemmi (2025).

⁵²⁰ Il documento *National Security and Investment A consultation on proposed legislative reforms*, redatto dal *Secretary of State for Business, Energy and Industrial Strategy* del Regno Unito nel luglio 2018 (<https://www.gov.uk/government/consultations/national-security-and-investment-proposed-reforms>), in cui indica come uno degli obiettivi del disegno di legge (ora National Security and Investment Act 2021) quello di "garantire il mantenimento di un sistema basato su regole prevedibili e trasparenti per incoraggiare gli investimenti che contribuiranno alla crescita e alla prosperità della nostra economia".

⁵²¹ Gemmi (2025).

⁵²² Raban (2010). Si veda anche Luciani (2023).

⁵²³ Sandulli (2022), p. 747, ha osservato che il rafforzamento delle norme di screening degli IDE comporta un rafforzamento del ruolo del diritto amministrativo a causa dell'aumento dei poteri pubblici nell'ambito di un più ampio cambiamento nell'equilibrio tra diritto pubblico e privato all'interno delle dinamiche di mercato.

⁵²⁴ Cfr. Anche De Kok (2025) che, in via generale, rileva che "While all administrative decisions exist within a political context and require an interpretation of open norms, the vague and open-ended screening criteria, the political decision-making process and role of State secrets pose substantial challenges to legal certainty and the rule of law".

anche nelle ipotesi di esercizio dei poteri speciali, aggravano la mancanza di chiarezza e l'incertezza in fase applicativa.⁵²⁵

Per formulazione normativa ampia si intende qui una disposizione che non contiene concetti indeterminati, e il cui esatto significato può quindi indagarsi attraverso l'interpretazione giuridica, e che però si caratterizza come molto ampia rispetto all'obiettivo perseguito. Quindi, può dare luogo, con interpretazioni teleologiche, a prassi restrittive o ampliative. Ne è un esempio l'art. 2 co. 5 del D. L. n. 21/2012 laddove, ai fini del raggiungimento del raggiungimento delle quote soglie di notifica previsti, indica che *“si tiene conto della partecipazione detenuta da terzi con cui l'acquirente ha stipulato uno dei patti previsti dall'articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, o previsti dall'articolo 2341-bis del codice civile”*⁵²⁶. Il significato, sulla base del dato letterale, imporrebbe di computare nelle partecipazioni acquisite dall'investitore anche tutte quelle detenute operatori che hanno sottoscritto, o sottoscrivono con l'operazione, un patto parasociale, foss'anche di mera consultazione⁵²⁷. A fronte di un acquisto minimo da parte di un soggetto extra-europeo, l'ingresso nel patto parasociale che regola la *governance* comporterebbe quindi un obbligo di notifica – pure laddove non sia acquisito alcun veto o diritto di controllo. In fase di applicazione, l'amministrazione può ricorrere ad una lettura più restrittiva e ragionevole. Senonché, come già detto, la prassi dell'amministrazione non è pubblica e, comunque, a fronte di una norma così ampia, resta sempre per l'amministrazione la possibilità di mutare la propria prassi, non restandone vincolata.⁵²⁸ Si comprende allora perché, in casi simili, l'operatore non può che basarsi sull'interpretazione della disposizione e sul suo ampio dato letterale, a fronte però di una interpretazione incerta alla luce della finalità della normativa. Altri esempi saranno esaminati nel paragrafo successivo, dove si tratteranno i problemi di incertezza relativi agli obblighi di notifica.

⁵²⁵ Anche in questo caso si tratta di una tendenza non soltanto italiana. Sulla mancanza di trasparenza delle decisioni e delle conseguenze sul profilo del controllo sul potere esercitato, si veda T. De Cruyter (2023), 16.

⁵²⁶ L'articolo 1, comma 1, lett. c), del D.L. n. 21/2012 riporta una formulazione simile, con una formulazione che depona ancor più verso l'automatico computo delle partecipazioni detenute da altri soci con cui è stipulato un patto parasociale: *“A tale fine si considera altresì ricompresa la partecipazione detenuta da terzi con i quali l'acquirente ha stipulato uno dei patti di cui all'articolo 122 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, ovvero di quelli di cui all'articolo 2341-bis del codice civile”*. Per valutazioni su queste disposizioni, si veda Donativi (2019) 103 e ss.

⁵²⁷ In questo senso è Donativi (2019) 104 e Donativi (2023) 154.

⁵²⁸ Consiglio di Stato, sez. IV, sentenza del 5 luglio 2023, n. 6575, punto 9.

In concreto, la distinzione tra formulazioni ampie e concetti indefiniti non è agevole, così come la distinzione tra questi ultimi e le ipotesi in cui la normativa intende assegnare all'amministrazione la discrezionalità della decisione. Sembra comunque pacifico che nella seconda ipotesi rientri la decisione sul contenuto delle prescrizioni, le quali restano del tutto atipiche e rimesse alla valutazione dell'amministrazione nel caso concreto. L'analisi delle prescrizioni riguarda quindi lo studio della discrezionalità amministrativa nella golden power. Non è questa la sede per affrontare i temi di legittimità costituzionale in relazione al principio di legalità sostanziale dovuti alla atipicità dei poteri⁵²⁹. Ci si limita qui a notare che questa atipicità pregiudica anche la prevedibilità dei poteri, che, in mancanza di un elenco di possibili prescrizioni, non può che fondarsi sui criteri di esercizio dei poteri speciali e sulla finalità degli stessi, su cui si tornerà nel prosieguo.

Il rapporto tra discrezionalità amministrativa e concetti indeterminati (o clausole aperte) è invece da tempo molto controverso nei suoi aspetti, e il tema si collega alla definizione stessa di concetto indeterminato. In particolare, nell'ambito di una letteratura vasta ed eterogenea, può farsi riferimento ai concetti indeterminati come termini privi di un proprio significato investigabile con la tecnica interpretativa, e che sono quindi intrinsecamente vaghi.⁵³⁰ Resta ampiamente controverso il problema della applicazione amministrativa e giudiziale di queste clausole, e dei parametri, giuridici o meno, sulla base dei quali questi dovrebbero trovare applicazione. Ai fini del presente contributo, ci si limita a considerare che questo tema sembra dover essere studiato in relazione

⁵²⁹ Mi sia permesso di rinviare a Gemmi (2021) e Gemmi (2023). Marone (2024) 165, sul rapporto tra *golden power* e principio di legalità, evidenzia che *"non avrete dubbi sulla riconducibilità [delle previsioni golden power] all'art. 41, ma la domanda sull'ampiezza della discrezionalità che conferiscono all'amministrazione non potrete non porvela. Il Costituente di sicuro se la sarebbe posta. Può darsi che tanti anni dopo, in presenza di situazioni del tutto nuove rispetto ad allora, in presenza di un interesse delicato come la sicurezza, dobbiamo essere più elastici nella nostra lettura della riserva di legge? Può darsi che la costituzione economica debba adattarsi a consentire oggi ciò che non avrebbe consentito anni addietro?"*.

⁵³⁰ *"L'indeterminatezza è la cifra distintiva della clausola generale"* (Perfetti (2013), 351). Diversi autori hanno utilizzato formule diverse per riferirsi a questo concetto. Cfr. Pedrini (2014), 30. Tra gli altri, i termini utilizzati sono *Ventilbegriffe* (concetti di valvola), *Sicherheitsventile* (valvola di sicurezza), *Blankettvorschriften* (disposizioni in bianco) e *notions a contenu variable* (nozioni di contenuto variabile). Tradizionalmente, la letteratura tedesca distingue tra *Ermessen*, applicazione discrezionale, e *Umbestimmen Rechtsbegriffe*, interpretazione del significato corretto. Quest'ultimo termine si riferisce a concetti giuridici (indeterminati) che, pertanto, non sarebbero correlati alla discrezionalità amministrativa (Reuss, 1953). Questo approccio sembra essere il risultato della tradizionale attenzione del diritto pubblico tedesco alla tutela degli individui dalla discrezionalità amministrativa. Tuttavia, la letteratura più recente riconosce che il concetto indeterminato deve essere esaminato per valutare se i legislatori intendessero concedere potere discrezionale all'autorità (cfr. Bachof, 1955; Schmidt-Assmann, 2003). Si discute infatti se e quando un concetto indeterminato o una clausola generale debbano essere definiti sulla base di principi giuridici o valori relativi alle scienze non giuridiche, se il concetto comporti un'applicazione discrezionale e quanto possa essere efficace il controllo giurisdizionale di tale applicazione. È significativo che l'applicazione di un concetto politico da parte degli organi governativi sia stata considerata tra le applicazioni di concetti indeterminati soggetti a un controllo giurisdizionale debole a causa del grado di discrezionalità concesso alla pubblica amministrazione. Facciamo riferimento alla *Einschätzungsprärogative* nell'ambito della normativa *Ermächtigungslehre* (Schmidt-Assmann, 2003). Cfr. anche Rodi (2014) 91 e segg. In effetti, è stato anche osservato che sarebbe più corretto riferirsi ai concetti giuridici indeterminati come *"undefined statutory terms"*, poiché *"these are not legal terms, but terms from natural, economic, or other sciences used in a statute"* (Oster, 2008, 1272).

Nel diritto statunitense, la questione se un concetto indeterminato comporti discrezionalità o, al contrario, la decisione sia soggetta a un effettivo controllo giurisdizionale è stata affrontata dalla dottrina Chevron, sebbene tale teoria sia stata oggetto di critiche. Cfr. Gellhorn (1941) e Barnett-Vinson (2020). Contrariamente alla letteratura tedesca, la dottrina Chevron è meno incentrata sulla garanzia del controllo delle decisioni delle autorità e sulla limitazione della discrezionalità. Cfr. Siems (2017), 121: *"It is more plausible to regard U.S. law as putting less emphasis on legal certainty than other common law countries"*. I vari ordinamenti giuridici hanno un approccio diverso alla certezza del diritto e le teorie sui concetti indeterminati sono influenzate da queste considerazioni. Per quanto riguarda le differenze effettive tra il diritto amministrativo nei sistemi giuridici europei, cfr. anche Della Cananea (2019). Sulla discrezionalità e i concetti indeterminati nel diritto dell'UE, cfr. anche Mendes (2017).

alle specifiche clausole piuttosto che ricercare una teoria generale. Nel caso di specie, la categoria di concetto indeterminato come clausola che richiama elementi extra-giuridici sembra più appropriata a descrivere le disposizioni della disciplina di *golden power*.

Come accennato, mentre nel diritto civile l'uso di questi concetti può garantire la flessibilità necessaria per valutare le circostanze del singolo caso, permettendo all'organo che applica la legge di fare riferimento a criteri e valori non definiti che hanno origine al di fuori dell'ordinamento giuridico (ad esempio, valori morali o etici), nel diritto amministrativo l'uso di concetti indeterminati si pone in problematico rapporto con la discrezionalità e il controllo giudiziale.⁵³¹ Le già citate specificità della golden power sembrano determinare un rilievo dei concetti indeterminati come elementi di incertezza e imprevedibilità piuttosto che di flessibilità ed equità, soprattutto quando sono utilizzati per definire i presupposti di fatto del potere pubblico (*Tatbestand*), e quindi l'ambito di applicazione delle norme.⁵³² L'utilizzo di concetti indeterminati nell'ambito della disciplina della funzione amministrativa autoritaria, e quindi nelle disposizioni aventi ad oggetto i presupposti, la tipologia dei poteri e obiettivi da perseguire, pregiudica l'effettività dei vincoli al potere stesso e il controllo giudiziale, in contrasto col principio di legalità sostanziale. In altre parole, l'incertezza normativa genera limiti giuridici vaghi, inidonei ad un effettivo vincolo al potere pubblico.

In un contesto di incertezza della disciplina della funzione, specialmente quanto ai presupposti di fatto, l'amministrazione potrebbe emanare linee guida per fornire chiarimenti su concetti indeterminati. Si tratta di una soluzione che apparentemente mitigherebbe la mancanza di chiarezza, ma non il difetto di vincoli giuridici sul potere esecutivo. Sebbene le linee guida siano un mezzo di autocontrollo per l'autorità, esse rimangono infatti esercizio del potere esecutivo. Se fossero utilizzate per definire i confini dei poteri pubblici, allora sarebbe il potere esecutivo stesso a darsi dei vincoli e interpretare i propri poteri, a pregiudizio del principio di separazione

⁵³¹ Sul diritto civile, Kalisz et al. (2018) Sul rapporto tra clausole generali e principi morali in un contesto giuspositivistico, si veda Luciani (2020).

⁵³² Gemmi (2022) e (2025). Sulla distinzione tra *Tatbestand*, la condizione che giustifica il potere, e *Rechtsfolge*, le conseguenze giuridiche della norma e quindi le conseguenze, che possono essere determinate discrezionalmente, nell'approccio dogmatico alla discrezionalità pubblica, cfr. J Mendes (2016) 454-455. LA discrezionalità attiene al secondo, e non alla *Tatbestand*, anche quando ricorrono concetti indeterminati.

dei poteri. Inoltre, le linee guida non garantiscono la stabilità delle disposizioni giuridiche, necessaria alla certezza e prevedibilità.⁵³³

Nel caso della *golden power*, oltre agli esempi che si indagheranno nel prossimo paragrafo in merito alle fattispecie di notifica, e in cui possono individuarsi concetti indeterminati, tale categoria può indagarsi nelle disposizioni che indicano la stessa finalità della normativa, e cioè quella di tutelare l'ordine pubblico e sicurezza pubblica.

Come noto, il concetto di ordine pubblico e la sicurezza pubblica di cui gli art. 52 TFUE e 65, par. 1, lett. (b) TFUE, e che identifica gli interessi per il cui perseguimento gli Stati membri possono derogare alle libertà economiche europee, è costituito dagli interessi essenziali nazionali. La giurisprudenza della CGUE, in particolare sul tema delle *golden share*, ha precisato che spetta ogni Stato membro identificare i propri interessi essenziali nazionali, e non al diritto europeo.⁵³⁴ La CGUE non indica quindi gli interessi da perseguire, ma solo il limite esterno alla competenza nazionale, costituito dagli interessi di natura economica, tradizionalmente esclusi dall'unitario concetto di ordine pubblico e sicurezza pubblica (c.d. *doctrine of non economic considerations*).⁵³⁵ Gli Stati nazionali avrebbero dovuto allora definire, con criteri tassativi, le finalità della normativa, che delimitino l'esercizio dei poteri speciali, così da garantire certezza del diritto, prevedibilità e controllo giurisdizionale.⁵³⁶

Con la sentenza del 26 marzo 2009 (causa C-326-07), la Corte europea ha quindi censurato la normativa italiana in ragione dei criteri di esercizio dei poteri speciali. La Corte ha evidenziato che “*sebbene i criteri in esame riguardino diversi tipi di interessi generali, essi sono formulati in modo generico e impreciso*”, e la

⁵³³ Gemmi (2025).

⁵³⁴ La CGUE si è sempre limitata a ribadire che gli Stati membri “*restano sostanzialmente liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali – che possono variare da uno Stato membro all'altro e da un'epoca all'altra – le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza*” (caso C-33/07 Gheorge Jipa ECLI:EU:C:2008:396 punto 23). Si tratta di un orientamento pacifico nella giurisprudenza della CGUE. Ai sensi della celebre sentenza Van Duyn, C-41/74, par. 18, “*la nozione di ordine pubblico varia da un Paese all'altro e da un'epoca all'altra. È perciò necessario lasciare, in questa materia, alle competenti autorità nazionali un certo potere discrezionale entro i limiti imposti dal trattato*”. Nello stesso senso, ex multis, C-30/77, Bouchereau, par. 34, Omega Spielhallen, para. 31. Si veda anche J. De Kok (20205).

⁵³⁵ Sulla identificazione di ordine pubblico e sicurezza pubblica con gli interessi fondamentali nazionali, e sul limite costituito dagli interessi meramente economici, si veda *ex multis* la celebre pronuncia *Eglise de scientology* (C-54/99, 14 marzo 2000, punto 17).

⁵³⁶ Corte di giustizia, Commissione c. Portogallo, C-212/09, punti 89-90; Commissione c. Spagna, C-463/00, punto 70; Commissione c. Italia, C-174/04, punto 37.⁵³⁶ La Corte ha sottolineato in questo senso che la mera indicazione che un potere può essere esercitato “*solo per garantire la continuità dei servizi forniti e del funzionamento delle reti*” comporta che “*gli investitori non sono in grado di sapere quando quest'ultimo è applicabile*” (Commissione c. Grecia C-244/11, par. 85. Si veda anche Commissione c. Francia, C-483/99, par. 50).

manca di un nesso tra tali criteri e i poteri speciali determina incertezza (*“gli investitori non sanno quando tale potere di veto possa trovare applicazione”*⁵³⁷, ponendo un tema di prevedibilità). Il D.L. 21/2012 avrebbe risolto i procedimenti di infrazione, indicando un elenco tassativo di criteri. Senonché, nel 2017, all'indomani della vicenda Telecom/Vivendi e nel nuovo clima geopolitico di sospetto verso gli investimenti esteri è stata aggiunta una clausola residuale che richiama genericamente *“ordine pubblico e sicurezza pubblica”*, rendendo ancora attuali, a parere di chi scrive, i temi di imprevedibilità già censurati dalla CGUE.⁵³⁸

Chiarito allora che non sono né il diritto europeo né la CGUE ad identificare gli interessi essenziali, ma spetta allo Stato membro, rileva che nemmeno il Legislatore vi ha provveduto, limitandosi invece ad utilizzare il concetto di ordine pubblico e sicurezza pubblica e della formula – come detto, del tutto analoga – di interesse essenziale nazionale. Senonché, sembra trattarsi di concetti giuridici indeterminati.

Non sembra questa la sede per una più dettagliata disamina della sicurezza nazionale come concetto indeterminato. Ci si limita qui a richiamare la posizione del Consiglio di Stato che, esprimendosi sul veto opposto all'operazione Verisem/Synetna, ha sostenuto che *“lo stesso concetto di interesse nazionale non è un prius, ossia un dato oggettivo preesistente in natura, bensì un posterius, ossia la risultante di valutazioni ed opzioni politiche”*⁵³⁹. Il passaggio si colloca nel contesto di un *“apprezzamento della strategicità di un'operazione in relazione all'interesse nazionale da parte del Consiglio dei Ministri”*, e quindi alla fase di valutazione discrezionale. Però, il passaggio citato fa riferimento al parametro di valutazione, e cioè proprio il concetto di interesse nazionale a cui è finalizzata la funzione amministrativa *golden power* (*rectius*, interessi nazionali essenziali). E del resto, se valutazioni politiche – e quindi libere nei fini – entrano nella decisione politica significa che quest'ultima è priva del vincolo giuridico costituito dalla finalità della funzione amministrativa, e si basa appunto su parametri politici.⁵⁴⁰

⁵³⁷ Sentenza del 26 marzo 2009, causa C-326-07, par. 66.

⁵³⁸ Art. 14, comma 1, lett. b), n. 6), D.L. 16 ottobre 2017, n. 148, convertito, con modificazioni, dalla L. 4 dicembre 2017, n. 172.

⁵³⁹ Consiglio di Stato, sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289.

⁵⁴⁰ Anche la commistione tra politica e amministrazione nella decisione golden power non è una caratteristica soltanto della normativa italiana. Si veda De Cuyper (2023).

In questa prospettiva, la clausola di ordine pubblico e sicurezza pubblica sembra richiamare elementi extra-giuridici di natura geopolitica e attinenti alla politica estera, non conoscibili *ex ante* dal consociato e non sindacabili dal giudice⁵⁴¹. Così intesa, sembra che solo l'autorità politica possa fornire, caso per caso, un significato.

Considerare che la finalità stessa della normativa è disciplinata con un concetto indeterminato soggetto alla valutazione dell'autorità pone gravi temi di rapporto tra poteri, di controllo giudiziale dell'azione amministrativa, e quindi di possibilità di un utilizzo protezionistico e dirigistico della normativa⁵⁴². Limitando l'analisi nel presente contributo al profilo del principio di certezza, occorre considerare che, nella citata prospettiva, il consociato non ha alcuna possibilità di prevedere l'esito del procedimento, né comprendere le finalità a cui sarebbe volto.

Questa inversione logica per cui la norma che vincola il potere è determinata, in ragione del concetto indeterminato, dallo stesso potere che ne sarebbe vincolato, caratterizza anche la definizione delle circostanze di fatto che giustificano l'avvio del procedimento (*Tatbestand*). Come si vedrà nel paragrafo seguente, alcune fattispecie di notifica sono costruite con termini vaghi per lasciare flessibilità di intervento all'amministrazione, e finanche richiamando valutazioni di strategicità che dovrebbe fare l'amministrazione a valle della notifica, e non l'operatore a monte della stessa.

3. La norma incerta non regola il mercato

Nel precedente paragrafo ci si è soffermati sui profili di incertezza del diritto che favoriscono una applicazione ampliativa e flessibile della normativa golden power. Nel prosieguo, ci si soffermerà invece sull'adempimento a cui è chiamato il privato, per evidenziare come il principio di certezza e prevedibilità non abbia solo un rilievo sulla divisione dei poteri e i principi fondamentali del diritto amministrativo, ma anche sulla quotidiana

⁵⁴¹ Anche la letteratura tedesca, tradizionalmente incentrata sulla tutela degli individui dalla discrezionalità amministrativa, considera l'applicazione di concetti politici da parte degli organi governativi come casi di controllo giurisdizionale debole. Si fa riferimento alla *Einschätzungsprärogative* nell'ambito della normativa *Ermächtigungslehre* (Schmidt-Aßmann (2003)).

⁵⁴² Si veda Gemmi (2023).

applicazione della normativa. Si considereranno, in particolare, ipotesi di incertezza sul parametro giuridico e di elemento valutativo non prevedibile, e, in linea con la metodologia adottata, le relative pratiche.

Il primo profilo emerge già nel 2020, con l'introduzione della normativa legata all'emergenza Covid-19, con cui la *golden power* è stata oggetto di una vertiginosa estensione, che ha moltiplicato i settori rilevanti. A seguito di diverse proroghe, le norme temporanee sono rimaste in vigore fino alla fine di dicembre 2022. In quel contesto, la *golden power* trovava diretta applicazione a tutti i "settori" previsti dall'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 452/2019.⁵⁴³ Senonché, questa disposizione non era affatto intesa a delineare un chiaro ambito di applicazione, bensì criteri di valutazione⁵⁴⁴. Del tutto vaghi erano i riferimenti a "accesso a informazioni sensibili", "infrastrutture critiche", "approvvigionamento di fattori produttivi critici" e tecnologie critiche", così come a settori non meglio identificati come "energia" e "acqua"⁵⁴⁵. Sicché, si era già posto un tema di chiarezza.⁵⁴⁶

In questi "settori", nel 2020 sono stati adottati decreti attuativi chiamati a identificare "beni e rapporti" rilevanti ai fini degli obblighi di notifica. Senonché, il DPCM n. 179/2020 ha introdotto anche previsioni che, in via residuale, fanno ancora riferimento ad un generico "settore". Tra queste rientrano gli artt. 3, co. 1, lett. e), e 4, co. 1, lett. c), che fanno riferimento alle attività economiche svolte nel "settore dell'energia" e nel "settore dell'acqua", e che integrano certe soglie dimensionali. I settori non sono definiti con concetti giuridici o delimitati con criteri tecnici, e questo determina un rilevante margine di incertezza.⁵⁴⁷ Considerando il primo, e cioè il settore "energia", ci si chiede come delimitarlo. Non sono d'aiuto i codici NACE o ATECO, poiché non includono un settore denominato "energia" e le attività relative all'elettricità e al gas sono raggruppate con la fornitura di vapore e aria condizionata, ma non con l'estrazione di petrolio e gas. Altre normative applicabili al settore energetico fanno riferimento e definiscono specifiche attività, come la produzione, la distribuzione, la

⁵⁴³ Il regolamento UE 452/2019 non fa riferimento ai settori, ma alle infrastrutture o attività critiche. Tuttavia, la normativa italiana fa riferimento alle "*delibere, atti o operazioni adottati da un'impresa che detiene attività e relazioni nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettere a), b), c), d) ed e), del regolamento (UE) 2019/452*" (articolo 4 bis, comma 3 bis, lett. a), del decreto-legge n. 105/2019). Di conseguenza, mentre le norme UE in materia di IDE tengono conto delle infrastrutture energetiche critiche, la normativa emergenziale *golden power* italiana trovava applicazione all'intero settore energetico.

⁵⁴⁴ Gemmi (2025). Cfr. anche de Kok, (2025).

⁵⁴⁵ Articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 452/2019.

⁵⁴⁶ Gemmi (2020) e Maccarone (2021).

⁵⁴⁷ Gemmi (2025).

trasmissione e la fornitura di energia.⁵⁴⁸ Senza tali riferimenti, l'unico criterio derivato dalla disposizione è il legame con l'energia. Tuttavia, una vasta gamma di prodotti, tecnologie e attività hanno legami più o meno forti con l'energia senza essere considerati parte del settore energetico. Ad esempio, la produzione di batterie per auto non elettriche è soggetta a normative diverse rispetto allo stoccaggio o alla fornitura di energia elettrica o a gas e di solito è considerata inclusa nel settore automobilistico.⁵⁴⁹ Tuttavia, gli accumulatori c.d. BESS sono stati recentemente oggetto di scrutinio da parte della Presidenza. Risulta pertanto un quadro del tutto incerto, privo di parametri giuridici. Una tecnica legislativa più attenta è quella che caratterizza altre normative securitarie, come il D.lgs. n. 134/2024 sui soggetti critici e n. 138/2024 di recepimento della direttiva NIS2 sulla cybersicurezza, che, negli allegati, offrono parametri giuridici per delimitare le imprese rilevanti nel settore energia, e che potrebbero essere un modello anche per una riforma della *golden power*.⁵⁵⁰

Sul secondo profilo può citarsi invece l'utilizzo dell'aggettivo "critico", e dell'analogo "di importanza strategica", che il DPCM 179/2020 affianca a ogni bene, rapporto ed attività rilevante. Ai sensi dell'art. 1 del DPCM, sono critici se *"essenziali per il mantenimento di funzioni sociali vitali, la salute, la sicurezza, il benessere economico o sociale delle persone e il cui malfunzionamento o distruzione avrebbe un impatto significativo in uno Stato membro a causa dell'impossibilità di mantenere tali funzioni"*. Questa formulazione riprende il considerando n. 14 del regolamento (UE) 452/2019 che, a sua volta, riprende la definizione di infrastruttura critica europea (ECI) ai sensi della direttiva 2008/114/CE del Consiglio dell'8 dicembre 2008, ad oggi abrogata e superata dalla direttiva (UE) 2022/2557 sui soggetti critici, che mantiene una formulazione simile.⁵⁵¹

⁵⁴⁸ Cfr. le definizioni di cui all'articolo 2 della direttiva (UE) 2019/944 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 giugno 2019, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica, e all'articolo 2 della direttiva 2009/73/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno del gas naturale.

⁵⁴⁹ Ad esempio, secondo il GICS, la produzione di batterie per automobili rientra nel codice 25101010 "Parti e accessori per autoveicoli", che appartiene al settore automobilistico piuttosto che a quello energetico.

⁵⁵⁰ Le norme citate non sono comunque esenti da criticità. Ad esempio, per identificare i soggetti rilevanti nel settore della chimica, il D.lgs. 138/2024 rinvia alla direttiva (UE) 2022/2555 che richiama genericamente le "imprese che si occupano di produzione di articoli" come definite dal regolamento c.d. REACH, regolamento (CE) n. 1907/2006. Senonché, il REACH si applica soltanto laddove gli articoli abbiano certe caratteristiche – perlopiù, se contengono certe sostanze pericolose o siano intesi a rilasciare sostanze. La disposizione della direttiva finisce invece per ricomprendere, con il mero richiamo ai "produttori di articoli", l'intero settore manifatturiero, anche laddove completamente estraneo al REACH. Anche sotto questo profilo si pone lo stesso tema di incertezza sull'adempimento degli obblighi da parte degli operatori, analizzato nel presente paragrafo (nel caso di specie, gli operatori devono applicare la normativa chiedendo la registrazione presso l'Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale).

⁵⁵¹ È interessante notare che la definizione sancita dal regolamento UE non include obiettivi pubblici quali la salute o il benessere economico e sociale delle persone. Ciò sembra essere correlato agli obiettivi che possono essere affrontati dal regolamento sullo screening degli IDE ai sensi degli articoli 65, par. 1, lett. (b), 4, par. 2, e 436 TFUE, che fanno riferimento solo alla sicurezza nazionale o agli interessi nazionali essenziali. Al contrario, il regolamento italiano menziona tutte le preoccupazioni di interesse pubblico previste dall'articolo 2, lettera a), della direttiva 2008/114/CE del Consiglio. Tuttavia, secondo un'interpretazione conforme al diritto dell'Unione europea, gli obiettivi economici sono legittimi se sono collegati in altro modo alla sicurezza pubblica.

È significativo che, ai sensi della normativa sulle infrastrutture critiche, prima, e sui soggetti critici, poi, sia l'amministrazione ad applicare i criteri di identificazione e individuare i soggetti critici, e non l'operatore. Si tratta di criteri elaborati per guidare la decisione discrezionale dell'autorità pubblica, e non un precetto per il consociato.⁵⁵²

La definizione di "critico" rende evidente questa caratteristica. L'investitore non è nella posizione di valutare con precisione quali tipi di prodotti o attività siano *"essenziali per il mantenimento delle funzioni sociali vitali, della salute, della sicurezza, del benessere economico o sociale delle persone e per il progresso tecnologico"*. La definizione di ciò che è critico comprende la valutazione delle funzioni sociali vitali, della sicurezza e di altri fattori relativi all'esecuzione di compiti pubblici. Potrebbe anche sostenersi che sia necessaria una scelta discrezionale per definire come proteggere il valore pubblico (ad esempio, se il benessere includa interessi quali quelli estetici), quale livello di protezione garantire nel caso specifico in termini di interessi pubblici (quante persone sono interessate dal benessere per l'autorità), rischio (quanto è rilevante il rischio di compromissione del benessere) e come valutare il sacrificio dei diritti economici (il principio di proporzionalità)⁵⁵³. Occorre ricordare che non si sta discutendo qui di imprevedibilità dell'esito della procedura golden power, ma di incertezza di una norma che è imposta agli operatori e che, tuttavia, si basa sulle stesse valutazioni discrezionali e su criteri molto ampi.

In secondo luogo, anche se la decisione sulla definizione citata fosse considerata una valutazione tecnica con un solo esito possibile, resta che un operatore non può essere effettivamente in grado di effettuare tale valutazione. La procedura è gestita da un'autorità altamente specializzata, la Presidenza, in coordinamento con altri ministeri e agenzie pubbliche, integrato da informazioni fornite dai servizi di intelligence. Gli operatori del mercato non hanno accesso alle stesse informazioni su cui l'autorità basa le sue decisioni sulla criticità.

⁵⁵² Articolo 6, comma 2, del D.lgs. n. 61/2011, e articolo 8 del D.lgs. 138/2024.

⁵⁵³ Gemmi (2025). In questo senso, il Consiglio di Stato ha indicato che è l'amministrazione, nell'ambito della decisione discrezionale, a *"pondera[re] gli impatti sia sull'assetto economico-produttivo del settore socio-economico interessato, sia sulla più ampia struttura dell'economia nazionale"* (Consiglio di Stato, sez. IV, sentenza del 9 gennaio 2023, n. 289, par. 14.1).

In terzo luogo, la logica alla base della *golden power* impedisce a un investitore privato di definire ciò che è fondamentale sulla base di criteri generici. Come già detto, esiste una corrispondenza tra l'obbligo di notificare l'operazione e il potere dell'autorità di controllarla. Se si presume che un operatore possa e debba comprendere quali attività e obiettivi siano critici per le funzioni sociali, una delle seguenti ipotesi deve essere vera: o la normativa affida agli operatori la decisione di ciò che è critico per la sicurezza pubblica ai fini dell'avvio del monitoraggio, oppure la normativa accetta che l'operatore privato non sia in grado di ottemperare all'obbligo esplicito di notificare le operazioni che rientrano nell'ambito di applicazione della *golden power*. Entrambe le ipotesi non garantiscono la corretta tutela degli interessi strategici. Nella prima ipotesi, il rischio è quello che operazioni strategiche non siano notificate perché non appaiono immediatamente tali a un operatore di mercato diligente. Nella seconda ipotesi, la normativa imporrebbe un obbligo a soggetti che non sono in grado di adempiervi, il che comporterebbe l'irrazionalità della norma e, quindi, l'incapacità di raggiungere il suo scopo.⁵⁵⁴

Si potrebbe anche sostenere che gli aggettivi "critico" e "strategico" attengano alla fase della valutazione dell'amministrazione, e non all'obbligo di notifica. Sicché, l'operatore dovrebbe avere riguardo al perimetro delineato dalla disposizione prescindendo dalla valutazione di criticità. Senonché, occorre considerare che esistono fattispecie di notifica definite soltanto da questi aggettivi. Si tratta dei settori siderurgico, definito come "*l'approvvigionamento di fattori produttivi critici utilizzati in ambito siderurgico*", e agroalimentare, definito come "*le attività economiche di rilevanza strategica e l'approvvigionamento di fattori produttivi critici della filiera agroalimentare*".⁵⁵⁵ Esclusa la valutazione di criticità, ne deriverebbe la necessità di notificare ogni operazione attinente al settore alimentare o siderurgico - ed anzi, più ampiamente, di ogni attività che produce fattori produttivi utilizzati in questi settori, prescindendo da soglie dimensionali.⁵⁵⁶ Si torna allora in un contesto di massima incertezza.

⁵⁵⁴ Gemmi (2025).

⁵⁵⁵ Art. 11, comma 1, lett. c) e d), del D.L. n. 21/2012.

⁵⁵⁶ La prassi restituisce un quadro contraddittorio. Se rilevassero i fattori produttivi utilizzabili nel settore siderurgico, dovrebbero rilevare le imprese siderurgiche solo laddove producano semilavorati. Altrimenti, non realizzano fattori produttivi ma soltanto i prodotti finiti. Sembra invece che le imprese siderurgiche siano ritenute soggette alla normativa *sic et simpliciter*. Quanto al settore alimentare, invece, sembra che le operazioni siano ritenute soggette o meno in base ad una valutazione da parte dell'amministrazione sul concetto di "criticità", senza che tale valutazione sia prevedibile dagli operatori.

In questo paragrafo si sono citati alcuni esempi. L'obiettivo non è un'analisi esaustiva di tutte le disposizioni incerte, sicché non è opportuno soffermarsi su altri casi, parimenti molto significativi e che meriterebbero approfondimento. Tra questi vi è la lettura estensiva del concetto di "disponibilità" di cui all'art. 2, comma 2, del D.L. 21/2012, ed i problemi di genericità del concetto di "tecnologia" di cui al DPCM n. 179/2020⁵⁵⁷. Pur avendo ogni elemento di incertezza caratteristiche proprie, ci si muove comunque sempre sulle stesse categorie teoriche e pratiche; da un problema di vaghezza del dato normativa deriva una prassi cautelativa dell'operatore per il rischio, a volte concretizzato, di prassi ampliativa dell'autorità.⁵⁵⁸

In questo contesto, la rara giurisprudenza che ha riguardato i poteri speciali sottolinea *"la necessità di un'indagine preliminare rigorosa per verificare la presenza di attività strategiche e operazioni riferibili a quelle individuate dalla legge"*.⁵⁵⁹ Senonché, questa forte affermazione di principio si scontra con una certa deferenza verso i poteri speciali. Si consideri la vicenda Verisem/Syngenta, dove l'investitore aveva contestato in giudizio la decisione di veto sostenendo che l'attività delle società oggetto di acquisizione, pur se riconducibile al settore agro-alimentare, non fosse da considerarsi come "strategica" o avente ad oggetto fattori produttivi "critici". Il Consiglio di Stato si è limitato a rilevare, in primo luogo, che tra le *"attività economiche di rilevanza strategica"* e quindi quelle *"essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società"* rientrerebbero (tutte) le attività nel settore agroalimentare perché tale settore è *"fondamentale per la stessa esistenza fisica dell'uomo"*⁵⁶⁰. L'interpretazione pare semplicemente abrogatrice del criterio della strategicità, *inutiliter datum*. In secondo luogo, il Consiglio di Stato sostiene che le sementi sarebbero evidentemente fattori produttivi critici perché *"base imprescindibile di ogni coltivazione agricola"*.⁵⁶¹ Considerando che, per definizione, ogni fattore di produzione

⁵⁵⁷ Limitandosi a brevi cenni sull'argomento, il DPCM non definisce cosa sia una "tecnologia". La questione non è affatto secondaria, considerando gli sforzi definitivi e le guide applicative che caratterizzano lo stesso concetto in un'altra disciplina economico-securitaria come il *dual use*, parimenti volta a disciplinare dinamiche economiche per finalità securitarie.

⁵⁵⁸ Una prassi ampliativa dell'autorità rispetto al concetto di "disponibilità" sembra essere l'applicazione dell'art. 2, co. 2, del d.l. n. 21/2012 alle ipotesi di costituzione di pegni su azioni anche laddove il pegno non comporti trasferimento di diritti di voto in capo al creditore. La dottrina è stata, condivisibilmente, scettica sulla legittimità di una tale lettura. Si veda M. Merola – F. Macchi (2024) 705. Il giudice amministrativo, però, ha confermato la legittimità di questa prassi, esprimendosi sul c.d. caso Cedacri (sentenza TAR Lazio-Roma, sentenza 22 maggio 2024, n. 10275; il giudizio di appello è pendente al in Consiglio di Stato), proprio sulla base del concetto di "disponibilità".

⁵⁵⁹ Tribunale amministrativo regionale del Lazio-Roma, Sezione I, sentenza del 13 aprile 2022, n. 4488. Cfr. anche il commento in Lonardi (2022).

⁵⁶⁰ Consiglio di Stato, sez. IV, sentenza del 9 gennaio 2023, n. 289, par. 15.3, punto (i).

⁵⁶¹ Consiglio di Stato, sez. IV, sentenza del 9 gennaio 2023, n. 289, par. 15.3, punto (ii).

per il settore agricolo è necessario alla coltivazione agricola, non sembra che la motivazione della sentenza abbia risolto il problema definitorio.

Lo stesso Consiglio di Stato, a fronte della eccezione di indeterminatezza della disposizione sul settore agro-alimentare, continua sostenendo che questa (è utile riportare tutto il passaggio della sentenza) *“non presenta l'intollerabile profilo di genericità ed indeterminatezza lamentato dall'appellante, ove si ponga mente allo scopo della normativa (primaria e secondaria) in tema di golden power, che è quello di apprestare una disciplina a maglie volutamente larghe al fine di non imbrigliare – e, quindi, depotenziare – il presidio costituito dalla spendita del potere omonimo [...] Il potere di golden power, infatti, rappresenta il limes provvedimentale posto dalla legge a garanzia ultima dell'interesse nazionale nelle specifiche macro-aree economiche prese in considerazione; come tale, e proprio inquanto 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”*.⁵⁶² Il fondamento normativo (non i criteri di esercizio discrezionale, ma l'obbligo di notifica) sarebbe quindi *“elastico”* e *“flessibile”* per non *“depotenziare”* i poteri speciali, sicché non sarebbe contestabile l'indeterminatezza e genericità. Come illustrato al paragrafo precedente, però, il principio della certezza e prevedibilità del diritto attiene ai principi fondamentali dello Stato di diritto e al principio di legalità, e questi costituisce insieme fondamento e limite del potere pubblico a tutela del consociato. Se così è, derogare al compito della legge di circoscrivere il potere pubblico a fronte dell'esigenza di garantire l'efficienza dello stesso potere significa che il potere trova la propria giustificazione costituzionale in sé stesso, e cioè nella propria efficienza, piuttosto che nella legge. La finalità della legge sembra, invece, proprio quella di *“imbrigliare”* il potere. Le disposizioni *“elastiche”* e *“flessibili”* potrebbero caratterizzare i criteri di esercizio di un potere discrezionale, e non il presupposto di fatto su cui si legittima il potere.

⁵⁶² Consiglio di Stato, sez. IV, sentenza del 9 gennaio 2023, n. 289, par. 16.

Se poi si considera che la disposizione sul settore agro-alimentare dispone un obbligo di notifica in capo all'operatore, ne deriva l'irrazionale conseguenza che questi, trovandosi a decidere se notificare l'operazione, di fronte a normative già vaghe, dovrebbe anche prevedere l'applicazione "flessibile" ed "elastica" che ne potrebbe fare l'amministrazione.

Si comprende, allora, il dato da cui ha preso le mosse questo contributo; la metà delle notifiche viene fatta inutilmente.

La pronuncia del Consiglio di Stato sulla vicenda Verisem/Syngenta non convince nemmeno laddove sostiene che *"siamo al di fuori della materia lato sensu penale (che impone, come noto, la necessità di una particolare tassatività nell'enucleazione della fattispecie normativa), esulando dalla normativa sul golden power qualsivoglia finalità afflittiva"*⁵⁶³. Come si evidenzierà nel seguente paragrafo, il rilievo del principio di tassatività e delle altre garanzie del diritto penale trovano rilievo nella normativa golden power e nella interpretazione delle fattispecie di notifica, in quanto fattispecie sanzionatorie afflittive. Su questa considerazione, si affronterà il tema della efficienza della norma incerta.

4. La norma incerta non raggiunge i suoi obiettivi

Come anticipato, il giudice amministrativo ha accordato alla definizione delle fattispecie la flessibilità utile a garantire l'efficacia nel perseguimento di obiettivi percepiti come di preminente rilievo. Fermi i temi di problematicità sotto il profilo del principio di legalità, si intende qui indagare il mero profilo della efficienza ed efficacia.⁵⁶⁴

Occorre innanzitutto considerare che un numero elevato di notifiche non equivale a un elevato livello di conformità alla normativa. Come già detto, la maggior parte dei controlli si conclude con una decisione che

⁵⁶³ Consiglio di Stato, sez. IV, sentenza del 9 gennaio 2023, n. 289, par. 16.2.

⁵⁶⁴ Gemmi (2025).

dichiara l'inapplicabilità delle norme.⁵⁶⁵ Poiché tali operazioni non sono rilevanti ai fini della normativa, la norma viene applicata male. Sembra infatti che una corretta applicazione della normativa da parte degli operatori avrebbe impedito queste notifiche.⁵⁶⁶

Sorgono allora evidenti questioni relative ai principi fondamentali dell'azione amministrativa. Il primo è il principio di proporzionalità tra gli oneri imposti agli operatori e gli interessi pubblici tutelati, in quanto tali notifiche hanno un costo per i privati (in termini di spesa, di tempistiche nell'operazione e di assunzione del rischio) e non comportano alcun vantaggio per la collettività. Il secondo è il principio di efficienza, poiché l'elaborazione di tali notifiche, che si assume riguardino operazioni irrilevanti, costituisce uno spreco di risorse pubbliche, generato non da requisiti di sicurezza ma da una mancanza di chiarezza.⁵⁶⁷

L'ultimo è il principio di efficacia, poiché il carico di lavoro inutilmente generato può compromettere l'utilizzo delle risorse disponibili all'ufficio competente per indagare su operazioni realmente rilevanti. Questa circostanza sembra maggiormente rilevante considerando le strette tempistiche entro le quali è vincolata l'amministrazione competente deve concludere il procedimento *golden power*.

Il problema di efficacia si pone anche su un ulteriore profilo, e cioè quello della difficoltà di prevenire operazioni pericolose che, se realizzate, sarebbero soggette a veto o prescrizioni. Si tratta di una questione di prevedibilità. Come accennato, l'efficacia delle norme *golden power* può anche esplicarsi nell'orientare l'autonomia negoziale dei consociati che, nel valutare il rischio di un veto o di prescrizioni, preferiscono optare per condotte alternative che presentano meno rischi sotto il profilo *golden power*. In questa prospettiva, l'autocontrollo degli operatori può costituire un filtro concreto. Tuttavia, si è già evidenziato che l'istituzione di procedure interne di controllo e

⁵⁶⁵ Si veda il primo paragrafo.

⁵⁶⁶ Una diversa lettura della funzione di queste norme potrebbe portare a sostenere che l'ampio numero di notifica costituisca proprio l'obiettivo della normativa vaga, sì da garantire alla Presidenza un monitoraggio il più ampio possibile. Senonché, una norma prescrittiva deve avere un contenuto definibile da parte del soggetto obbligato. Ed allora, se l'operazione notificata non rientrava in realtà nell'ambito di applicazione della normativa (e quindi dell'obbligo di notifica), l'operatore non aveva alcun obbligo, e l'obiettivo della norma non può essere quello di ottenere dal consociato l'adempimento di un obbligo inesistente.

⁵⁶⁷ Su questo aspetto, anche Gemmi (2025).

prevenzione richiede che gli operatori possano, entro certi termini, comprendere la logica della normativa e di interpretarne le disposizioni.⁵⁶⁸ in un contesto di incertezza, anche questo obiettivo viene pregiudicato.

Soprattutto, però, la vaghezza della normativa rischia di precluderne l'efficacia sotto un profilo della effettiva possibilità imporre sanzioni in caso di violazione. Alla base sussiste di questo profilo di rischio è la considerazione che gli obblighi derivanti dalla normativa *golden power* sono sanzionati con sanzioni amministrative c.d. afflittivi o para-penali, e quindi di natura penale.⁵⁶⁹ Si applicano i principi di tassatività, determinatezza, precisione, chiarezza e calcolabilità della condotta sanciti dall'art. 25 Cost., dall'art. 7 CEDU e dall'art. 49 della Carta di Nizza.⁵⁷⁰ Tali principi impongono che la norma sanzionatoria sia formulata in modo da consentire ai destinatari di comprendere le conseguenze delle proprie azioni, limitandone l'applicazione ai soli casi espressamente previsti ed escludendola nei casi dubbi. In questo senso, la Corte Costituzionale ha evidenziato che tali fattispecie sanzionatorie afflittive *“sussiste «l'esigenza della prefissione ex lege di rigorosi criteri di esercizio del potere relativo all'applicazione (o alla non applicazione) di esse»”* e *“la necessità «che sia la legge a configurare, con sufficienza adeguata alla fattispecie, i fatti da punire»”*.⁵⁷¹ Sembra che questo quadro escluda che il rilievo dell'obiettivo perseguito dalla funzione amministrativa possa ammettere un depotenziamento delle garanzie di tassatività e determinatezza. Quello che rileva non è la *“tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti”*, ma le conseguenze per l'operatore.

Sicché, le disposizioni vaghe, come le fattispecie sanzionatorie che includono il concetto di “input critico” o “attività strategica”, menzionati nel paragrafo precedente, non sembrano conformi al principio di tassatività e chiarezza.⁵⁷² Il rischio allora è che, di fronte ad un inadempimento dell'obbligo di notifica, non sussista la base

⁵⁶⁸ Tipler (2014), 61, osserva che *“due to the vagueness of the national security factors and the lack of transparency as to how they are applied, investors are left with little clarity as to whether their transaction may raise national security concerns”*.

⁵⁶⁹ Consiglio di Stato, sez. IV, sentenza del 5 luglio 2023, n. 6575.

⁵⁷⁰ Sulle sanzioni afflittive o para-penali, si vedano CEDU, Valico S.r.l. c. Italia, 70074/01; CEDU, Georgouleas e Nestoras c. Grecia, n. 44612/13, 45831/13, 33-43. Corte europea dei diritti dell'uomo, sentenza dell'8 giugno 1976, nn. 5100/71, 5101/71, 5102/71, 5354/72 e 5370/72, Engel e altri c. Paesi Bassi, 82-83. Corte di giustizia, sentenza del 5 giugno 2012, causa C-489/10, Bonda, 37. Per quanto riguarda la giurisprudenza sull'applicazione dell'articolo 6 della CEDU alle decisioni e alle procedure amministrative, cfr. CEDU, Tsanova-Gecheva c. Bulgaria, 3800/12; CEDU, Bryan c. Regno Unito, 19178/91; CEDU, Sigma Radio Television Ltd. c. Cipro, 32181/04 e 35122/05; CEDU, Galina Kostova c. Bulgaria, 36181/05; CEDU, A. Menarini Diagnostics S.r.l. c. Italia, 43509/08; CEDU, Ruiz Torija c. Spagna, 18390/91; CEDU, Diennet c. Francia, 18160/91. Cfr. anche Perfetti (2018).

⁵⁷¹ C. Cost., 26 maggio 2010, n. 196, punto 3.1.5; in senso conforme, C. Cost., 18 aprile 2014, n. 104, punto 7.2.

⁵⁷² Molto chiaro è il caso CEDU, Liivik c. Estonia, 12157/05, 96-104: *“L'uso di concetti e criteri eccessivamente vaghi nell'interpretazione di una disposizione legislativa può rendere la disposizione stessa incompatibile con i requisiti di chiarezza e prevedibilità dei suoi effetti”*. Cfr. CEDU (2022).

giuridica per imporre la sanzione, e la disposizione resti inefficace. È allora proprio la “*tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti*” che impone una formulazione in linea con i principi di tassatività e determinatezza.

Resta difficile valutare l'impatto di questi profili sulla prassi. Come noto, le sanzioni in questo settore sono più uniche che rare. Alcuni procedimenti sanzionatori per inadempimento sono stati avviati, ma poi conclusi senza una sanzione. I motivi dell'archiviazione non sono resi pubblici, sicché non possono essere qui valutati. Non deve però ipotizzarsi che, se gli operatori arrivano a notificare una grande quantità di operazioni poco e per nulla rilevanti, allora significhi che sussiste un ampio adempimento agli obblighi di *golden power* e quindi vi sia, complessivamente, una migliore tutela degli interessi strategici e un minor rischio di violazioni. Poche operazioni non notificate possono essere ben più rilevanti del gran numero di operazioni inutilmente notificate. Non sembra che ottenere la condotta cautelativa della generalità degli operatori possa vale il rischio della impunità delle poche violazioni che effettivamente possono pregiudicare gli interessi essenziali nazionali.

5. Conclusioni

Lo sviluppo della normativa golden power pone il complesso problema di coniugare le esigenze di tutela di interessi di assoluto rilievo, da una parte, e i principi fondamentali di tutela dei consociati e di limiti costituzionali al potere autoritativo, dall'altro. In questo contesto, la centralità degli interessi tutelati - il cui pregiudizio potrebbe anch'esso mettere in discussione l'assetto costituzionale e lo Stato di diritto - rischia di mettere in ombra i rischi che derivano dall'inosservanza del principio di certezza e prevedibilità. Un rischio a cui pare che nemmeno il giudice amministrativo sia immune.

Come anticipato in premessa, questi i profili di rischio sono propri della generalità degli strumenti securitari. È stato evidenziato che, in via generale, “*the ambiguity of the notion of national security has rendered the FDI*

*screening mechanism in national law notorious for its lack of legal certainty and predictability*⁵⁷³. Lo stesso fenomeno geopolitico europeo ed occidentale determina gli stessi rischi.

La letteratura ha adottato le più varie formule per identificare questo nuovo paradigma del rapporto tra Stato e mercato.⁵⁷⁴ Lo sforzo nominalistico non deve però riflettere una mera presa d'atto del cambiamento, ammettendo il superamento dei principi costituzionali che hanno caratterizzato il precedente paradigma, e che dovrebbero caratterizzare anche il nuovo.⁵⁷⁵ Lo studio scientifico non deve, cioè, abdicare all'approccio critico.

In particolare, certezza e prevedibilità restino un'imprescindibile necessità. Si è evidenziato come la stessa efficacia ed efficienza della disciplina dipendano da questo sforzo, ma, più in radice, resta in gioco l'assetto costituzionale dei poteri e il rapporto tra operatore e potere pubblico improntato al rispetto dei diritti fondamentali. Pur nel noto contesto della crisi del parlamentarismo e del sistema delle fonti, e pur quindi in un contesto dove può dubitarsi che l'attività parlamentare ed il potere legislativo esprimano efficacemente la partecipazione popolare nelle funzioni statali, non pare potersi ammettere un depotenziamento dei limiti e i controlli legislativi sul potere pubblico.⁵⁷⁶ Ed anzi, la securitizzazione dell'economia e l'espansione degli interessi fondamentali nazionali ad elementi più economici, con l'emersione della "sicurezza economica", richiedono una costruzione della disciplina golden power non come potere *extra ordinem*, espressione di un nuovo Stato e di una nuova economia securitaria, ma come funziona amministrativa autoritativa rispettosa dei principi di certezza e prevedibilità.

Come autorevolmente ed efficacemente espresso, *"al fondo della china c'è l'accettazione di una legislazione imprecisa e ondivaga; c'è il passivo recepimento dell'esigenza di governabilità e di rafforzamento degli Esecutivi senza che se ne disegnano i contrappesi; c'è la rinuncia ad ogni sforzo di sistematizzazione"*.⁵⁷⁷

⁵⁷³ Bian (2021) 570. Si veda anche Papadopoulos (2022) e de Kok (2025).

⁵⁷⁴ "Stato regolatore" per Ardizzone-Vitali (2013) 922; Scarchillo (2015) 622, pur con riferimento alla golden share; ma anche Garofoli (2019) 4 ss., come prima fase dell'evoluzione della normativa. "Stato supervisore" per Fiorentino (2019) 24. "Stato stratega" per Garofoli (2019). "Stato doganiere" per Napolitano (2019) 5. "Stato panottico" per Picotti (2025).

⁵⁷⁵ Si veda Marone (2024) 165, passaggio già citato.

⁵⁷⁶ Per la diversa soluzione alla crisi dei meccanismi di partecipazione politica, con la presa d'atto che la legge non garantisce il rispetto dei diritti costituzionali, si veda Perfetti (2013).

⁵⁷⁷ Luciani (2023,) p. 98. Si veda anche la recensione di Pellizzone (2024).

SEZIONE IV

FOCUS SETTORIALE

SICUREZZA ENERGETICA E *SCREENING* DEGLI INVESTIMENTI STRANIERI:

ALCUNI SISTEMI NAZIONALI A CONFRONTO

Maria Rosaria Mauro

1. Considerazioni introduttive: energia e investimenti stranieri

A partire dagli anni '70, i flussi internazionali di investimenti diretti esteri (IDE) hanno registrato una crescita sostanziale, grazie alle misure di liberalizzazione e protezione gradualmente introdotte dagli Stati a livello sia nazionale sia internazionale.

Tale fenomeno ha interessato anche, nello specifico, i flussi internazionali di investimenti nel settore energetico, che hanno seguito l'evoluzione dell'economia globale e delle priorità geopolitiche. L'energia è da sempre un settore di grande interesse per gli investitori stranieri, sebbene le tipologie di investimento in tale comparto e la loro regolamentazione siano cambiate nel tempo⁵⁷⁸. Nell'immediato secondo dopoguerra, gli investimenti erano concentrati soprattutto nello sviluppo di giacimenti petroliferi e infrastrutture legate ai combustibili fossili, sostenuti dalla crescita industriale e dall'importanza strategica del petrolio durante la Guerra fredda. Quindi, gli IDE in tale settore riguardavano, fondamentalmente, l'esplorazione e la produzione di risorse naturali ovvero di

⁵⁷⁸ Su questo aspetto, v. M. RAJAVUORI, K. HUHTA, *Investment Screening: Implications for the Energy Sector and Energy Security*, in *Energy Policy*, 2020, vol. 144, 111646.

idrocarburi come petrolio, carbon fossile e gas naturale, localizzate principalmente nei Paesi in via di sviluppo (PVS). In questa prima fase, le leggi sugli investimenti stranieri approvate da tali Stati miravano, essenzialmente, a garantire la partecipazione del Paese ospite ai profitti finanziari derivanti dagli investimenti esteri, senza dare particolare rilevanza al possibile impatto di tali investimenti sulla sicurezza nazionale.

Dagli anni '90 in poi, con la liberalizzazione dei mercati e la parziale privatizzazione delle imprese statali nazionali, in molti Paesi (soprattutto europei), gli IDE nel settore energetico hanno iniziato a essere fortemente incoraggiati. In quel periodo, molti governi consideravano gli IDE uno strumento fondamentale per la liberalizzazione dei mercati e il raggiungimento della sicurezza dell'approvvigionamento energetico. Peraltro, contemporaneamente, iniziarono a essere promulgate le cosiddette leggi “*Golden Share*” e/o “*Golden Power*”, poiché gli Stati ospiti volevano mantenere un certo grado di controllo nel settore energetico, anche se per ragioni di politica industriale piuttosto che di sicurezza nazionale.

La crisi finanziaria ed economica del 2007-2010 ha causato un rallentamento generale dei flussi internazionali di IDE, derivante anche dalle nuove misure restrittive adottate dai governi per proteggere le economie nazionali. La crisi globale ha messo in discussione le politiche economiche neoliberiste che avevano ispirato gli orientamenti degli Stati verso gli investimenti stranieri a partire dalla seconda metà degli anni '80 del XX secolo. In questo scenario, numerosi Stati hanno adottato un approccio più restrittivo verso gli investimenti esteri, introducendo nuove limitazioni legate alla sicurezza nazionale e alla proprietà straniera di terreni e risorse naturali. Pertanto, sono stati rafforzati i controlli sulle acquisizioni da parte di soggetti esteri, soprattutto in caso di asset strategici e società tecnologiche, vietati gli investimenti provenienti da fondi sovrani, istituiti regimi di *Golden Share* o *Golden Power* nei settori sensibili e, infine, attuate procedure di *screening* specifiche per tali operazioni⁵⁷⁹.

⁵⁷⁹ Un approccio più restrittivo nei confronti degli investimenti stranieri è emerso, negli ultimi anni, anche nella prassi internazionale degli Stati, ad esempio in riferimento alle clausole relative alla salvaguardia della sicurezza nazionale o di altri interessi pubblici essenziali contenute negli accordi internazionali sugli investimenti (*International Investment Agreements - IIA*). Tali eccezioni, che consentono di derogare agli standard sostanziali stabiliti dal trattato in cui esse sono incluse, permettendo allo Stato contraente di perseguire obiettivi di sicurezza anche violando le clausole dell'IIA senza alcun obbligo di risarcire l'investitore straniero, sono state interpretate in modo non uniforme dai tribunali arbitrali. Tuttavia, decisioni recenti sembrano propendere per un elevato livello di discrezionalità per lo Stato, v., ad esempio, *Deutsche Telekom v. India*, PCA Case No. 2014-10, Interim Award, 13 dicembre 2017, par. 238; *CC/Devas (Mauritius) Ltd., Devas Employees Mauritius Private Limited and Telecom Devas Mauritius Limited v. India*, PCA Case No. 2013-09, Award on Jurisdiction and Merits, 25 luglio 2016, par. 245.

Il COVID-19 ha avuto un ulteriore impatto sui flussi internazionali di IDE, poiché molti governi hanno adottato decisioni sanitarie per contenere la diffusione della pandemia e misure economiche per limitarne le conseguenze negative sull'economia nazionale. Infatti, nel 2020 i flussi di IDE sono diminuiti di un terzo, tornando ai livelli del 2005, soprattutto in riferimento ai Paesi sviluppati (e tra questi principalmente quelli europei)⁵⁸⁰. Dopo una ripresa nel 2021 (addirittura del 64% rispetto al 2020), il conflitto tra Russia e Ucraina ha reso nuovamente molto critico il quadro per il commercio internazionale e gli investimenti transfrontalieri, comportando una crisi alimentare, energetica e finanziaria in molti Stati del mondo. L'aggressione dell'Ucraina a opera della Russia ha sconvolto il clima geopolitico, limitando allo stesso tempo la partecipazione della comunità internazionale a un sistema economico globale aperto, con ripercussioni sul commercio e gli investimenti internazionali. A seguito dell'aggressione, Stati e organizzazioni internazionali hanno adottato sanzioni economiche contro la Russia e contro gli investimenti effettuati da individui ed entità collegate a tale Stato. Inoltre, numerose imprese, operanti in settori diversi, hanno iniziato a disinvestire in Russia a causa della volatilità del mercato e delle difficoltà di concludere affari determinate dalle sanzioni. Contestualmente, la Russia ha risposto adottando misure contro le sanzioni, tra cui controlli più severi sugli investimenti e limitazioni ai deflussi di capitale, minacciando anche la nazionalizzazione di società straniere. Tale clima di incertezza globale, da una parte, ha reso le imprese meno propense a investire all'estero e, dall'altra, ha indotto gli Stati a preoccuparsi maggiormente per la propria sicurezza nazionale limitando gli investimenti stranieri⁵⁸¹.

In occasione del conflitto russo-ucraino, si è assistito, altresì, alla c.d. "*weaponisation*" dell'energia ovvero a un utilizzo dell'energia come strumento di pressione politica ed economica⁵⁸². Infatti, dopo l'invasione russa dell'Ucraina nel 2022, la Russia ha utilizzato le proprie esportazioni di gas e petrolio verso l'Europa come leva per influenzare le decisioni politiche dei Paesi europei. Tale fenomeno ha reso ancora più evidente lo stretto

⁵⁸⁰ UNCTAD, *World Investment Report 2021. Investing in Sustainable Recovery*, Geneva, 2021, p. 1 ss.

⁵⁸¹ UNCTAD, *World Investment Report 2022. International Tax Reforms and Sustainable Investment*, Geneva, 2022, p. 2 ss.

⁵⁸² Su questo aspetto, v. A. BOUTE, *Weaponizing Energy: Energy, Trade, and Investment Law in the New Geopolitical Reality*, in *American Journal of International Law*, 2022, pp. 740-751.

collegamento che vi è tra “sicurezza nazionale” e “sicurezza energetica”. L'energia continua, infatti, a rappresentare un elemento chiave per lo sviluppo economico di ogni Stato.

Nel contesto attuale, due fenomeni principali caratterizzano il settore energetico, i quali potrebbero avere un impatto sui flussi internazionali di IDE. In primo luogo, la presa di coscienza generalizzata della gravità del fenomeno dei cambiamenti climatici ha indotto numerosi Stati a sostenere il processo c.d. di “*phase-out*” (abbandono graduale) degli idrocarburi a favore delle energie rinnovabili. Tale transizione richiede ingenti investimenti in nuove infrastrutture per la produzione di elettricità “verde”, idrogeno o biocarburanti, nonché per il trasporto dell'energia verso le aree di consumo; inoltre, sono anche necessari importanti investimenti per la digitalizzazione delle infrastrutture di generazione, trasporto e consumo di energia esistenti. In sintesi, da questo punto di vista, gli investimenti esteri potrebbero dare un contributo fondamentale al raggiungimento degli obiettivi climatici e ambientali.

Il secondo aspetto da tenere in considerazione è il crescente utilizzo degli IDE per finalità strategiche da parte di certi Stati, tra cui Cina e Paesi del Medio Oriente. Ciò si verifica frequentemente in infrastrutture e asset tecnologici relativi al settore energetico. La crescente domanda di energia a livello mondiale e la forte dipendenza di alcuni Paesi dall'energia proveniente da fonti importate hanno reso la sicurezza dell'approvvigionamento un problema fondamentale per numerosi Stati. In tale quadro, l'acquisizione da parte di entità straniere di infrastrutture energetiche strategiche è ora considerata un rischio per la sicurezza dell'approvvigionamento energetico nazionale. Di conseguenza, negli ultimi anni, diversi Stati hanno rafforzato i sistemi nazionali di *screening* degli investimenti stranieri per valutare il potenziale impatto di tali investimenti sulla sicurezza dell'approvvigionamento e sul funzionamento delle infrastrutture, nonché, in generale, sulla sicurezza nazionale.

Partendo da tali considerazioni, il presente contributo si propone di esaminare l'evoluzione del concetto di “sicurezza nazionale” e le sue ripercussioni sulle politiche interne in materia di investimenti esteri, con un'attenzione particolare al settore energetico e al concetto di “sicurezza energetica”. Mentre nell'ordine internazionale post-Guerra fredda vi era una netta distinzione tra sicurezza ed economia, nell'attuale ordine

mondiale il rapporto tra la sfera dell'economia e quella della sicurezza sembrerebbe essere cambiato, con una maggiore convergenza tra questioni di sicurezza e questioni economiche. Peraltro, un'interpretazione eccessivamente espansiva della sicurezza nazionale e l'abuso dei meccanismi di *screening* potrebbero rivelarsi uno strumento di protezione dell'economia nazionale e avere un effetto negativo sul quadro giuridico degli investimenti esteri, creando nuove barriere e riducendo la certezza del diritto per gli investitori stranieri. Nel settore energetico, in particolare, ciò potrebbe determinare il c.d. "*chilling effect*" ovvero i nuovi orientamenti potrebbero avere un effetto paralizzante, comportando una riduzione degli IDE e, di conseguenza, ostacolando anche la transizione energetica o il raggiungimento di altri scopi ambientali. Pure nel settore energetico è, quindi, fondamentale trovare un equilibrio tra la tutela degli investimenti esteri e il diritto sovrano di ogni Stato di perseguire obiettivi pubblici generali, tra cui la sicurezza energetica. L'articolo analizza il regime di controllo di alcuni Stati appartenenti ad aree geografiche differenti; attraverso tale esame, si mette in evidenza come le novità normative introdotte negli ultimi anni abbiano avuto un impatto anche sul concetto di "sicurezza energetica".

2. Il concetto di "sicurezza nazionale" e la sua evoluzione

La nozione di sicurezza nazionale si configura come un concetto dinamico e in costante evoluzione, la cui progressiva espansione ha condotto all'adozione di regimi sempre più stringenti in materia di IDE.

Nel contesto internazionale delineatosi dopo la Seconda guerra mondiale, gli Stati hanno tradizionalmente operato una netta separazione tra gli interessi di sicurezza nazionale e le questioni economiche. Tale distinzione emergeva chiaramente nei trattati commerciali e di investimento, nei quali venivano frequentemente inserite ampie eccezioni volte a escludere le misure di sicurezza nazionale dal regime ordinario, tracciando così una linea di demarcazione tra gli aspetti economici e la tutela della sicurezza⁵⁸³. In tale sistema bipolare, il concetto

⁵⁸³ V. J.B. HEATH, *The New National Security Challenge to the Economic Order*, in *The Yale Law Journal*, 2019–2020, p. 1025.

di sicurezza nazionale risultava essenzialmente correlato alla prospettiva di un conflitto militare tra le due superpotenze, Stati Uniti e Unione Sovietica⁵⁸⁴.

Con il passare del tempo, tuttavia, sono emersi numerosi altri pericoli per la sicurezza nazionale. La fine della Guerra fredda, in particolare, ha segnato un punto di svolta, poiché gli Stati hanno iniziato a considerare nuovi fattori di rischio per la sicurezza nazionale, come il terrorismo, la criminalità transnazionale, il nazionalismo, l'estremismo religioso, i disastri naturali, le epidemie, i cambiamenti climatici, ma anche le crisi economiche e i conflitti sociali. Tale evoluzione ha progressivamente ampliato il perimetro dei concetti di “sicurezza nazionale” e di “interesse nazionale”, superando il precedente paradigma incentrato esclusivamente sul conflitto militare tra superpotenze⁵⁸⁵.

Perciò, nel corso degli anni, la portata di questa nozione è stata ampliata, includendo la “sicurezza nazionale” attualmente non solo la difesa militare ma anche la salvaguardia di altri obiettivi pubblici ritenuti cruciali per la sicurezza dello Stato e il benessere interno. In particolare, le considerazioni di natura economica sono divenute sempre più centrali nelle valutazioni dei governi in materia di sicurezza nazionale. La recente emergenza sanitaria globale ha, ulteriormente, evidenziato come il concetto di sicurezza nazionale imponga agli Stati di non limitarsi ai tradizionali asset strategici: infatti, la pandemia di COVID-19 ha reintrodotto il tema della *scarsità* nelle relazioni interstatali, incidendo su dispositivi di protezione individuale, generi alimentari e servizi essenziali. Di conseguenza, i governi sono stati costretti a rivalutare il concetto di imprese che sono di *interesse essenziale* per la comunità nazionale, includendovi anche, ad esempio, quelle operanti nel settore sanitario. L'attuale conflitto tra Russia e Ucraina, che ha comportato una crisi sia economica, sia energetica, sia alimentare, ha dato ulteriore enfasi al concetto di scarsità, comportando l'adozione di nuove misure restrittive da parte degli Stati e destabilizzando ancor più le relazioni economiche internazionali.

⁵⁸⁴ V. L.K. DONOHUE, *The Limits of National Security*, in *American Criminal Law Review*, 2011, pp. 1576-1577, 1657-1658.

⁵⁸⁵ V. al riguardo P. ACCAOUI LORFING, *Screening of Foreign Direct Investment and the States' Security Interests in Light of the OECD, UNCTAD and Other International Guidelines*, in C. TITI (ed.), *Public Actors in International Investment Law, European Yearbook of International Economic Law*, Springer, Cham, 2021, pp. 179-199.

Il significato del concetto di sicurezza nazionale si è evoluto, dunque, rispetto alla sua originaria semplicità, propria dell'epoca della Guerra fredda, quando esso era prevalentemente circoscritto agli aspetti militari e di difesa⁵⁸⁶. Attualmente, gli Stati tendono a trattare una vasta gamma di rischi come questioni di sicurezza; pertanto, il concetto di sicurezza nazionale non si focalizza più esclusivamente sullo Stato, ma si estende anche alla *società* di cui esso è responsabile⁵⁸⁷.

3. Il concetto di “sicurezza energetica”

L'energia ha sempre rivestito un ruolo chiave ai fini dello sviluppo economico, sociale e politico di ogni Stato⁵⁸⁸. Di conseguenza, i governi hanno, tradizionalmente, considerato la sicurezza energetica una questione di primaria importanza, strettamente connessa alla tutela della sicurezza nazionale. Tuttavia, nonostante la rilevanza di tale fattore nelle relazioni internazionali, l'esatto significato del concetto di sicurezza energetica rimane oggetto di dibattito e privo di una definizione univoca⁵⁸⁹.

La dottrina individua due principali orientamenti interpretativi in merito alla sicurezza energetica⁵⁹⁰. Il primo, di natura più circoscritta, si focalizza su aspetti tecnici quali le infrastrutture energetiche, la domanda e l'offerta, il

⁵⁸⁶ Su questo argomento v. M.R. MAURO, *The Evolving Concept of National Security and Foreign Investment Screening Procedures with Particular Reference to the Italian Regime*, in J. HILLEBRAND POHL, T. PAPADOPOULOS, J. WIESENTHAL, J. WARCHOL (eds.), *Weaponising Investments*, Springer Studies in Law & Geoeconomics, Springer, Cham, 2024, vol. II, pp. 200-204.

⁵⁸⁷ La prassi più recente degli Stati conferma l'ampliamento del concetto di sicurezza nazionale, che oggi si estende ben oltre la mera dimensione militare. Un esempio emblematico è rappresentato dalle controversie in materia di investimenti stranieri che hanno coinvolto l'Argentina nei primi anni '2000, in occasione delle quali si è assistito a una crescente rilevanza delle minacce non militari nell'ambito degli accordi economici internazionali. Infatti, diversi investitori stranieri hanno impugnato dinanzi a tribunali arbitrali internazionali, sulla base di *Bilateral Investment Treaties* (BITs), una serie di misure economiche di emergenza adottate dall'Argentina in risposta alla grave crisi finanziaria del 2001-2002. Il Governo argentino ha sostenuto, in più occasioni, che anche qualora tali misure avessero comportato una violazione degli obblighi relativi al trattamento degli investimenti esteri, esse dovevano comunque essere considerate lecite e non risarcibili, in quanto rientranti nella clausola relativa alla tutela degli interessi essenziali di sicurezza nazionale. Sebbene tale linea difensiva sia stata raramente accolta, la maggior parte dei tribunali arbitrali ha riconosciuto che una crisi economica di tale portata potesse configurare un "interesse essenziale per la sicurezza" dello Stato, anche in assenza di una minaccia di natura militare. Su questo argomento, v. G. BÜCHELER, *Investor-State Arbitration and the Argentine Cases: an Overview*, in S.W. SCHILL (ed.), *Proportionality in Investor-State Arbitration*, Oxford University Press, Oxford 2015, pp. 101-124; L. MOLA, *International Investment Arbitration and Serious Economic Crises: Lessons Learned in the Argentinean Crisis of 2000-2001*, in A. TANZI, A. ASTERITI, R. POLANCO LAZO, P. TURRINI (eds.), *International Investment Law in Latin America: Problems and Prospects/ Derecho Internacional de las Inversiones en América Latina: Problemas y Perspectivas*, Brill | Nijhoff, Leiden-Boston 2016, pp. 370-399; A.C. PORZECANSKI, *The Origins of Argentina's Litigation and Arbitration Saga, 2002-2016*, in *Fordham International Law Journal*, 2016, pp. 41-77.

⁵⁸⁸ V. A.V. STAVYTSKYI, G. KHARLAMOVA, V. GIEDRAITIS, V. ŠUMSKIS, *Estimating the Interrelation between Energy Security and Macroeconomic Factors in European Countries*, in *Journal of International Studies*, 2018, pp. 217-238.

⁵⁸⁹ Su questo aspetto, v. A. GOLDTHAU, B.K. SOVACOO, *The Uniqueness of the Energy Security, Justice, and Governance Problem*, in *Energy Policy*, 2012, pp. 232-240; K. SZULECKI, *Energy Security in Europe: Divergent Perceptions and Policy Challenges*, Palgrave Macmillan / Springer, Cham, 2018; A.A. MARHOLD, *Energy in International Trade Law: Concepts, Regulation and Changing Markets*, Cambridge, 2021, pp. 240-264; T. MORGANDI, J.E. VINUALES, *Energy Security in International Law*, in R. GEIS, N. MELZER (eds.), *The Oxford Handbook of the International Law of Global Security*, Oxford, 2021, pp. 450-467; M.R. Mauro, *Energy Concerns in the Context of National Security and Foreign Investment Screening Mechanisms*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2022, p. 13 ss.

⁵⁹⁰ Su questo argomento, v. A.A. MARHOLD, *Unpacking the Concept of 'Energy Security': Lessons from Recent WTO Case Law*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2021, p. 149 ss.

mix energetico, la formazione dei prezzi e le diverse tipologie di consumatori e produttori⁵⁹¹. Il secondo approccio, di respiro più ampio e meno definito, include anche la dimensione geopolitica, considerando appunto l'impatto dell'energia sulla sicurezza nazionale⁵⁹².

Storicamente, la sicurezza energetica è stata associata alla riduzione della dipendenza da altri Stati e alla garanzia di disponibilità di fonti energetiche primarie. Oggi, pur restando centrale l'obiettivo di assicurare un approvvigionamento continuo di energia a prezzi accessibili, il concetto si è arricchito di nuove sfide e misure, quali la diversificazione dei fornitori e la gestione delle minacce geostrategiche. Si tratta, pertanto, di una nozione ampia e complessa, dalle molteplici implicazioni pratiche e politiche.

Dal punto di vista giuridico, è opportuno sottolineare che, allo stato attuale, non esiste una definizione universalmente condivisa di sicurezza energetica né nel diritto internazionale⁵⁹³ né nell'ambito del diritto dell'Unione europea (UE)⁵⁹⁴. Ad esempio, l'Accordo sul programma internazionale per l'energia, istitutivo della *International Energy Agency* (IEA), pur non fornendo una definizione puntuale, evidenzia l'importanza di prevenire le emergenze di approvvigionamento e attribuisce a ciascun governo una responsabilità speciale in materia⁵⁹⁵.

Successivamente, la stessa IEA ha proposto una definizione ampia di sicurezza energetica, intendendola come “*the uninterrupted availability of energy sources at an affordable price*”⁵⁹⁶. In linea con tale impostazione, lo *United Nations Development Programme* (UNDP) ha ulteriormente precisato il concetto, identificando la “*energy supply security*” con “*the continuous availability of energy in varied forms, in sufficient quantities, and at reasonable prices*”⁵⁹⁷.

⁵⁹¹ Energy Charter Secretariat, *International Energy Security—Common Concept for Energy Producing, Consuming and Transit Countries*, Brussels, 2015, p. 10.

⁵⁹² *Ivi*.

⁵⁹³ Su questo aspetto, cfr. Commissione europea, *Documento di lavoro dei servizi della Commissione – Studio approfondito sulla sicurezza energetica europea*, SWD (2014) 330 final/3, 2 luglio 2014, p. 166, documento accompagnatorio della *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio – Strategia europea per la sicurezza energetica*, COM (2014) 330 final.

⁵⁹⁴ L'Accordo su un programma energetico internazionale è stato firmato il 18 novembre 1974 ed è entrato in vigore il 19 gennaio 1976.

⁵⁹⁵ Cfr. il Preambolo dell'Accordo su un programma energetico internazionale.

⁵⁹⁶ V. IEA, *Emergency Response and Energy Security. Ensuring the Uninterrupted Availability of Energy Sources at an Affordable Price*, su <https://www.iea.org/about/emergency-response-and-energy-security>.

⁵⁹⁷ UNDP, *World Energy Assessment: Energy and the Challenge of Sustainability*, New York, 2000, p. 112.

In sintesi, la sicurezza energetica può essere definita come la disponibilità di forniture adeguate a prezzi accessibili⁵⁹⁸, fondata su quattro pilastri: la protezione delle risorse energetiche, delle infrastrutture e delle rotte di approvvigionamento; l'accessibilità all'energia; l'esistenza di un quadro normativo efficace a livello nazionale e globale; e la promozione di investimenti orientati alla sicurezza energetica di lungo periodo. Ne deriva che la sicurezza energetica implica la garanzia di un approvvigionamento affidabile, accessibile e conveniente.

Peraltro, un orientamento più recente sottolinea, altresì, la necessità che l'approvvigionamento energetico sia *sostenibile* nel lungo periodo, introducendo così la dimensione della *sostenibilità* quale elemento imprescindibile del concetto di sicurezza energetica e delle relazioni energetiche internazionali. Dunque, la prospettiva della sicurezza energetica varia anche in funzione dell'orizzonte temporale: nel breve termine, risulta essenziale la capacità di rispondere a repentini cambiamenti nella domanda e nell'offerta; nel lungo periodo, invece, occorre privilegiare investimenti coerenti con le esigenze dello sviluppo sostenibile⁵⁹⁹.

Nel settore energetico, è particolarmente evidente il fenomeno, cui si è già fatto riferimento, della crescente convergenza tra sfera economica e sfera della sicurezza⁶⁰⁰, con connessa maggiore attenzione ai benefici economici e ai rischi derivanti dall'interdipendenza. Infatti, nell'ambito considerato, tale convergenza sta influenzando, sensibilmente, le politiche statali in materia di IDE, sia in entrata che in uscita. Il conseguimento della sicurezza energetica è ormai divenuto un obiettivo centrale della politica estera e di difesa degli Stati; allo stesso tempo, la globalizzazione e l'interdipendenza crescenti tra Paesi accentuano le difficoltà di garantire la sicurezza energetica nazionale⁶⁰¹.

In ragione della rilevanza strategica degli IDE nel settore energetico, come si vedrà, i governi hanno storicamente imposto restrizioni volte a impedire che investitori stranieri acquisiscano il controllo di impianti di

⁵⁹⁸ V. D. YERGIN, *Ensuring Energy Security*, in *Foreign Affairs*, 2006, 85, pp. 70-71.

⁵⁹⁹ *Ibidem*. Vedi anche IEA, *World Energy Outlook 2016*, Paris, 2016, p. 86.

⁶⁰⁰ V. R.D. BLACKWILL, J.M. HARRIS, in *War by Other Means: Geoeconomics and Statecraft*, Harvard University Press, Cambridge (MA), 2016; J.B. HEATH, *National Security and Economic Globalization: Toward Collision or Reconciliation*, in *Fordham International Law Journal*, 2019, p. 1431 ss.; J. MA, *International Investment and National Security Review*, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2019, p. 899 ss.; A. ROBERT, H. CHOER MORAES, V. FERGUSON, *Toward a Geoeconomic Order in International Trade and Investment*, in *Journal of International Economic Law*, 2019, p. 655 ss.

⁶⁰¹ Su questo argomento v. H. DŻWIGÓŁ, M. DŻWIGÓŁ-BAROSZ, Z. ZHYVKO, R. MIŚKIEWICZ, H. PUSHAK, *Evaluation of the Energy Security as a Component of National Security of the Country*, in *Journal of Security and Sustainability Issues*, 2019, pp. 307-317.

produzione, stoccaggio e distribuzione di energia. Perciò, in virtù delle sue implicazioni per la sicurezza nazionale, il settore energetico è stato, tradizionalmente, incluso nei sistemi di controllo degli investimenti esteri⁶⁰².

Pertanto, le implicazioni per la sicurezza nazionale alla base dello *screening* degli investimenti energetici possono generare conflitti tra interessi e obiettivi divergenti⁶⁰³. Da un lato, tali meccanismi possono essere utilizzati per garantire la sicurezza energetica, limitando transazioni ritenute rischiose; dall'altro, però, la politica di *screening* può avere un effetto dissuasivo sugli investimenti esteri necessari per finanziare la transizione energetica e il perseguimento di altri obiettivi strategici⁶⁰⁴. Emerge, dunque, che vi possono essere obiettivi diversi e, finanche, confliggenti che il legislatore e le autorità politiche si trovano a dovere perseguire contestualmente.

4. Il potere sovrano degli Stati di ammissione degli investimenti esteri: evoluzione e categorie dei meccanismi nazionali di *screening*

In virtù del diritto internazionale consuetudinario, ogni Stato gode di piena discrezionalità in merito all'ammissione di investitori stranieri nel proprio territorio. Tale prerogativa si traduce nel diritto sovrano dei Paesi ospiti di regolamentare l'ingresso e l'insediamento degli investimenti esteri, potendo limitarli o escluderli da

⁶⁰² Cfr. European Commission, *Review of National Rules for the Protection of Infrastructures Relevant for Security of Supply*, Final Report, 18 febbraio 2018, p. 13 ss. Su questo argomento, v. O. FLEISCHMANN, A. VALLERY, C. O'DALY, *FDI in the Energy Sector*, in *Global Competition Review*, 6 dicembre 2022.

⁶⁰³ Su questo aspetto, v. A. GOLDTHAU, N. SITTER, *A Liberal Actor in a Realist World? The Commission and the External Dimension of the Single Market for Energy*, in *Journal of European Public Policy*, 2014, pp. 1452-1472.

⁶⁰⁴ Ad esempio, un'operazione può essere vietata per motivi di sicurezza nazionale, ma tale decisione può ridurre l'accessibilità all'energia a prezzi competitivi. Cfr. ad esempio il caso *Ralls Corporation v. Stati Uniti*, riguardante l'acquisizione da parte della società *Ralls* di quattro turbine eoliche negli Stati Uniti. Il *Committee on Foreign Investment in the U.S.* (CFIUS) bloccò l'acquisizione nel 2012 per motivi di sicurezza nazionale, sostenendo che le turbine erano vicine a una base militare e potevano rappresentare un rischio. La società *Ralls* impugnò la decisione ritenendola illegittima. Tuttavia, la Corte federale ha stabilito che la revisione della decisione del CFIUS da parte dei tribunali era limitata (*Ralls Corporation v. Committee on Foreign Investment in the United States*, No. 13-5315, 758 F.3d 296 (D.C. Cir. 2014)). Tale caso evidenzia come la nozione di sicurezza comprenda non solo la sicurezza energetica in senso stretto, ma anche altre questioni di sicurezza legate al settore energetico nel contesto dello *screening* degli investimenti. Ogni Stato è chiamato a confrontarsi con tali sfide per assicurare il corretto funzionamento del proprio settore energetico. Su questo caso, v. J.B. ZUCKER, H.N. HARI, *Gone with the Wind II: The Ralls Decision and Lessons for Foreign Investors*, in *Global Trade and Customs Journal*, 2014, pp. 44-46.

specifici settori economici, stabilire i cosiddetti “*performance requirements*” e adottare meccanismi di *screening* finalizzati alla tutela degli interessi nazionali⁶⁰⁵.

Lo *screening* degli investimenti esteri rappresenta uno degli strumenti più rilevanti a disposizione dei governi per orientare i flussi di capitali stranieri, indirizzandoli verso settori che possono essere di particolare interesse per lo Stato ospite, o per limitare (e, perfino, impedire) tali flussi in settori ritenuti strategici o sensibili⁶⁰⁶.

Negli ultimi anni, si è assistito a una significativa diffusione dei sistemi nazionali di *screening* degli IDE, soprattutto per motivi di sicurezza nazionale e per la protezione delle infrastrutture strategiche. Attualmente, secondo i dati della *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD), il numero di Paesi dotati di un regime completo di *screening* è salito a 41, di cui 26 situati in Europa, a copertura di oltre la metà dei flussi globali di IDE e di circa tre quarti dello *stock* mondiale⁶⁰⁷. L'utilizzo dei sistemi di *screening* degli investimenti rappresenta, oggi, la principale misura restrittiva adoperata dagli Stati in materia di IDE (pari a circa il 45% delle politiche meno favorevoli agli investitori adottate nel 2023)⁶⁰⁸.

Secondo l'UNCTAD, continua a esservi una grande eterogeneità metodologica tra i diversi regimi nazionali di controllo, in termini sia di criteri di valutazione sia di trasparenza e accessibilità dei dati, elementi che rendono complessa la comparabilità internazionale e la valutazione complessiva dell'impatto di tali misure sui flussi globali di investimento⁶⁰⁹. Peraltro, sebbene tali meccanismi possano variare per natura e procedure, essi perseguono sempre lo stesso obiettivo comune: valutare se un investimento estero possa incidere negativamente sulla sicurezza nazionale o su altri interessi pubblici essenziali⁶¹⁰. In presenza di rischi accertati, gli Stati possono bloccare l'operazione o subordinarne l'autorizzazione a specifiche condizioni.

⁶⁰⁵ Su questo argomento, v. M. SORNARAJAH, *The International Law of Foreign Investment*, 5a ed., Cambridge, 2021, pp. 134-137.

⁶⁰⁶ V. sul tema: K.P. SAUVANT, *Improving the Investment Screening Process: Principles and Policy Options*, in *Global Policy*, 2021, vol. 12, n. S2, pp. 34-47; J. VELTEN, *Screening Foreign Direct Investment in the EU: Political Rationale, Legal Limitations, Legislative Options*, Springer, Cham, 2022; J. ZHAN, *FDI Screening: Reshaping Global Investment Governance?*, in *Transnational Corporations*, 2022, n. 2, pp. 1-14; UNCTAD, *Investment Policy Monitor: Special Issue - Investment Screening Mechanisms*, United Nations, Ginevra, 2023.

⁶⁰⁷ Cfr. UNCTAD, *World Investment Report 2024: Investment Facilitation and Digital Government*, United Nations, Geneva, 2024, p. 57.

⁶⁰⁸ *Ivi*, pp. 55-56.

⁶⁰⁹ *Ivi*, pp. 57-58.

⁶¹⁰ Su questo argomento, v. S. BARIATTI, *Current Trends in Foreign Direct Investment: Open Issues on National Screening Systems*, in G. NAPOLITANO (ed.) *Foreign Direct Investment Screening – Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, Bologna, 2019, pp. 39-43; L. FUMAGALLI, *The Global Rush Towards National Screening Systems on Foreign Direct Investment: a Movement Facing No Limits? Remarks from the Point of View of Public International Law*, *ivi*, pp. 45-53; UNCTAD, *National Security-Related Screening Mechanisms for*

È interessante osservare come l'evoluzione dei sistemi di *screening* rifletta la trasformazione del concetto di sicurezza nazionale. In origine, tali procedure erano circoscritte ai settori della difesa e della sicurezza militare; successivamente, il progresso tecnologico ha ampliato il perimetro di controllo, includendo prodotti di beni a duplice uso (*dual-use items*), tecnologie crittografiche e apparecchiature di comunicazione. Inoltre, la crescente privatizzazione di imprese statali e infrastrutture ha indotto gli Stati a rafforzare i controlli in settori sensibili, anche in risposta all'aumento degli investimenti da parte di imprese statali e fondi sovrani stranieri, soprattutto in infrastrutture critiche.

Nel corso del tempo, quindi, le normative nazionali hanno progressivamente ampliato il concetto di sicurezza nazionale, includendo non soltanto la difesa da minacce di natura militare, ma anche la tutela di settori industriali strategici e infrastrutture critiche⁶¹¹. In tale prospettiva, la protezione degli asset nazionali di rilievo è divenuta un obiettivo prioritario, equiparabile alla prevenzione dei rischi militari. Di conseguenza, i meccanismi di *screening* degli investimenti esteri si sono focalizzati, di recente, prevalentemente sulle operazioni di fusione e acquisizione che coinvolgono infrastrutture critiche o tecnologie strategiche, con particolare intensità nei Paesi a più alto livello di sviluppo economico.

L'analisi dei meccanismi di *screening* consente di individuare tre principali categorie di sistemi. In primo luogo, vi sono meccanismi di controllo che si concentrano su specifiche società nazionali operanti in settori sensibili, allo scopo di verificare eventuali acquisizioni straniere in tali entità.

Vi sono, poi, sistemi di *screening* che si basano sulla valutazione dei rischi che gli investimenti esteri possono comportare per l'intera economia, prescindendo da settori specifici. In questo caso, il parametro di riferimento

Foreign Investment. An Analysis of Recent Policy Developments, Investment Policy Monitor (Special Issue), dicembre 2019; G. DIMITROPOULOS, *National Security: the Role of Investment Screening Mechanisms*, in J. CHAISSE, L. CHOUKROUNE, S. JUSOH (eds.), *Handbook of International Investment Law and Policy*, vol. I, Springer, Cham, 2020.

⁶¹¹ V. F. HEINEMANN, *Investment Screening and National Security: New Challenges for Open Economies*, in *Journal of International Economic Law*, 2022, pp. 675–698; P. CARDWELL, M. MÜFTÜLER-BAÇ, N. NUGENT (eds.), *The Law and Geoeconomics of Investment Screening*, Springer, Cham, 2025.

è spesso la sicurezza nazionale (come negli Stati Uniti)⁶¹², ma può richiamare anche gli interessi fondamentali della società (Finlandia)⁶¹³ o la crescita economica nazionale stabile e l'ordine sociale di base (Cina)⁶¹⁴.

La maggior parte dei regimi *screening*, infine, segue un approccio settoriale, individuando specifici ambiti o attività sensibili per gli interessi nazionali⁶¹⁵, come i settori militare, manifatturiero a duplice uso, servizi di pubblica utilità, energia, telecomunicazioni, trasporti, media e finanziario. In tale contesto, ha assunto particolare rilevanza il concetto di “infrastruttura critica”. In ambito europeo, tale concetto è stato inizialmente definito dalla direttiva (CE) 2008/114⁶¹⁶, in cui si afferma che per “infrastruttura critica” si intende «un elemento, un sistema o parte di questo ubicato negli Stati membri che è essenziale per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza e del benessere economico e sociale dei cittadini ed il cui danneggiamento o la cui distruzione avrebbe un impatto significativo in uno Stato membro a causa dell'impossibilità di mantenere tali funzioni». Tale definizione era limitata a settori specifici, in particolare energia e trasporti. Successivamente, la direttiva (UE) 2022/2557 del Parlamento europeo e del Consiglio ha introdotto il concetto più ampio di “soggetto critico”, che include le infrastrutture critiche e si applica a più settori. Secondo la citata direttiva, la nozione di “soggetto critico” fa riferimento a una entità che fornisce servizi essenziali in uno o più settori elencati nell'Allegato I e la cui interruzione comporterebbe un impatto significativo a livello transfrontaliero o nazionale⁶¹⁷.

⁶¹² Cfr. la sottosezione 721(d)(1) e (4)(A) del *Defense Production Act*, secondo cui la revisione è innescata da una “credible evidence that leads the President to believe that the foreign interest exercising control might take action that threatens to impair the national security” (*Defense Production Act* del 1950, 50 USC App. 2170). Nel sistema statunitense, la sicurezza nazionale è interpretata come un termine indefinito che include, ma non è limitato a, considerazioni relative alla “sicurezza nazionale” e alle “infrastrutture critiche” (v. *Defence Production Act* del 1950 sez. 721, come modificato dal FIRMA del 2018 50 USC sez. 4565(a)(1)); tuttavia, anche questi termini relativi alla sicurezza sono esplorativi e non hanno ulteriori definizioni.

⁶¹³ La L. n. 682/2020, che ha modificato l'Atto sullo *screening* delle acquisizioni societarie estere del 2012 (172/2012), entrata in vigore l'11 ottobre 2020, afferma: “key national interest means securing military national defence, functions vital to society, national security and foreign and security policy objectives, and safeguarding public order and security in accordance with Articles 52 and 65 of the Treaty on the Functioning of the European Union, if there is a genuine and sufficiently serious threat to a fundamental interest of society” (enfasi aggiunta).

⁶¹⁴ Secondo la Circolare dell'Ufficio generale del Consiglio di Stato sull'istituzione di un sistema di revisione della sicurezza in materia di fusioni e acquisizioni di imprese nazionali da parte di investitori stranieri (pubblicata il 3 febbraio 2011), il “content of [the] security review” includerà non soltanto “the effect of [the transaction] on the national security” ma anche il suo “effect” sulla “national steady economic growth” e sul “basic social living order”. Su questo argomento, v. UNCTAD, *National Security-Related Screening Mechanisms for Foreign Investment*, cit., p. 8.

⁶¹⁵ Cfr. UNCTAD, *National Security-Related Screening Mechanisms for Foreign Investment*, cit., pp. 7-8.

⁶¹⁶ Cfr. l'art. 2, lett. a) della direttiva 2008/114/CE del Consiglio dell'8 dicembre 2008 relativa all'individuazione e alla designazione delle infrastrutture critiche europee e alla valutazione della necessità di migliorarne la protezione.

⁶¹⁷ Cfr. l'art. 2, par. 1 della direttiva (UE) 2022/2557 del 14 dicembre 2022 del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla resilienza dei soggetti critici e che abroga la direttiva 2008/114/CE del Consiglio, secondo cui si intende «un soggetto pubblico o privato che è stato individuato da uno Stato membro a ai sensi dell'articolo 6 come appartenente a una delle categorie di cui alla terza colonna della tabella di cui all'allegato».

Alcune legislazioni prevedono la compresenza di più tipologie di *screening*; inoltre, quando l'obiettivo è la protezione di settori strategici da investimenti di imprese statali straniere, possono essere introdotti requisiti *ad hoc*⁶¹⁸.

Negli ultimi anni, anche a seguito, nell'ordine, della crisi economico-finanziaria del 2007-2010, della pandemia di COVID-19⁶¹⁹ e del conflitto russo-ucraino⁶²⁰, numerosi governi hanno rivalutato il proprio approccio in materia di investimenti stranieri, abbandonando le precedenti *open-door policies* e introducendo misure volte a salvaguardare l'economia nazionale. In tale contesto, si è assistito a un generale inasprimento dei regimi di *screening*, attraverso l'ampliamento dell'ambito di applicazione di tali sistemi (nuovi settori e/o nuove attività), l'abbassamento delle soglie richieste per lo *screening* di controllo e un ampliamento delle definizioni di investimento estero soggetto al controllo⁶²¹.

5. Alcuni esempi di sistemi nazionali di *screening*, con particolare riferimento al settore dell'energia

A lungo sono stati essenzialmente i PVS ad avere procedure di *screening*. Attualmente, invece, questi meccanismi di controllo sono impiegati principalmente dai Paesi sviluppati, fatta eccezione per alcuni di essi. Infatti, gli Stati industrializzati che dispongono di sistemi di *screening* sono, in genere, le principali destinazioni globali degli investimenti esteri in settori economici chiave e, pertanto, sono quelli più vulnerabili ad acquisizioni straniere "*predatorie*". Recentemente, Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, UE e diversi suoi Stati membri⁶²²,

⁶¹⁸ Cfr. UNCTAD, *National Security-Related Screening Mechanisms for Foreign Investment*, cit., p. 11.

⁶¹⁹ Nel 2020 e nel primo trimestre del 2021, 25 Stati (principalmente industrializzati) e l'UE hanno adottato o rafforzato regimi di *screening* degli investimenti esteri. Fino al 2020, i Paesi che effettuavano lo *screening* degli IDE per la sicurezza nazionale erano 34, che rappresentavano il 50% dei flussi di IDE mondiali e il 69% dello stock mondiale di IDE. La maggior parte delle recenti modifiche è stata introdotta a causa della pandemia (cfr. UNCTAD, *World Investment Report 2021*, cit., p. 111). Nel 2020, l'emergenza sanitaria ha determinato due principali categorie di revisioni: in primo luogo, è stata ampliata la portata delle norme di *screening* per includere asset chiave essenziali in risposta alla pandemia (settore sanitario e relative catene di approvvigionamento); inoltre, sono state introdotte misure per impedire acquisizioni di asset vulnerabili a causa di interruzioni finanziarie e distorsioni di valore. Nel 2021, molti governi hanno ulteriormente rafforzato i regimi di *screening* o prorogato le norme temporanee decise per fare fronte alle conseguenze della pandemia.

⁶²⁰ Cfr. OECD, *International Investment Implications of Russia's War Against Ukraine*, OECD Publishing, Parigi, 2022, pp. 13-15; OECD-UNCTAD, *Twenty-seventh Report on G20 Investment Measures*, 7 luglio 2022, pp. 5-6.

⁶²¹ Inoltre, recenti normative hanno imposto nuovi obblighi di informativa agli investitori stranieri durante le procedure di *screening* e introdotto sanzioni civili, penali o amministrative per il mancato rispetto o l'elusione degli obblighi di notifica e *screening*.

⁶²² V. S. MEUNIER, *The EU's Investment Screening Mechanism: A Model for Global Governance?*, in *Journal of European Public Policy*, 2022, pp. 1849-1867; OECD, *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU: Assessing Effectiveness and Efficiency*, OECD Publishing, Paris, 2022; J. VELTEN, *Screening Foreign Direct Investment in the EU: Political Rationale, Legal Limitations, Legislative Options*, Springer, Cham, 2022; P. FACH, *Investment Screening in the European Union: Balancing Openness and Security*, Hart Publishing, Oxford, 2023; S. ROBERT, *Foreign Investment Control Procedures as a Tool for Enforcing EU Strategic Autonomy*, in *European Papers – European Forum*, 2023, pp. 513-523; European Commission, *Report on the Screening of Foreign Direct Investments into the Union*, Bruxelles, 2023; G. SCARCHILLO, *Golden Powers in Strategic Sectors: A European*

come Germania, Francia e Italia, hanno adottato norme più severe sugli IDE e modificato i propri regimi di *screening*.

Il settore energetico rappresenta, certamente, un ambito privilegiato per l'analisi delle problematiche connesse al controllo degli investimenti esteri da parte degli Stati ospiti. Infatti, in ragione della rilevanza strategica degli IDE in tale settore, i governi hanno, storicamente, adottato misure al fine di impedire a soggetti stranieri di acquisire il controllo di impianti di produzione, stoccaggio e distribuzione di energia, incluse infrastrutture strategiche come raffinerie e reti energetiche. A partire dagli anni '70, il settore energetico si è affermato, quindi, come uno dei principali ambiti di applicazione dei meccanismi di *screening* degli investimenti⁶²³. Inizialmente, tali controlli si concentravano sugli IDE relativi all'esplorazione, produzione, trasmissione e fornitura di energia, motivati da esigenze di sicurezza nazionale. Tuttavia, l'ampliamento delle definizioni di "infrastrutture critiche" – in particolare con riferimento alla digitalizzazione delle reti – e di "tecnologie critiche", nonché la crescente attenzione verso i dati e le tecnologie digitali hanno determinato un'estensione dei meccanismi di *screening* a una platea più ampia di soggetti e attività.

Nella maggior parte dei casi, gli investimenti nel settore energetico rientrano nell'ambito di applicazione dei regimi generali di controllo degli IDE; tuttavia, la rilevanza di tali investimenti ha indotto anche ad adottare discipline specifiche. Le normative nazionali possono, ad esempio, vietare o limitare – anche in termini di partecipazione azionaria – gli IDE nelle infrastrutture del gas naturale o dell'elettricità, riservare la proprietà o il controllo di determinati asset allo Stato, oppure restringere la capacità degli investitori privati di detenere partecipazioni in tali infrastrutture⁶²⁴. Inoltre, nell'ambito dei regimi di "Golden Share" o "Golden Power", i governi, in qualità di azionisti di minoranza in società di infrastrutture e fornitura energetica, potrebbero esercitare il veto su operazioni di acquisizione di quote o cessione di attività strategiche⁶²⁵. Gli Stati possono, altresì, ricorrere alla nazionalizzazione di imprese e attività per garantire la sicurezza

Perspective, in M.R. MAURO, F. PERNAZZA (eds.), *State and Enterprise. Legal Issues in the Global Market*, Springer, Cham, 2023, pp. 93-118; M. BUNGENBERG, C. TITI (eds.), *National Security and Investment Controls*, Springer, Cham, 2024.

⁶²³ Su questo argomento, v. O. FLEISCHMANN, A. VALLERY, C. O'DALY, cit.

⁶²⁴ Su questo argomento, v. European Commission, *Review of National Rules for the Protection of Infrastructure Relevant for Security of Supply*, cit., p. 27 ss.

⁶²⁵ *Ivi*, p. 31 ss.

dell'approvvigionamento⁶²⁶. Infine, il controllo sugli IDE può essere previsto anche da normative generali relative ai mercati dell'approvvigionamento energetico e dei trasporti⁶²⁷.

5.1. Italia

Per lungo tempo, l'Italia ha seguito una politica di ampia apertura verso gli investimenti esteri, limitando al minimo i controlli sulle operazioni condotte da soggetti stranieri. Tale impostazione ha iniziato a mutare con l'introduzione del regime di *Golden Power*, che consente al Governo di esercitare poteri di controllo sugli investimenti esteri in determinati settori strategici, inizialmente limitati ai comparti della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Il regime di *Golden Power* affonda le sue radici nel precedente sistema di *Golden Share*, adottato negli anni '90 durante il processo di privatizzazione delle principali imprese pubbliche italiane, pensato per consentire allo Stato di mantenere il controllo delle imprese strategiche attraverso speciali diritti azionari denominati, appunto, *Golden Share*⁶²⁸. Tale meccanismo è stato ritenuto in violazione delle norme dell'UE sul diritto di stabilimento e sulla libera circolazione dei capitali. Infatti, la Corte di giustizia dell'UE ha stabilito che il regime italiano di *Golden Share* dissuadeva gli altri Stati membri dall'investire nelle società interessate⁶²⁹. A seguito di quanto affermato dalla Corte, l'Italia ha previsto un sistema di valutazione *ex ante* delle operazioni riguardanti imprese strategiche. Tale innovazione è stata introdotta dal D.L. n. 21⁶³⁰, che attribuisce allo Stato poteri speciali nei confronti di tutte le imprese, pubbliche o private, che svolgono attività di rilevanza strategica nei settori della difesa e della sicurezza nazionale o nei settori

⁶²⁶ *Ivi*, p. 32 ss.

⁶²⁷ Ad esempio, la direttiva UE sull'elettricità (direttiva 2009/72/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica e che abroga la direttiva 2003/54/CE) e la direttiva UE sul gas naturale (direttiva 2009/73/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno del gas naturale e che abroga la direttiva 2003/55/CE) comprendono norme relative alla certificazione dei gestori di rete controllati da soggetti di un paese terzo al di fuori dell'UE o dello Spazio economico europeo (SEE). In tale contesto, le autorità nazionali devono anche valutare se il rilascio della certificazione possa comportare rischi per la sicurezza dell'approvvigionamento energetico dello Stato membro e della Comunità.

⁶²⁸ Cfr. il D.L. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni dalla L. 30 luglio 1994, n. 474. Su questo argomento, si veda C. SAN MAURO, *Golden share, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Luiss University Press, Roma, 2004.

⁶²⁹ Si veda Corte di giustizia dell'UE, *Commissione c. Italia*, causa C-326/07, sentenza del 26 marzo 2009, CGUE I-02291, punti 50-55; *Commissione c. Repubblica italiana*, causa C-58/99, sentenza del 23 maggio 2000, CGUE I-03811, punto 20. Nel primo caso menzionato, la Corte di giustizia ha affermato che i poteri speciali detenuti dallo Stato italiano in Telecom Italia, Eni, Enel e Finmeccanica violavano le norme dell'UE, accogliendo le conclusioni della Commissione europea. Su questo argomento, si veda D. GALLO, *Corte di giustizia UE, Golden Shares e investimenti sovrani*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2013, p. 923 ss.

⁶³⁰ Cfr. il D.L. 15 marzo 2012, n. 21 n. 21 n. 21, convertito con modificazioni dalla L. 11 maggio 2012, n. 56. Su questo argomento, v. A. COMINO, *Golden power per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni* in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2014, pp. 1019-1053; C. SAN MAURO, *La disciplina della nuova Golden share*, in *Federalismi*, 2012, 21, https://www.federalismi.it/nv14/articolo_documento.cfm?artid=21104, pp. 569-601.

dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni⁶³¹. Per effetto del D.L. n. 21, i poteri speciali dello Stato trovano ora fondamento non in una clausola statutaria, ma in una norma di carattere generale. In questo modo, l'intervento dello Stato non è più subordinato al mantenimento di determinati diritti propri dell'ex monopolista, bensì all'assunzione, per la prima volta nell'ordinamento italiano, di un nuovo ruolo dello Stato come organo di controllo degli investimenti esteri⁶³².

Il regime italiano di *Golden Power* è stato modificato più volte⁶³³. Ad esempio, a seguito della crisi sanitaria ed economica causata dal COVID-19, il Governo italiano ha deciso di ricorrere al meccanismo del *Golden Power* per la tutela degli interessi strategici nazionali, estendendo la sua applicazione a settori diversi da quelli tradizionalmente coperti. Perciò, l'8 aprile 2020, è stato adottato il D.L. n. 23 (il c.d. "*Decreto liquidità*")⁶³⁴, che ha introdotto nuove norme chiaramente volte ad arginare il rischio di scalate ostili anche per le imprese operanti in settori diversi da quelli solitamente considerati strategici, divenuti cruciali per effetto dell'emergenza sanitaria ed economica. Di conseguenza, l'ambito di applicazione del regime è stato esteso, con l'intento sia di tutelare asset strategici risultati finanziariamente vulnerabili, sia di assicurare la continuità delle forniture di beni essenziali, come prodotti farmaceutici, dispositivi medici, generi alimentari e altre filiere critiche⁶³⁵. Il Decreto liquidità ha stabilito un quadro giuridico più stringente, introducendo notevoli innovazioni in relazione ai settori di applicazione, alla nazionalità dell'acquirente, agli atti, delibere e operazioni coperti, nonché alla procedura. Al fine di evitare contestazioni da parte delle Istituzioni dell'UE, il D.L. n. 23 ha specificato che alcune delle misure previste erano straordinarie, stabilendo che determinate norme avrebbero dovuto applicarsi solo su base temporanea fino al 31 dicembre 2020. Tuttavia, la L. n. 176⁶³⁶ ha imposto una proroga di sei mesi, fino al 30

⁶³¹ Si vedano, rispettivamente, l'art. 1 e l'art. 2 del D.L. n. 21.

⁶³² Su questo aspetto, v. G. SCARCHILLO, *Golden Powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2020, pp. 575-578.

⁶³³ Su questo argomento, si veda M. CLARICH, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in G. NAPOLITANO (ed.), cit., pp. 116-120.

⁶³⁴ Si vedano, in particolare, gli articoli 15 e 16 del D.L. 8 aprile 2020, n. 23, convertito con modificazioni dalla L. 5 giugno 2020, n. 40.

⁶³⁵ Su questo argomento, si veda V. DONATIVI, *I golden powers nel "DL Liquidità"*, in *Crisi d'Impresa e Insolvenza*, 23 aprile 2020, <https://blog.ilcaso.it/libreriaFile/1213.pdf>; A. SCOGNAMIGLIO, *Lo Stato stratega (o lo Stato doganiere) affila le armi: le disposizioni emergenziali in materia di controllo sugli investimenti esteri*, in G. PALMIERI (a cura di), *Oltre la pandemia. Società, salute, economia e regole nell'era post Covid-19*, vol. I, Editoriale scientifica, Napoli, 2020, pp. 159-178.

⁶³⁶ L. 18 dicembre 2020, n. 176, di conversione del D.L. 28 ottobre 2020, n. 137.

giugno 2021, del regime “speciale” introdotto dal Decreto liquidità e, successivamente, tale data è stata posticipata dal D.L. n. 228⁶³⁷, che ha indicato il 31 dicembre 2022 come nuova scadenza.

Inoltre, il 21 marzo 2022, per mitigare gli effetti sull'economia nazionale della crisi ucraina in corso, è stato approvato il D.L. n. 21⁶³⁸ (il c.d. “Decreto Ucraina bis”), con il quale il Governo italiano ha introdotto anche importanti innovazioni nella normativa *Golden power*. A differenza del Decreto liquidità, che prevedeva un regime provvisorio, le modifiche apportate dal Decreto Ucraina bis incidono direttamente sulla principale fonte normativa dei poteri speciali, ovvero il D.L. n. 21 del 15 marzo 2012. Le modifiche introdotte dal Decreto Ucraina bis hanno riguardato sia l'aspetto sostanziale, ampliando il perimetro del regime di *Golden Power* con l'inclusione di nuovi settori – in particolare in riferimento ai settori della difesa e della sicurezza nazionale⁶³⁹ e a quello delle reti di comunicazione – sia l'aspetto procedurale, attraverso una semplificazione delle modalità di notifica. Il D.L. 21 marzo 2022, n. 21 ha segnato il passaggio da un regime provvisorio a un regime permanente⁶⁴⁰, stabilendo regole generali e obblighi di notifica anche per operazioni intra-UE in settori strategici (energia, trasporti, comunicazioni, salute, agroalimentare, settori finanziari).

Il regime di *Golden Power* consente al Governo italiano di sottoporre a controllo pressoché ogni operazione che coinvolga società operanti nel settore energetico o titolari di asset riconducibili a tale settore. Recentemente, inoltre, sono stati approvati due decreti relativi agli “attivi di rilevanza strategica” (asset strategici) nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni, nonché agli “attivi di rilevanza strategica” nei settori menzionati dall'art. 4, par. 1, del regolamento n. 452 dell'UE concernente lo *screening* degli investimenti stranieri⁶⁴¹. In particolare, il D.P.C.M. n. 180 qualifica come “attivi di rilevanza strategica”: “a) rete nazionale di

⁶³⁷ D.L. 30 dicembre 2021, n. 228, convertito con modificazioni dalla L. 25 febbraio 2022, n. 15.

⁶³⁸ D.L. 21 marzo 2022, n. 21, convertito con modificazioni dalla L. 20 maggio 2022, n. 51. Su questo argomento v. F. LIBERATORE, D. SABELLI, I. TULLY, *Update on the Italian National Security and Investment Control Regime – Golden Powers*, in *The National Law Review*, 5 maggio 2022, XII(125), <https://www.natlawreview.com/article/update-italian-national-security-and-investment-control-regime-golden-powers>.

⁶³⁹ Per i settori della difesa e della sicurezza nazionale è stato introdotto l'obbligo di notifica anche per le delibere interne, gli atti o le ristrutturazioni e i rifinanziamenti delle società strategiche che implicano un cambiamento di proprietà, di controllo o di disponibilità di asset.

⁶⁴⁰ Cfr. in particolare articoli 24, 25 e 28 del D.L. 21 marzo 2022, n. 21.

⁶⁴¹ Cfr. il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti diretti esteri nell'Unione. Su questo argomento, v. G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2019, pp. 2-20; S.W. SCHILL, *The European Union's Foreign Direct Investment Screening Paradox: Tightening Inward Investment Control to Further External Investment Liberalization*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2019, 46(2), pp. 105-128; J.H.J. BOURGEOIS (eds.), *EU Framework for Foreign Direct Investment Control*, Wolters Kluwer, Alphen aan den Rijn, 2020. Il 24 gennaio 2024 la Commissione europea ha presentato una proposta per la riforma del regime europeo di *screening*, che dovrebbe abrogare il

trasporto del gas naturale e relative stazioni di compressione e centri di dispacciamento, come individuata ai sensi dell'articolo 9 del decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164, nonché gli impianti di stoccaggio del gas; b) infrastrutture di approvvigionamento di energia elettrica e gas da altri Stati, compresi gli impianti di rigassificazione di GNL onshore e offshore; c) rete nazionale di trasmissione dell'energia elettrica e relativi impianti di controllo e dispacciamento; d) attività di gestione e immobili fondamentali connessi all'utilizzo delle reti e infrastrutture di cui alle precedenti lettere a), b) e c)"⁶⁴². Il D.P.C.M. n. 179, inoltre, ha ulteriormente ampliato l'ambito di applicazione del regime, includendo tra i beni e rapporti di rilevanza strategica nel settore dell'energia: "Nel settore dell'energia, i beni e i rapporti di cui all'articolo 1 sono i seguenti: a) le infrastrutture critiche presso cui sono collocati o da collocare combustibili, materiali nucleari o rifiuti radioattivi, nonché le tecnologie e le infrastrutture che realizzano il trattamento, la gestione e il trasporto dei medesimi combustibili, materiali e rifiuti; b) gli immobili fondamentali per l'utilizzo delle infrastrutture critiche di cui al presente articolo; c) i depositi costieri di greggio e prodotti petroliferi di capacità uguale o superiore a centomila metri cubi utilizzati per il mercato nazionale, le infrastrutture di stoccaggio di GNL di capacità uguale o superiore a diecimila metri cubi, gli oleodotti per l'approvvigionamento dall'estero, anche con destinazione verso altri Stati, e gli oleodotti per l'approvvigionamento agli aeroporti intercontinentali; d) le tecnologie critiche, incluse le piattaforme, di gestione dei mercati all'ingrosso del gas naturale e dell'energia elettrica; e) le attività economiche di rilevanza strategica svolte nel settore di cui al presente articolo, esercitate da imprese che realizzano un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro e aventi un numero medio annuale di dipendenti non inferiore a duecentocinquanta unità"⁶⁴³.

Proprio in riferimento al settore dell'energia, poi, è importante ricordare che la L. 1° febbraio 2023 n. 10 (di conversione del D.L. 5 dicembre 2022, n. 187) ha esteso l'applicazione del regime anche alle imprese attive

regolamento n. 452 e introdurre regole più severe, attualmente al vaglio del Parlamento europeo (v. la proposta di regolamento relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione (COM(2024)23)).

⁶⁴² Cfr. l'art. 1, comma 2, del DPCM 23 dicembre 2020, n. 180.

⁶⁴³ Cfr. l'art. 3 del DPCM 18 dicembre 2020, n. 179.

nel settore degli idrocarburi, al fine di garantire la sicurezza degli approvvigionamenti, nonché il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti.

La Relazione annuale in materia di poteri speciali di *Golden Power*, presentata nell'agosto 2025, evidenzia, in merito alla distribuzione settoriale delle notifiche relative all'esercizio di tali poteri nel corso dell'anno, che i comparti della difesa e della sicurezza nazionale si confermano prioritari, raccogliendo il 20,3% delle operazioni notificate. Seguono, immediatamente, settori strategici per l'infrastruttura nazionale, quali le comunicazioni (10,8%) e, in particolare, il settore energetico (10,5%). Inoltre, va evidenziato che, mentre nel 2023 la quota di notifica riguardante il settore delle comunicazioni si attestava su valori pressoché invariati (11%), il settore dell'energia ha registrato un incremento significativo rispetto al 7,1% dell'anno precedente. Tali dati attestano la crescente attenzione da parte del Governo nei confronti della tutela degli asset strategici nel comparto energetico⁶⁴⁴.

5.2. Regno Unito

Anche nel Regno Unito è stato introdotto un regime di controllo degli investimenti stranieri che si applica in caso di investimenti esteri rischiosi per l'economia nazionale⁶⁴⁵. Il 24 luglio 2018, il *Department of Business, Energy and Industrial Strategy* ha pubblicato il *National Security and Investment White Paper*, che è stato poi sottoposto a consultazione pubblica. A seguito di tale consultazione, il Governo britannico ha annunciato l'intenzione di introdurre norme di controllo degli investimenti esteri applicabili in caso di problemi di sicurezza nazionale. Pertanto, l'11 novembre 2020 è stato presentato in Parlamento il *National Security and Investment Bill*, che è divenuto il *National Security and Investment Act 2021*⁶⁴⁶, entrato in vigore il 4 gennaio 2022. L'Atto conferisce al Governo nuovi poteri di intervento e controllo sulle transazioni rischiose per la sicurezza nazionale,

⁶⁴⁴ Cfr. al riguardo Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione concernente l'attività svolta sulla base dei 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 – Anno 2024*, Documento parlamentare LXV, n. 3. Roma, Senato della Repubblica, 2025, pp. 17-18.

⁶⁴⁵ V. S. WANG, L. YANG, G. LI, *The UK's Foreign Investment Security Review Mechanism: Characteristics, Origins, and Responses*, in *Laws*, 2025, 24.

⁶⁴⁶ United Kingdom, *National Security and Investment Act 2021*, c. 25. London: The Stationery Office, 2021. Il disegno di legge è stato presentato alla Camera dei Comuni l'11 novembre 2020. Il 29 aprile 2021, l'Atto ha ricevuto l'assenso reale. L'entrata in vigore completa del regime di *screening* è avvenuta il 4 gennaio 2022.

prevedendo un regime di controllo *ex ante* basato su notifiche obbligatorie e facoltative. Il regime è amministrato dall'*Investment Security Unit* (ISU), che dipende dal *Cabinet Office*. L'ISU riceve le notifiche, analizza i casi, coordina il parere dei Ministeri competenti e prepara la valutazione. La decisione formale, che può stabilire la libertà dell'operazione, eventuali condizioni, il blocco o il c.d. "*unwinding*"⁶⁴⁷, spetta al Governo, tramite il *Chancellor of the Duchy of Lancaster* nella sua carica di *Secretary of State in the Cabinet Office*.

Particolarmente rilevante è la definizione dei "*key sectors*", tra cui figura appunto il comparto energetico. L'Atto si ispira al modello statunitense del *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS), ma presenta un ambito applicativo più ampio e specifico per il comparto energetico e la protezione di asset infrastrutturali interni. L'energia rientra tra i 17 settori soggetti a notifica obbligatoria ⁶⁴⁸, con un riferimento al nucleare civile, che comprende la produzione di energia nucleare e le attività correlate, e all'energia. Il termine "energia" include le infrastrutture per la generazione di energia elettrica, lo stoccaggio e la ricezione del gas naturale, incluso il GNL, nonché per la trasmissione e la distribuzione di energia elettrica e gas naturale, mentre tale termine non si estende ai fornitori (al dettaglio) di energia elettrica e gas naturale. Inoltre, il regime si applica anche a infrastrutture specifiche per la produzione, il trasporto e la lavorazione delle forniture di combustibile.

Il 22 luglio 2025, il Governo ha annunciato una semplificazione delle regole per limitare gli oneri sulle imprese, riducendo il carico amministrativo su operazioni a basso rischio, pur mantenendo la protezione della sicurezza nazionale nei settori sensibili e strategici come difesa, semiconduttori, acque e infrastrutture critiche. Inoltre, è stata avviata una consultazione pubblica (luglio-ottobre 2025) per l'aggiornamento dei settori sensibili soggetti a notifica obbligatoria, con l'introduzione di nuovi settori autonomi come semiconduttori, minerali critici e acqua⁶⁴⁹.

⁶⁴⁷ Nello specifico, si tratta dell'ordine da parte del Governo britannico di annullare o invertire un'acquisizione o una transazione già completata.

⁶⁴⁸ Cfr. *Guidance National Security and Investment Act*, aggiornata al 21 maggio 2024.

⁶⁴⁹ V. *Consultation on the National Security and Investment Act (Notifiable Acquisition) (Specification of Qualifying Entities) Regulations 2021*, pubblicata il 22 luglio 2025.

5.3. Stati Uniti

Il sistema di *screening* nazionale più noto è, certamente, quello statunitense, modificato nel corso degli anni anche per garantire un controllo più efficiente sulle acquisizioni estere⁶⁵⁰. Il potere di sospendere o vietare qualsiasi acquisizione, fusione o rilevamento di una società statunitense da parte di soggetti stranieri, in presenza di un rischio per la sicurezza nazionale, è riservato al Presidente degli Stati Uniti. Tuttavia, nel 1988, questo compito è stato delegato al CFIUS⁶⁵¹, l'organismo interministeriale⁶⁵² che esamina le cosiddette "*transazioni coperte*", valutandone l'impatto sulla sicurezza nazionale. Nel 1993, sono state approvate nuove norme relative agli investimenti a opera di Stati esteri, venendo prevista un'indagine specifica nei casi in cui l'acquirente sia controllato da o agisca per conto di un governo straniero e l'acquisizione «could result in control of a person engaged in interstate commerce in the US that could affect the national security of the US»⁶⁵³. Nel luglio 2007, il *Foreign Investment and National Security Act* (FINSNA)⁶⁵⁴ ha rafforzato i poteri di controllo. Successivamente, nel 2018, il Congresso ha approvato il *Foreign Investment Risk Review Modernization Act* (FIRRMA), firmato dal Presidente Trump il 13 agosto 2018⁶⁵⁵. Tale Atto ha codificato le precedenti normative e pratiche del CFIUS⁶⁵⁶, potenziando il ruolo del Comitato nel controllare acquisizioni, fusioni e investimenti esteri, introducendo obblighi di notifica preventiva per operazioni che coinvolgono società che operano in settori sensibili o tecnologie critiche, consentendo

⁶⁵⁰ V. in argomento I. KOKKORIS, *Merger Control, National Security, and Foreign Direct Investment Screening: A Comparative Perspective*, Oxford University Press, Oxford, 2024, pp. 170–213.

⁶⁵¹ Cfr. la sez. 5021 dell'*Omnibus Trade and Competitiveness Act* del 1988 che ha modificato la sez. 721 del *Defense Production Act* del 1950.

⁶⁵² Il CFIUS è stato istituito dal Presidente Gerald Ford nel 1975 e opera sotto l'egida del Ministero del tesoro degli Stati Uniti e della Casa Bianca. Il CFIUS comprende i direttori dei *Departments of the Treasury, Justice, Homeland Security, Commerce, Defense, State and Energy*, nonché dell'*Office of the US Trade Representative* e dell'*Office of Science and Technology Policy*, con il *Director of National Intelligence and the Secretary of Labor* come membri senza diritto di voto.

⁶⁵³ Cfr. la sez. 837(a) del *National Defense Authorization Act for Fiscal Year 1993*, denominata "*Byrd amendment*", che codifica la sez. 721 del *Defense Production Act*.

⁶⁵⁴ Cfr. la *Foreign Investment and National Security Act of 2007*, Public Law 110–49, 26 luglio 2007.

⁶⁵⁵ Il testo rivisto del CFIUS fa parte del *National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2019*, sez. 1701 e seguenti.

⁶⁵⁶ Il FIRRMA ha ampliato la portata delle competenze del CFIUS, che includono, ad esempio, gli investimenti che hanno un impatto su infrastrutture critiche e settori tecnologici (incluse le attività relative alla conservazione e alla raccolta di dati sensibili relativi a cittadini statunitensi, la cui diffusione o il cui utilizzo potrebbe compromettere la sicurezza nazionale), sebbene manchi il controllo sull'impresa stabilita negli Stati Uniti da parte di un soggetto straniero. Inoltre, l'attività di controllo del CFIUS ora include anche operazioni, transazioni, contratti o accordi che si ritiene siano stati effettuati allo scopo di eludere la normativa sugli investimenti esteri. Infine, esiste un obbligo di notifica per le acquisizioni da parte di soggetti stranieri se sussiste un "interesse sostanziale" diretto o indiretto di un governo straniero e l'operazione riguarda infrastrutture o tecnologie critiche o dati sensibili di cittadini statunitensi. Sul tema, v.: G.S. GEORGIEV, *The Reformed CFIUS Regulatory Framework: Mediating between Continued Openness to Foreign Investment and National Security*, in *Yale Journal on Regulation*, 2008, pp. 125–134; P. CONNELL, H. HUANG, *An Empirical Analysis of CFIUS: Examining Foreign Investment Regulation in the United States*, in *The Yale Journal of International Law*, 2014, pp. 131–163; A. GUACCERO, *Compliance e tutela degli investimenti esteri diretti. Spunti di comparazione tra Stati Uniti ed Europa*, in G. NAPOLITANO (ed.), cit., pp. 141–151; C. MANN, *ivi*, pp. 15–21.

al Presidente degli Stati Uniti di sospendere o bloccare operazioni che comportino rischi per la sicurezza nazionale. I settori interessati sono le tecnologie critiche, le infrastrutture strategiche, i dati sensibili e la difesa.

Infine, nuove regole sono state approvate anche nel 2024-2025⁶⁵⁷, nell'ottica di un ulteriore irrigidimento del regime. In particolare, sono stati previsti: l'attribuzione di maggiori poteri di *enforcement* e *compliance* a livello nazionale al CFIUS; un controllo rafforzato sulle transazioni immobiliari in zone sensibili (installazioni militari); l'avvio del primo programma *outbound*, limitativo per investimenti statunitensi all'estero riguardanti la tecnologia avanzata; l'introduzione di nuove linee politiche per distinguere gli investitori tra alleati e rivali attraverso meccanismi come il *fast track*. Tali modifiche sono espressione della volontà di una maggiore sorveglianza tanto sugli investimenti in entrata, quanto su quelli in uscita, con particolare attenzione ai rischi tecnologici e alle questioni di sicurezza nazionale.

Il CFIUS esercita la propria giurisdizione sugli investimenti esteri negli Stati Uniti sia nei casi in cui un investitore straniero acquisisca il "controllo" di un'impresa statunitense, sia quando l'investimento, pur non comportando il controllo, sia riferibile a una "*TID US business*", ossia a un'impresa attiva in settori di tecnologie critiche, infrastrutture critiche o nella gestione di dati personali sensibili di cittadini statunitensi. Di conseguenza, gli investimenti che coinvolgono una *TID US business* possono essere soggetti a un obbligo di notifica preventiva e all'espletamento di una procedura di *pre-closing*.

Il settore energetico si configura come uno dei comparti maggiormente sottoposti a scrutinio nell'ambito del sistema statunitense di *screening* degli investimenti: il CFIUS è, infatti, legittimato a bloccare o subordinare ad apposite condizioni operazioni di acquisizione e fusione, in particolare quando coinvolgano investitori provenienti da Paesi considerati "avversari" o riguardino infrastrutture localizzate in prossimità di siti strategici. Nel settore energetico, la normativa statunitense in materia di *screening* degli investimenti ha un'ampia portata,

⁶⁵⁷ Cfr. U.S. Department of the Treasury, *Amendments to Penalty Provisions, Provision of Information, Negotiation of Mitigation Agreements, and Other Procedures Pertaining to Certain Investments in the United States by Foreign Persons and Certain Transactions by Foreign Persons Involving Real Estate in the United States* (26 novembre 2024); Exec. Order No. 14,105, *Addressing United States Investments in Certain National Security Technologies and Products in Countries of Concern*, 88 Fed. Reg. 54,367 (9 agosto 2023) e *Outbound Investment Security Program, Final Rule*, 31 C.F.R. Part 850 (U.S. Department of the Treasury), 89 Fed. Reg. 85968 (15 novembre 2024); *America First Investment Policy — National Security Presidential Memorandum* (NSPM) (21 febbraio 2025).

infatti, le nozioni di “infrastrutture critiche” e di “tecnologie critiche” sono state estese, ricomprendendo anche la digitalizzazione delle reti e i dati energetici. In particolare, vi è una varietà di infrastrutture coperte, escludendo, tuttavia, le attività di mera fornitura. Pertanto, rientrano nell’ambito di applicazione: gli impianti di generazione, trasmissione, distribuzione e stoccaggio di energia elettrica, gli oleodotti e gasdotti interstatuali, gli impianti di stoccaggio sotterraneo di gas naturale, i terminali per l’importazione o l’esportazione di GNL, nonché le raffinerie e gli impianti di stoccaggio di petrolio greggio. Inoltre, gli investimenti in tecnologie correlate al settore energetico possono essere ricompresi nella categoria delle tecnologie critiche, qualora riguardino tecnologie emergenti e fondamentali. Il CFIUS è, altresì, legittimato a esercitare il proprio controllo su qualsiasi operazione che comporti il possesso o il controllo, da parte di un soggetto straniero, di immobili situati negli Stati Uniti in prossimità di strutture governative sensibili, spesso utilizzati per progetti di energia rinnovabile.

5.4. Giappone

Il regime di controllo giapponese, disciplinato dal *Foreign Exchange and Foreign Trade Act* (FEFTA)⁶⁵⁸, prevedeva, fino al 1991, che gli investitori stranieri dovessero ottenere un’autorizzazione preventiva per effettuare investimenti nel Paese. Successivamente, a seguito delle modifiche apportate all’FEFTA, è stato introdotto, di regola, l’obbligo di presentazione di una relazione post-transazione, mentre la notifica preventiva è richiesta esclusivamente per specifiche fattispecie. Nel 2019, il Giappone ha ulteriormente modificato il quadro normativo⁶⁵⁹, riformando il regime approvato nel 2017⁶⁶⁰. Le nuove disposizioni hanno ampliato la gamma degli investimenti esteri soggetti a notifica preventiva, imponendo tale obbligo agli investitori stranieri in caso di acquisizione sia di azioni sia di diritti di voto, estendendolo inoltre a ulteriori settori specifici. Con la revisione del 2019, la soglia di partecipazione che determina l’obbligo di notifica preventiva per gli investimenti in imprese strategiche è stata ridotta dal 10% all’1%. Questa innovazione, motivata dall’esigenza di “preservare la

⁶⁵⁸ Cfr. Act No. 228, del 1° dicembre 1949. Sul sistema giapponese di screening, v. T. ISHIKAWA, *Investment Screening on National Security Grounds and International Law: The Case of Japan*, in *Journal of International Commercial Law & Technology*, 2020, pp. 71-98.

⁶⁵⁹ Cfr. *Foreign Exchange and Foreign Trade Act* (Act No. 228 of 1949, as amended by Act No. 97 of 2019); *Amended Forex Act* del 29 novembre 2019.

⁶⁶⁰ V. Act No. 38 del 14 luglio 2017.

sicurezza economica nazionale”, evidenzia come i modelli di *screening* siano sempre più orientati a logiche di gestione del rischio.

Il 1° aprile 2025, il Governo giapponese ha, inoltre, approvato una modifica al *Cabinet Order on Inward Direct Investment*⁶⁶¹, l'atto che disciplina il meccanismo di *screening* degli investimenti stranieri nel quadro del FEFTA, specificando le operazioni soggette a notifica, le soglie, le esenzioni e le procedure. Le nuove disposizioni sono entrate in vigore il 19 maggio 2025. La riforma ha introdotto due nuove categorie di investitori considerati a rischio: i *Type-A investors*, ossia soggetti obbligati per legge o contratto a cooperare con governi esteri, ad esempio in operazioni di raccolta informazioni per la sicurezza nazionale; e i *Type-B investors*, ovvero entità controllate, direttamente o indirettamente, da un *Type-A* o da governi esteri, oppure che presentano caratteristiche tali da essere soggette a obblighi di cooperazione con soggetti esteri rilevanti. Contestualmente, è stata introdotta la categoria delle *Designated Core Business Entities*, che comprende imprese operanti in settori ritenuti critici per la sicurezza nazionale e per le infrastrutture essenziali (energia, gas, acqua, trasporti, telecomunicazioni, ecc.). Le regole di notifica preventiva sono state rese più stringenti per queste categorie di investitori e imprese: un *Type-A investor* non può beneficiare di esenzioni e deve notificare preventivamente ogni investimento nei *designated business sectors*; analogamente, un *Type-B investor* che investa in una *Designated Core Business Entity* è tenuto alla notifica preventiva. Pertanto, entrambi devono notificare preventivamente ogni investimento nei *core sectors*, tra cui vi è anche l'energia. Le modifiche hanno interessato un elevato numero di imprese strategiche (appunto le “*Designated Core Business Entities*”), comprese infrastrutture energetiche e di rete. La soglia minima per la notifica resta fissata all'1% delle azioni o dei diritti di voto in una società quotata, oppure a qualsiasi acquisizione in una società non quotata, per i casi sensibili.

Il regime giapponese, dunque, distingue tra *core sectors* (economicamente o strategicamente sensibili) e *non-core sectors*. Anche gli investimenti nel settore energetico possono essere soggetti all'obbligo di notifica preventiva per motivi di sicurezza nazionale, quando gli investimenti interessano i *core sectors* e le *designated*

⁶⁶¹ Cfr. *Amendment of Cabinet Order on Inward Direct Investment*, 1 aprile 2025.

*business areas*⁶⁶². In particolare, sono interessati i seguenti comparti: elettricità (produzione, trasmissione, distribuzione); petrolio e gas (esplorazione, estrazione, raffinazione, trasporto, stoccaggio); energia nucleare e semiconduttori per l'*energy tech*; infrastrutture critiche come centrali, gasdotti, reti elettriche.

È interessante osservare, infine, che il Governo giapponese, da una parte, mantiene un rigido controllo sugli investimenti ritenuti sensibili per la sicurezza e l'autonomia tecnologica, dall'altro, ha previsto incentivi per attrarre investimenti in progetti energetici strategici, come rinnovabili, idrogeno e *smart grid*, pur mantenendo un'attenta vigilanza.

5.5. Cina

La Cina ha istituito un sistema di controllo a salvaguardia della sicurezza nazionale nel 2011⁶⁶³, recentemente modificato.

Il sistema cinese di *screening* degli investimenti si è ispirato, in larga parte, al modello del CFIUS, avendo previsto un processo di valutazione articolato su due livelli e la costituzione di un comitato interministeriale⁶⁶⁴. In base alle Regole del 2011 (la c.d. "*2011 Circular*")⁶⁶⁵, il Ministero del Commercio cinese (*Ministry of Commerce* - MOFCOM) ha creato un comitato ministeriale incaricato di esaminare le fusioni e acquisizioni da parte degli investitori stranieri in settori considerati sensibili per l'economia cinese, con particolare attenzione ai possibili rischi per la sicurezza nazionale, la stabilità economica, l'ordine sociale e la capacità di sviluppo in ambiti tecnologici strategici. In quel contesto, la revisione era condotta dal MOFCOM. Le Regole hanno attribuito

⁶⁶² Cfr. *Rules and Regulations of the Foreign Exchange and Foreign Trade Act* del 24 aprile 2020.

⁶⁶³ Il sistema di *screening* comprende gli investimenti esteri nelle imprese nazionali nel settore della difesa e in altri settori legati alla sicurezza nazionale. Tale sistema è stato istituito dalla *Circular of the General Office of the State Council on the Establishment of Security Review System Regarding Merger and Acquisition of Domestic Enterprises by Foreign Investors* del 3 febbraio 2011.

⁶⁶⁴ Su questo argomento, v. Y. LI, C. BIAN, *A New Dimension of Foreign Investment Law in China – Evolution and Impacts of the National Security Review System*, in *Asia Pacific Law Review*, 2016, 2, p. 174. V. anche I. KOKKORIS, *op. cit.*, pp. 216-248; T. GU, *Chinese Investment and Foreign Investment Screening in East Asian Developed Economies: The Role of National Security*, in *Asian Journal of Comparative Law*, 2025, pp. 1-27.

⁶⁶⁵ Cfr. *Circular of the General Office of the State Council on the Establishment of Security Review System Regarding Mergers and Acquisitions of Domestic Enterprises by Foreign Investors*, 3 febbraio 2011 e *Regulations of the Ministry of Commerce on the Implementation of the Security Review System for Mergers and Acquisitions of Domestic Enterprises by Foreign Investors*, 25 agosto 2011.

un ampio margine di discrezionalità alle autorità cinesi, non definendo in modo preciso i settori specifici soggetti a controllo e non chiarendo espressamente il significato di “sicurezza nazionale”.

L'8 aprile 2015, il Consiglio di Stato cinese ha approvato la *Circolare sulla pubblicazione delle* Misure provvisorie per la revisione della sicurezza nazionale degli investimenti esteri nelle Zone pilota di libero scambio (zone pilota di libero scambio di Shanghai, Guangdong, Tianjin e Fujian). Nello stesso anno, è entrata in vigore anche la Legge sulla sicurezza nazionale, che prevede l'adozione di norme e meccanismi per potere verificare se gli investimenti stranieri hanno un impatto sulla sicurezza nazionale⁶⁶⁶.

Successivamente, il 15 marzo 2019, l'Assemblea nazionale del popolo ha approvato la nuova Legge sugli investimenti esteri, in cui è stata ribadita l'intenzione di introdurre norme concernenti un sistema di controllo dell'impatto degli investimenti esteri sulla sicurezza⁶⁶⁷. La Legge, che è entrata in vigore il 1° gennaio 2020 insieme al relativo regolamento di attuazione, si basa sul sistema della “lista negativa”, che indica i settori in cui gli investitori stranieri non sono ammessi o sono limitati. Al di fuori di tale lista, l'accesso è generalmente permesso. Infatti, la Legge assicura l'applicazione del principio del trattamento nazionale, prevedendo specifici controlli di sicurezza solo per gli investimenti considerati sensibili.

Il 19 dicembre 2020, sono state approvate dalla NDRC e dal MOFCOM, altresì, le Misure per la revisione di sicurezza degli investimenti esteri (*Foreign Investment Security Review Measures - FISR*)⁶⁶⁸, entrate in vigore il 18 gennaio 2021. A seguito di tale modifica, l'organo responsabile del controllo non è più solo il MOFCOM come nel 2011, ma un organo congiunto: il c.d. “*Working Mechanism*”, guidato congiuntamente dal MOFCOM e dalla *National Development and Reform Commission* (NDRC). Tale cambiamento è stato interpretato come un rafforzamento del ruolo di politica economica e pianificazione strategica (proprio della NDRC) nello *screaming* degli investimenti. Il nuovo regime ha anche esteso l'ambito di applicazione materiale del sistema di controllo, che ora copre una vasta tipologia di operazioni, includendo investimenti *greenfield*, fusioni e

⁶⁶⁶ Cfr. la *National Security Law of the People's Republic of China* (2015), adottata nella 15a sessione dello *Standing Committee of the Twelfth National People's Congress of the People's Republic of China* il 1° luglio 2015.

⁶⁶⁷ Il 1° gennaio 2020 è entrata in vigore la *Foreign Investment Law*.

⁶⁶⁸ Cfr. NDRC e MOFCOM, Order No. 37, 19 dicembre 2020.

acquisizioni (M&A), investimenti indiretti e strutture VIE⁶⁶⁹, anche in presenza di tentativi di elusione. Dalla introduzione del sistema di controllo, si è assistito a un rafforzamento delle misure di *compliance*, con particolare attenzione alla sicurezza dei dati, alle tecnologie emergenti e al trasferimento tecnologico.

La lista negativa per l'accesso al mercato è aggiornata periodicamente. A seguito dell'aggiornamento dell'aprile 2025, si è avuta l'eliminazione di 11 settori precedentemente soggetti a restrizioni, passando da 117 a 106 voci. Parallelamente, però, sono state introdotte nuove limitazioni per ambiti considerati sensibili, come droni civili, sigarette elettroniche, vendita online di farmaci e servizi Internet non commerciali.

La procedura di *screening* può comportare l'imposizione di condizioni, limiti alla partecipazione straniera o, nei casi più delicati, il blocco dell'operazione.

L'ordinamento cinese considera quello energetico un settore sensibile, per cui gli investimenti stranieri in tale ambito sono soggetti a restrizioni. In particolare, gli investimenti stranieri sono sottoposti a controllo se riguardano i seguenti ambiti: energia nucleare, petrolio e gas naturale (esplorazione, estrazione, raffinazione, trasporto, stoccaggio), elettricità (generazione, trasmissione, distribuzione), energie rinnovabili (solare, eolica, idroelettrica), infrastrutture critiche (oleodotti, gasdotti, reti di trasmissione), tecnologie energetiche avanzate e digitalizzazione delle reti.

Gli investimenti esteri che comportano acquisizione di un controllo significativo su imprese energetiche cinesi devono essere notificati in anticipo al *Working Mechanism*. La procedura prevede una prima valutazione ordinaria della durata di 30 giorni lavorativi; successivamente, qualora necessario, può essere avviato un esame approfondito che può estendersi fino a 60 giorni, con possibilità di proroga. La revisione valuta l'impatto dell'operazione sulla sicurezza nazionale, sulla stabilità economica, sull'ordine sociale e sulle capacità tecnologiche

⁶⁶⁹ L'acronimo significa *Variable Interest Entity*. In particolare, si tratta di una società cinese formalmente di proprietà di cittadini cinesi che trasferisce benefici economici e controllo operativo a una *holding* straniera tramite contratti e non tramite partecipazione azionaria.

In origine, gli investimenti stranieri nelle attività di generazione di carbone, petrolio, gas, calore ed energia erano stati fortemente limitati e consentiti quasi esclusivamente attraverso *joint venture* con una partecipazione di maggioranza cinese. Tuttavia, ormai restrizioni permangono solo per i settori energetici strategici, come la costruzione e la gestione di centrali nucleari, che richiedono ancora una *joint venture* con una quota di controllo cinese. Ciò è stato confermato dalle revisioni apportate alla lista dei settori nel 2025. In altri ambiti, come le energie rinnovabili e il settore del petrolio e gas non convenzionali, le limitazioni sono state progressivamente allentate, favorendo una maggiore apertura agli investimenti stranieri, salvo nei casi in cui sussistano rischi per la sicurezza nazionale. Dunque, la Cina sembra stia seguendo una strada differente rispetto ad altri Paesi, infatti, le restrizioni sugli investimenti esteri in tale ambito sono state progressivamente allentate, soprattutto tra il 2017 e il 2020, fino a essere in gran parte rimosse. La Cina sta, quindi, aprendo gradualmente il proprio settore energetico agli investimenti esteri, soprattutto nelle aree delle rinnovabili e della tecnologia, pur mantenendo un controllo rigoroso sulle infrastrutture critiche e sulle attività considerate strategiche.

5.6. Australia

Il sistema australiano di *screening* degli investimenti esteri ha avuto origine negli anni '70, quando l'Australia iniziò ad avvertire l'esigenza di dotarsi di strumenti istituzionali per monitorare l'afflusso di capitali stranieri, in particolare nei settori delle risorse naturali e del mercato immobiliare⁶⁷⁰. Inizialmente, il sistema si caratterizzava per una notevole flessibilità ed era principalmente orientato alla protezione di settori sensibili; tuttavia, esso ha progressivamente subito un'evoluzione, che rispecchia il graduale processo di apertura economica del Paese e i mutamenti geopolitici intervenuti nella regione.

⁶⁷⁰ V. sull'argomento P. MCCALMAN, L. PUZZELLO, T. VOON, A. WALTER, *Inward Foreign Investment Screening in Australia: Development and Implications*, in J.H. POHL, T. PAPADOPOULOS, J. WIESENTHAL (eds.) *National Security and Investment Controls*, Springer Studies in Law & Geoeconomics, Springer Nature, Berlino, 2024, pp. 1–26.

L'adozione del *Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975* (FATA)⁶⁷¹ e la contemporanea istituzione del *Foreign Investment Review Board* (FIRB) hanno segnato l'avvio di un modello basato sulla valutazione *ex ante* dell'impatto degli investimenti sull'"interesse nazionale".

Quando l'investimento straniero rientra nei casi soggetti a "*notifiable actions*" o "*national security actions*", la proposta deve essere inoltrata al *Treasury*. Successivamente, la proposta è analizzata dal FIRB, che valuta i rischi per l'interesse nazionale e formula un parere, sulla base del quale il *Treasurer* (il Ministro del Tesoro) decide l'approvazione dell'operazione, il blocco o impone condizioni volte a mitigare rischi per la sicurezza nazionale, in particolare quando l'investitore sia riconducibile a soggetti statali o parastatali.

Il FATA è stato modificato più volte. Importanti cambiamenti sono stati introdotti dal *Foreign Investment Reform (Protecting Australia's National Security) Act 2020*⁶⁷², che ha previsto un controllo rafforzato sugli investimenti esteri nei settori considerati "*critical infrastructure*" (tra cui quello energetico). La disciplina è sempre gestita dal Tesoro con il supporto del FIRB. È prevista una valutazione preventiva per gli investimenti stranieri che superano determinate soglie o che coinvolgono settori strategici, con un regime più rigido per gli investimenti riconducibili a governi esteri.

Le riforme introdotte tra il 2020 e il 2025, tra cui il rafforzamento del *national security test* e l'ampliamento della categoria delle *national security businesses* (ovvero infrastrutture critiche, tecnologie avanzate, dati sensibili) hanno, ulteriormente, potenziato la dimensione della sicurezza nazionale. Questi interventi sono stati accompagnati da misure per migliorare l'efficienza amministrativa, come l'obiettivo di decidere il 50% delle pratiche entro 30 giorni e la semplificazione delle procedure per investitori con comprovata affidabilità (*track record*)⁶⁷³.

Il sistema australiano rappresenta, complessivamente, uno dei modelli di *screening* più equilibrati a livello internazionale, essendo il risultato di un lungo processo volto a combinare l'apertura economica con la tutela

⁶⁷¹ Cfr. *Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975, Act No. 92 of 1975*, data di assenso reale (senza emendamenti) 28 agosto 1975.

⁶⁷² Cfr. *Foreign Investment Reform (Protecting Australia's National Security) Act 2020 — Act No. 114, 2020*, assenso reale del 10 dicembre 2020.

⁶⁷³ Oltre al *Foreign Investment Reform (Protecting Australia's National Security) Act 2020*, cfr. *FIRB Policy & Guidance Updates, 2022-2023*; *Australia's Foreign Investment Policy 2025*.

delle funzioni essenziali dello Stato. Dunque, esso appare in linea con le dinamiche globali di controllo degli investimenti, adottando un approccio *risk-based* che mira a bilanciare attrattività degli investimenti e tutela degli interessi strategici nazionali.

Il FATA classifica il settore energetico come “attività di sicurezza nazionale” e, pertanto, gli IDE in questo ambito sono soggetti a una specifica vigilanza, anche per le preoccupazioni collegate a una possibile influenza straniera nel controllo di risorse energetiche critiche. Le linee guida pubblicate dal FIRB specificano quali investimenti nei settori dell'elettricità, del gas naturale, dei combustibili liquidi (inclusi petrolio greggio e condensato, benzina, gasolio e carburanti per aerei) e degli operatori del mercato energetico sono soggetti all'obbligo di notifica o per i quali è incoraggiata una notifica volontaria.

In generale, le operazioni che riguardano infrastrutture energetiche sono soggette a notifica obbligatoria, mentre per l'acquisizione di fornitori di elettricità e gas naturale la notifica è volontaria, ma fortemente raccomandata qualora vengano superate determinate soglie⁶⁷⁴.

6. Le implicazioni dei regimi di *screening* sui flussi internazionali di investimenti e sul concetto di “sicurezza energetica”

A partire dalla prima decade degli anni '2000 si è assistito a un irrigidimento dei regimi di *screening* nazionali degli investimenti stranieri, che testimonia la volontà degli Stati di riaffermare i propri poteri regolatori nei confronti degli IDE.

L'inasprimento dei controlli sugli investimenti esteri, inizialmente motivato dalla necessità di tutelare la sicurezza nazionale in senso stretto, ovvero con particolare riferimento alle questioni di difesa e militari, si è progressivamente esteso a una concezione più ampia di sicurezza, che include una vasta gamma di *interessi*

⁶⁷⁴ Cfr. FIRB, *Guidance: 8, National Security*, sez. F, p. 23 s.

nazionali o di *interessi pubblici*, nonché la valutazione di fattori economici nella definizione delle strategie di sicurezza nazionale.

La situazione di emergenza sanitaria causata dalla pandemia di COVID-19, poi, ha posto in evidenza come il concetto di sicurezza nazionale imponga agli Stati di estendere la propria attenzione oltre gli asset strategici tradizionali, includendo tra le imprese di interesse essenziale per la comunità nazionale anche quelle operanti nel settore sanitario. A breve distanza dall'esplosione della pandemia, l'aggressione russa contro l'Ucraina ha rappresentato un ulteriore fattore di instabilità internazionale, inducendo nuovamente gli Stati a rafforzare le misure di tutela della sicurezza nazionale attraverso la limitazione degli investimenti esteri.

Sebbene la sicurezza nazionale sia stata largamente recepita dalle legislazioni dei principali Stati ospiti degli IDE quale fondamento dei regimi nazionali di *screening*, tuttavia, tale concetto permane, in larga parte, privo di una definizione precisa, caratterizzandosi per una significativa vaghezza interpretativa⁶⁷⁵. L'ambiguità che contraddistingue la sicurezza nazionale nelle normative sullo *screening* degli investimenti stranieri favorisce il rischio che essa venga invocata non soltanto per la tutela di reali interessi nazionali o pubblici, ma anche per perseguire obiettivi geopolitici ed economici non dichiarati⁶⁷⁶. In assenza di una chiara delimitazione del significato e dell'ambito applicativo della sicurezza nazionale, infatti, lo Stato può bloccare investimenti esteri senza specificare le modalità, i tempi e i soggetti rispetto ai quali le minacce devono essere valutate. In altri termini, l'indeterminatezza giuridica attribuisce all'autorità competente un ampio margine di discrezionalità, con la conseguenza che il processo di controllo degli investimenti potrebbe assumere caratteri di arbitrarietà⁶⁷⁷.

Ora, è evidente che, nel contesto contemporaneo, la tradizionale distinzione tra la dimensione politica e quella economica sia divenuta progressivamente meno marcata. Tuttavia, un'interpretazione eccessivamente estensiva degli interessi nazionali o pubblici rischia di incidere in modo significativo sull'assetto giuridico degli investimenti esteri, determinando la creazione di nuove barriere normative e una riduzione della certezza del

⁶⁷⁵ V. C. BIAN, *Foreign Direct Investment Screening and National Security: Reducing Regulatory Hurdles to Investors Through Induced Reciprocity*, in *Journal of World Investment & Trade*, 2021, p. 570; O. FLEISCHMANN, A. VALLERY, C. O'DALY, cit.

⁶⁷⁶ C. BIAN, *National Security Review of Foreign Investment: a Comparative Legal Analysis of China, the United States and the European Union*, Routledge, London, 2020, p. 231.

⁶⁷⁷ C.A. ESPLUGUES, *Foreign Investment, Strategic Assets and National Security*, Intersentia, Cambridge, Antwerp, Portland, 2018, pp. 449-450.

diritto per gli investitori stranieri, compromettendo, di conseguenza, i progressi raggiunti nell'ambito degli investimenti internazionali negli ultimi decenni. Dunque, l'uso o, addirittura, l'abuso dei meccanismi di *screening* potrebbe facilmente trasformarsi in uno strumento di protezione dell'economia nazionale, con effetti potenzialmente gravi sul contesto generale in cui operano gli investitori stranieri. Il confine tra la legittima tutela gli interessi di sicurezza e di ordine pubblico e il protezionismo dissimulato si rivela, infatti, estremamente sottile⁶⁷⁸.

In tale contesto generale, particolarmente complesso appare il settore energetico, in considerazione della grande importanza dell'energia per lo sviluppo di ogni Stato e della contemporanea rilevanza, in tale ambito, di interessi apparentemente conflittuali.

Storicamente, gli investimenti esteri nel comparto energetico sono stati sottoposti al controllo dello Stato ospite, che ha salvaguardato la proprietà pubblica, imposto restrizioni alla proprietà straniera e adottato meccanismi di controllo finalizzati a valutare l'impatto di tali investimenti sulla sicurezza nazionale, con l'obiettivo di limitare l'acquisizione di impianti di produzione, stoccaggio e distribuzione dell'energia da parte di investitori stranieri⁶⁷⁹. Attualmente, la maggior parte dei sistemi di *screening* considera l'energia un settore strategico⁶⁸⁰. D'altronde, l'aggressione della Russia nei confronti dell'Ucraina ha riportato la questione della sicurezza energetica al centro del dibattito politico globale, in ragione della militarizzazione dei combustibili fossili e delle infrastrutture di trasporto energetico russe. In tale settore, sono emerse, altresì, preoccupazioni legate alla dipendenza dalle importazioni e alla vulnerabilità delle infrastrutture nel quadro della transizione verso fonti di energia pulita.

Le recenti modifiche in materia di controllo degli investimenti hanno inciso sulla nozione tradizionale di sicurezza energetica (che ormai include anche le infrastrutture critiche, le tecnologie energetiche critiche e le tecnologie basate sui dati), nonché sul rapporto tra sicurezza energetica e sicurezza nazionale. In passato, il concetto di

⁶⁷⁸ Cfr. K.J. GREENBERG (ed.), *Reimagining the National Security State: Liberalism on the Brink*, Cambridge University Press, Cambridge (UK), New York, 2020.

⁶⁷⁹ V. R.T. KUDRLE, *No Entry: Sectoral Controls on Incoming Direct Investment in the Developed Countries*, in L. EDEN, E.H. POTTER (eds.), *Multinationals in the Global Political Economy*, Palgrave Macmillan, London, 1993, pp. 142-167.

⁶⁸⁰ F. WEHRLE, J. POHL, *Investment Policies Related to National Security: a Survey of Country Practice*, OECD Working Papers on International Investment, No. 2016/02, OECD Publishing, Paris, 2016.

sicurezza energetica era prevalentemente associato a due elementi fondamentali: da un lato, la necessità di garantire un'adeguata disponibilità di fonti energetiche primarie (quali gas, petrolio, carbone e, più recentemente, energie rinnovabili); dall'altro, la riduzione al minimo della dipendenza da Paesi terzi per l'approvvigionamento di tali risorse. L'evoluzione normativa rispecchia, invece, la tesi, ormai diffusa, secondo cui la sicurezza energetica non può più essere intesa unicamente come continuità delle forniture e stabilità dei prezzi, implicando essa, in generale, la salvaguardia dell'autonomia strategica e tecnologica degli Stati rispetto a soggetti esteri potenzialmente influenti in relazione alle infrastrutture critiche. Infatti, i sistemi di *screening* applicati agli investimenti energetici hanno modificato i due elementi tradizionalmente inclusi nella nozione di sicurezza energetica: la sicurezza della fornitura e quella della rete e della tecnologia. In particolare, riguardo alla prima componente, l'attenzione non è più concentrata solo sul rischio della mancanza di gas, elettricità o petrolio, ma anche sul timore che la proprietà o il controllo degli asset strategici siano rimessi a investitori stranieri (spesso, peraltro, pubblici) che minacciano l'autonomia dello Stato ospite. Inoltre, riguardo alla seconda componente, è evidente che le infrastrutture energetiche (reti, gas, rinnovabili) sono infrastrutture critiche⁶⁸¹, pertanto, il loro controllo da parte di investitori stranieri comporta rischi maggiori (tecnologici, di cybersecurity, di interruzione) che impongono allo Stato ospite di introdurre meccanismi di *screening*.

Inoltre, negli ultimi anni, sono emerse nuove tipologie di rischio, connesse alla transizione verso un sistema energetico più sostenibile, quali: la tutela della capacità nazionale di ricerca e sviluppo nei settori dell'energia eolica e solare; la necessità di assicurare l'accesso alle materie prime critiche (come litio, cobalto e terre rare), essenziali per la produzione di batterie e tecnologie verdi; la protezione dei dati, che assumono un ruolo sempre più centrale nei sistemi energetici digitalizzati⁶⁸².

In definitiva, la progressiva politicizzazione degli IDE nel settore energetico ha indotto diversi Stati a introdurre o rafforzare i meccanismi di *screening* degli investimenti stranieri, per prevenire acquisizioni da parte investitori esteri di tecnologie o infrastrutture considerate strategiche. Ciò ha determinato un intreccio sempre più stretto

⁶⁸¹ V. al riguardo A. GOLDTHAU, *The Politics of Foreign Investment in Critical Energy Infrastructure*, in *Energy Research & Social Science*, 2018, pp. 211-217; K. SZULECKI, I. OVERLAND, *Foreign Investment, Critical Energy Infrastructure and National Security: New Dynamics in the Global Energy Order*, in *Energy Research & Social Science*, 2019, pp. 1-12.

⁶⁸² V. A. GOLDTHAU, K. WESTPHAL, M. BAZILIAN, M. BRADSHAW, *Model and Manage the Changing Geopolitics of Energy*, in *Nature*, maggio 2019, 569 (7754), pp. 29-31.

tra sicurezza energetica e sicurezza nazionale rispetto al passato. Peraltro, sebbene il panorama attuale sia caratterizzato da rischi inediti, i pilastri tradizionali della sicurezza ossia la disponibilità delle fonti e il mantenimento di un adeguato livello di indipendenza, continuano ad avere una rilevanza enorme, poiché sono indispensabili sia per la salvaguardia delle capacità nazionali di sviluppo tecnologico, sia per fronteggiare nuove preoccupazioni legate all'eventuale uso improprio dei *big data*.

Dunque, la disciplina degli IDE si fonde con quella delle infrastrutture critiche. In tale contesto, i sistemi nazionali di *screening* assumono un ruolo regolatorio non solo economico ma di sicurezza in chiave geopolitica e di sovranità tecnologica⁶⁸³. L'analisi delle discipline nazionali in materia di *screening* degli investimenti, soprattutto in riferimento al settore energetico, induce pertanto a concludere che tali meccanismi non incidano, ormai, solo sulla libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali ma anche sulla concezione sostanziale di sicurezza nazionale e, nello specifico, di sicurezza energetica⁶⁸⁴.

Va anche aggiunto che i recenti orientamenti in materia di investimenti stranieri a livello nazionale comportano conseguenze concrete sia per le imprese che per le istituzioni. Infatti, le imprese operanti nel settore energetico si trovano, oggi, ad affrontare una probabilità più elevata di essere sottoposte a controlli per la sicurezza nazionale rispetto a quanto non accadesse nel passato, a causa dell'estensione dell'ambito di applicazione delle leggi sullo *screening* degli IDE. In precedenza, gli investimenti energetici si concentravano, soprattutto, su attività quali l'esplorazione, la produzione, la trasmissione e la fornitura di energia, ambiti nei quali l'intervento statale era già frequente per ragioni di sicurezza nazionale o di sicurezza pubblica. Oggi, invece, i sistemi di *screening* si applicano a una gamma più ampia di imprese e attività. Ad esempio, il FIRRMA statunitense del 2018 e il regolamento n. 452 dell'UE del 2019 hanno ampliato il concetto di infrastruttura critica, includendo nuovi asset, operatori e funzioni nel settore energetico⁶⁸⁵, oltre a nuove attività lungo la catena del valore dell'energia. Le normative più recenti adottano, altresì, definizioni estese di tecnologie critiche e includono

⁶⁸³ Cfr. A. MEUNIER, M. NICOLAÏDIS, *The Geopoliticization of European Trade and Investment Policy*, in *Journal of Common Market Studies*, 2019, pp. 103-113.

⁶⁸⁴ V. C. VERBURG, *The Screening of Foreign Direct Investments into the European Union: Regulation 2019/452 and Its Implications for Energy Investments*, in M.M. ROGGENKAMP, C. BANET (eds.), *European Energy Law Report XIII*, Intersentia, Cambridge, 2020, pp. 219-244.

⁶⁸⁵ V. I. KUSTOVA, *Investment Screening and the EU Energy Sector: Critical Infrastructure and Strategic Autonomy*, in *Energy Policy*, vol. 144, 2020, pp. 1-11; S. MEUNIER, *FDI Screening as a Tool of Energy Security: The EU's Expanding Competence over Strategic Energy Assets*, in *Energy Policy*, vol. 128, 2019, pp. 668-675.

anche i dati personali, rendendo più probabile che le società impegnate nello sviluppo di tecnologie energetiche innovative o i modelli di *business* sui dati siano soggetti a controlli per la sicurezza nazionale. Inoltre, l'incertezza sugli standard di valutazione e il timore di misure protezionistiche potrebbero scoraggiare le imprese dall'investire all'estero. Di conseguenza, l'inasprimento delle regole e delle politiche di *screening* degli investimenti rischia di determinare una contrazione degli IDE nel settore energetico, incidendo in tal modo sulle politiche degli Stati in materia ambientale e di contrasto al fenomeno dei cambiamenti climatici. In altri termini, la transizione energetica può essere rallentata per via della possibile insufficienza di risorse finanziarie e tecnologiche collegate agli investimenti stranieri.

La sicurezza energetica, dunque, rappresenta un concetto multidimensionale, in cui la tutela dell'interesse nazionale si integra con la gestione dei flussi internazionali di investimenti e tale nesso stimola riflessioni innovative in riferimento agli sviluppi futuri del diritto internazionale dell'economia e della sovranità regolatoria degli Stati. Gli Stati, infatti, sono chiamati a trovare un equilibrio tra sicurezza energetica, sovranità regolatoria e promozione e protezione degli investimenti stranieri⁶⁸⁶.

⁶⁸⁶ Cfr. al riguardo J. HILLEBRAND POHL, S. HINDELANG, T. PAPADOPOULOS, J. WIESENTHAL (eds.), *The Law and Geoeconomics of Investment Screening*, Cham, Springer, 2025.

ELENCO AUTORI

Michele Carpagnano, *Direttore Scientifico Osservatorio Golden Power, Partner Dentons, Professore, Università di Trento*

Maria Filomena Crispino, *Senior Associate, Orsingher Ortu*

Marco Culmone, *Dottorando di ricerca, Università degli studi di Palermo*

Amelia Fiore, *Dottoranda di Ricerca, Università di Trento e Visiting Researcher presso la Utrecht University*

Andrea Gemmi, *Avvocato e Membro del focus team Golden Power, Bonelli Erede, Cultore della materia di diritto amministrativo, Università di Modena e Reggio Emilia*

Maria Rosaria Mauro, *Professore ordinario di Diritto internazionale presso l'Università Mercatorum*

Luca Picotti, *Research Fellow, Osservatorio Golden Power e Avvocato*

Sara Pugliese, *Professore associato di Diritto dell'Unione europea, Università degli Studi di Napoli "Parthenope"*

Anna Carla Stucchi, *Dottoressa magistrale in giurisprudenza, Università degli Studi di Milano e praticante Avvocato*

OSSERVATORIO
GOLDEN POWER®

