



Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il golden power italiano*

DI FABIO BASSAN**

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. L’art. 207 TFUE: l’ambito esterno, interno e la matrice interpretativa. – 3. L’interpretazione estensiva dell’art. 207 TFUE ad opera della CGUE. – 3.1. In sede consultiva. – 3.2. In sede giurisdizionale. – 3.3. Considerazioni. – 4. La norma italiana sul golden power. – 4.1. La formulazione originaria. – 4.2. Le modifiche intervenute. – 4.3. La prassi. – 4.3.1. Condizioni di esercizio. – 4.3.2. Nazionalità dell’investitore. – 4.3.3. Sicurezza nazionale. – 4.3.4. Sindacabilità. – 5. Il regolamento UE 452 del 2019. – 5.1. La formulazione originaria. – 5.2. Le modifiche proposte. – 6. Una rilettura critica. L’evoluzione auspicabile. – 6.1. Un’interpretazione della matrice. – 6.2. Il ruolo del giudice nazionale. – 6.3. Il parallelismo delle valutazioni. – 6.4. Per un’interpretazione evolutiva da parte della CGUE. – 6.5. La matrice ultima.

1. Introduzione.

La legge italiana sugli investimenti esteri del 2012, nota come “golden power”, ha costituito la prima applicazione nazionale nell’Unione europea della nuova attribuzione delle competenze in materia di investimenti diretti esteri prevista dal Trattato di Lisbona ex art. 207 TFUE.

La norma italiana ha subito nel tempo numerose modifiche quanto ai settori in cui si applica, ai presupposti e alle condizioni di esercizio, che – soprattutto a seguito della pandemia e degli effetti permanenti che questa ha prodotto sui mercati – ne hanno modificato funzioni e obiettivi, trasformandola di fatto in una forma implicita di vigilanza e regolazione del mercato, sottratta allo scrutinio oggettivo delle autorità indipendenti.

In questo intervento concentriamo l’analisi sui settori di applicazione, i presupposti per l’esercizio dell’azione e le condizioni che possono essere imposte dal governo in base sia alla disciplina italiana sia a quella europea, ciascuna nella formulazione iniziale e nelle modifiche

*Il contributo costituisce la rielaborazione dell’intervento svolto il 26 settembre 2025 a Courmayeur, in occasione del XXXVIII Convegno di studio in onore di Adolfo Beria di Argentine “Golden power e autorità di vigilanza: rapporti tra Stato e mercato”.

** Professore Ordinario di Diritto Internazionale nell’Università Roma Tre.

intervenute – per quella nazionale – o solo proposte – per quella europea – interpretate in base agli arresti giurisprudenziali. Il ruolo del giudice amministrativo e della Corte di giustizia è rilevante ai fini dell’interpretazione evolutiva delle norme. Si evidenzieranno poi le difformità tra le due discipline e i possibili contrasti.

2. L’art. 207 TFUE: l’ambito esterno, interno e la matrice interpretativa.

Con il Trattato di Lisbona la politica commerciale comune, competenza esclusiva comunitaria sin dall’origine dei Trattati di Roma del 1957, è stata integrata con l’attribuzione all’UE della competenza – anch’essa quindi esclusiva – in materia di investimenti diretti esteri. Si è superata così una disciplina complessa, che ha generato a sua volta una giurisprudenza contrastata in materia di trattati misti, in cui la UE aveva attribuita in via esclusiva la competenza della politica commerciale, mentre gli Stati membri mantenevano la competenza sugli investimenti esteri, diretti e indiretti¹.

L’art. 207 TFUE, come modificato dal Trattato di Lisbona, ha fatto rientrare nella politica commerciale comune – competenza esclusiva UE – gli investimenti diretti esteri, intesi come gli investimenti idonei a creare un legame durevole con l’oggetto dell’investimento, mentre sono rimasti competenza degli Stati membri i soli investimenti indiretti esteri, riconducibili, nella prassi arbitrale internazionale, agli investimenti immobiliari e a quelli di portafoglio².

¹Prima dell’entrata in vigore del Trattato di Lisbona, gli Stati membri applicavano un fitto reticolo di BITs vigenti tra loro e con i paesi terzi. La Corte di giustizia UE, con parere n. 2/15 del 16 maggio 2017, ha interpretato i Trattati, come modificati nel 2007, chiarendo che la materia degli investimenti diretti esteri rientra nella politica commerciale europea, di competenza esclusiva dell’Unione. Solo la disciplina relativa agli investimenti indiretti (di portafoglio e immobiliari) resta di competenza degli Stati membri. Pertanto, solo i trattati che dovessero disciplinare entrambe le tipologie di investimento devono essere conclusi in forma mista. La dottrina in materia è amplissima; si vedano, tra tutti: C. CELLERINO, *Il Parere 2/15 della Corte di giustizia sull’accordo di libero scambio UE –Singapore: luci e ombre*, in questa Rivista, 2017, p. 16; C. CELLERINO, *Sviluppi (imminenti?) e criticità nella politica europea degli investimenti: il caso relativo all’Accordo di libero scambio con Singapore e spunti dalle vicende relative al caso Micula*, in questa Rivista, p. 6; R. BARATTA, *La politica commerciale comune dopo il Trattato di Lisbona*, in *Riv. Dir. comm. internaz.*, 2012, p. 403; M. LAMANDINI, *Temi e problemi in materia di contenzioso del controllo, fondi sovrani e investimenti diretti stranieri nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale*, in *Riv. di Diritto Societario*, 2012, p. 25; M. BUNGENBERG, *Going global? The EU common commercial policy after Lisbon*, 2010, in *European Yearbook of International Economic Law*, pp. 123-151; M. KRAJEWSKI, *The reform of the common commercial policy*, in A. BIONDI e P. EECKHOUT (a cura di), *European Union law after the Treaty of Lisbon*, 2010, p. 30; C. TIETJE, *Die Außenwirtschaftsverfassung der EU nach dem Vertrag von Lissabon*, in C. TIETJE e G. KRAFT (a cura di), *Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht*, LXXXIII, 2009, pp. 6-22; E. C. SCHLEMMER, *Investment, Investor, Nationality, and Shareholders*, in P. MUCHLINSKI, F. ORTINO e C. SCHREUER (a cura di), in *The Oxford Handbook on International Investment*, 2009, pp.55-58; J. CEYSSENS, *Towards a common foreign investment policy?-Foreign Investment in the European Constitution*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2005, pp. 259-291; R. LEAL-ARCAS, *Exclusive or shared competence in the common commercial policy: From Amsterdam to Nice*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2003, p.12; R. LEAL-ARCAS, *The European Community and mixed agreements*, in *European Foreign Affairs Review*, VI, 2001, pp. 483-514.

² In tal senso, tra gli altri: *Salini Costruttori S.p.A. and Italtrade S.p.A. v. Kingdom of Morocco*, ICSID Case No. ARB/00/4; *Abaclat and Others v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/5; *Fedax N.V. v. Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/96/3, *Decision of the Tribunal on Objections to Jurisdiction of 11 July 1997*; *SGS Société Générale de Surveillance S.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/01/13, *Decision of the Tribunal on Objections to Jurisdiction of 6 August 2003*; *Fedax N.V. v. The Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/96/3; *Alcoa Minerals of Jamaica Inc. v. Jamaica*, ICSID Case No. ARB/74/2.

Questo, evidentemente, per le relazioni esterne dell'UE, il rapporto tra UE e Stati terzi, i trattati bilaterali in materia di investimenti; in definitiva, il profilo esterno dell'Unione, applicabile agli investimenti diretti in un paese dell'UE provenienti da soggetti di paesi terzi, qualificabili dunque come "investimenti extra-UE".

Quanto invece ai riflessi della nuova formulazione dell'art. 207 TFUE sul profilo interno dell'Unione – rilevanti per il mercato interno e dunque, qualificabili come "investimenti intra-UE" – la competenza dell'Unione europea concerne il solo coordinamento delle discipline nazionali, nei termini e limiti in cui sia funzionale a garantire il rispetto degli impegni internazionali assunti dall'UE in ragione della competenza esclusiva esercitata sulla politica commerciale comune. Sul mercato interno quindi, anche in materia di investimenti esteri, gli Stati membri e l'Unione continuano a mantenere una competenza concorrente, esercitata in applicazione del principio di sussidiarietà, interpretato ovviamente, soprattutto post-Lisbona, come meccanismo a una via: una volta esercitata dall'Unione, la competenza non torna agli Stati, a meno che così non decidano le istituzioni UE.

E dunque, per il mercato interno, agli investimenti diretti esteri di imprese UE – investimenti intra-UE – si applicano le norme sul diritto di stabilimento – art. 49 TFUE, cui consegue l'equiparazione tra società UE: art. 54 TFUE – mentre agli investimenti indiretti esteri intra-UE – di portafoglio, immobiliari – si applicano le norme sulla libertà di circolazione – art. 63 TFUE. È infatti l'art. 207, 6°c., TFUE a chiarire che «[L]'esercizio delle competenze attribuite dal presente articolo nel settore della politica commerciale comune non pregiudica la ripartizione delle competenze tra l'Unione e gli Stati membri e non comporta un'armonizzazione delle disposizioni legislative o regolamentari degli Stati membri, se i trattati escludono tale armonizzazione».

In sintesi, a partire dal 2009, la nuova "matrice" di riferimento è la seguente. Per la politica commerciale comune, e dunque il lato "esterno" dell'UE, la competenza dell'Unione europea è esclusiva sugli investimenti diretti esteri, mentre resta agli Stati membri la competenza sugli investimenti indiretti esteri. Per il mercato interno invece, sugli investimenti esteri, sia diretti sia indiretti, la competenza è sempre concorrente tra Unione e Stati membri, *via* sussidiarietà.

Avere chiara la matrice è importante per comprendere alcune differenze tra la disciplina italiana e quella europea in sede applicativa, ad esempio in merito ai presupposti per l'esercizio della normativa di protezione dei mercati nazionali. Diversi sono infatti i motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica previsti dall'art. 52 TFUE³, azionabili sul mercato interno e interpretati in base alla giurisprudenza dell'UE, e i motivi di sicurezza nazionale previsti dall'art. 4, 2°c., TUE e dall'art. 346 TFUE⁴, azionabili nei confronti degli

³L'art. 52 TFUE prevede che «[L]e prescrizioni del presente capo e le misure adottate in virtù di queste ultime lasciano impregiudicata l'applicabilità delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative che prevedano un regime particolare per i cittadini stranieri e che siano giustificate da motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica».

⁴L'art. 4, 2°c., TUE stabilisce che: «[L]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

investimenti provenienti da paesi terzi e interpretati in base alla giurisprudenza arbitrale internazionale.

3. L'interpretazione estensiva dell'art. 207 TFUE ad opera della CGUE.

La lettera dell'art. 207 TFUE nella nuova formulazione è chiara, nei termini sopra descritti, e in senso conforme è stata interpretata dalla Corte di giustizia dell'Unione europea quando si è espressa in sede consultiva. Più articolata è stata invece la valutazione della Corte quando si è espressa in sede giurisdizionale.

3.1. In sede consultiva.

Nel parere 2/15⁵ la Corte ha chiarito che rientrano nella competenza della politica commerciale comune solo gli investimenti diretti esteri, intesi come quelli che, in base alla definizione adottata sia nella giurisprudenza consolidata arbitrale internazionale sia in quella dell'Unione, hanno lo scopo di creare o di mantenere legami durevoli e diretti fra l'investitore e la gestione dell'impresa⁶. Non sono da ritenersi inclusi invece nella politica commerciale comune gli investimenti cd. indiretti o di portafoglio – finalizzati, cioè al mero ritorno sul capitale; questa interpretazione si fonda non solo su un'adesione rigorosa al dato testuale dell'art. 207 TFUE, ma anche sulla presunta riconducibilità soltanto dei primi, e non anche dei secondi, al criterio generale degli «effetti diretti e immediati sugli scambi». Infatti, chiarisce la Corte, soltanto una partecipazione societaria volta alla gestione o al controllo di una società esercente attività economica nel territorio dell'altra parte è idonea ad avere effetti immediati sugli scambi commerciali reciproci, «mentre un siffatto nesso specifico con questi scambi risulta assente nel caso di investimenti che non portino a una partecipazione di questo tipo»⁷.

3.2. In sede giurisdizionale.

Meno lineare è stata la posizione della Corte quando si è espressa in sede giurisdizionale, muovendo dalla nozione espressa nell'art. 207 TFUE di “investimento estero diretto”. Da un lato, sul piano esterno, questa definizione resta, ad avviso della Corte, conforme alla

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».

L'art. 346 TFUE prevede che: «1. [L]e disposizioni dei trattati non ostano alle norme seguenti:

- a) nessuno Stato membro è tenuto a fornire informazioni la cui divulgazione sia dallo stesso considerata contraria agli interessi essenziali della propria sicurezza;
- b) ogni Stato membro può adottare le misure che ritenga necessarie alla tutela degli interessi essenziali della propria sicurezza e che si riferiscano alla produzione o al commercio di armi, munizioni e materiale bellico; tali misure non devono alterare le condizioni di concorrenza nel mercato interno per quanto riguarda i prodotti che non siano destinati a fini specificamente militari».

⁵ Corte giust., parere n. 2/15 del 16 maggio 2017 (cfr. *supra*, nota 1).

⁶ Tra le altre: Corte giust., 12 dicembre 2006, causa C-446/04, *Test Claimants in the FII Group Litigation*, ECLI: ECLI:EU:C:2006:774, punti 181-182; Corte giust., 26 marzo 2009, causa C-326/07, *Commissione c. Italia*, ECLI: ECLI:EU:C:2009:193, punto 35, Corte giust., 24 novembre 2016, causa C-464/14, *SECIL*, ECLI:EU:C:2016:896, punti 75-76.

⁷ Parere 2/15, cit., punti 82-84.

giurisprudenza internazionale arbitrale degli “investimenti diretti esteri”; dunque l’investimento è diretto o indiretto a seconda che comporti o meno un legame durevole con il paese in cui si investe, e l’aggettivo “diretto” qualifica quindi una caratteristica dell’investimento. Dall’altro lato invece, sul piano interno, applicando la giurisprudenza dell’UE consolidata sul diritto di stabilimento, l’aggettivo “diretto” qualifica una caratteristica non dell’investimento ma dell’investitore: se è extra-Ue, l’investimento è diretto, se invece questi investe tramite una società costituita nell’UE, l’investimento è indiretto.

Le conseguenze del doppio binario definitorio le abbiamo viste nel caso Xella⁸, in cui l’Avvocato generale Čapeta, per raggiungere un obiettivo a suo avviso ragionevole – considerare legittimo l’esercizio del golden power da parte dello Stato ospite in ragione del controllo ultimo dell’investitore, straniero, e quindi attribuire alla norma nazionale di protezione un significato compiuto – ha ritenuto che “investimento estero”, ai sensi dell’art. 207 TFUE e poi quindi del Regolamento UE 452 del 2019 che ne costituiva attuazione, fosse “qualunque investimento”, dunque sia diretto – inteso come realizzato direttamente dall’impresa extra-UE – sia indiretto – in quanto realizzato *via* impresa UE controllata. Per raggiungere quest’obiettivo l’Avvocato generale ha squarciato il velo societario – come prevede peraltro anche la norma italiana: art. 2, 5°c. *bis* – ha messo in valore il “controllo ultimo” e ha applicato di conseguenza le norme sulla libertà di circolazione dei capitali. La Corte non ha seguito l’Avvocato generale sulle conclusioni, ma è comunque caduta nell’equivoco definitorio, stabilendo che nel caso di specie trovava applicazione il diritto di stabilimento, in quanto – sulla base della giurisprudenza consolidata della Corte – non poteva rilevare il controllo ultimo della società che investiva, ma solo il fatto che questa fosse stata costituita nell’UE. Poiché nel caso di specie si trattava di “investimento estero indiretto”, effettuato da impresa di un paese terzo *via* società controllata costituita in uno stato membro, non trovavano applicazione nella fattispecie né l’art. 207 TFUE né il Regolamento UE del 2019 che ne dava applicazione.

In sostanza, ad avviso della Corte, si applica una nozione di investimento estero diversa, a seconda che l’investitore extra-UE investa direttamente o *via* società UE. Nel primo caso, l’investimento estero è diretto in base a un elemento oggettivo: la caratteristica dell’investimento, e si guarda dunque al “legame durevole”. Nel secondo caso, l’investimento è diretto in base a un elemento soggettivo: in quanto non è mediato da una società veicolo europea.

⁸Corte giust. 13 luglio 2023, causa C-106/22, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft c. Innovációs és Technológiai Miniszter*, ECLI:EU:C:2023:568. In dottrina si vedano, tra i tanti: L. FILIERI, *Il controllo degli investimenti esteri tra sovranità nazionale e principio della personalità giuridica*, in *Riv. italiana di diritto pubblico comunitario*, 2024, p. 179; D. U. GALETTA, J. ZILLER, *Carrying out the EU executive function*, in *Elgar European Law*, 2024, pp. 32-60; A. SANDULLI, *Corte di Giustizia dell’Unione europea, libertà di stabilimento, limiti al “Golden Power”*, in *Riv. della regolazione dei mercati*, 2023, pp. 355-373.; L. MOLA, *Tutela giurisdizionale di investitori ‘extra-Ue’ negli stati membri, in forza del diritto dell’unione. Una questione À la croisée des chemins*, in *Riv. Diritto del commercio internazionale*, 2023, pp. 797-843; A. VACARU e D. V. PASCU, *Member states’ margin of appreciation in examining intra-european foreign investment in relation to EU fundamental freedoms – The Xella Magyarország Case*, in *Rom. competition journal*, 2023, p. 44.

La Corte si spinge poi oltre, applicando questa impostazione non al solo mercato interno ma anche ai rapporti internazionali della UE. In questo senso, la sentenza 28 novembre 2024⁹ al par. 85 precisa: «occorre ricordare che gli investimenti esteri, vale a dire gli investimenti di qualsiasi natura che investitori stabiliti in un dato paese effettuano in imprese o in organismi che esercitano un'attività economica in altri paesi, al fine di stabilire, sviluppare o mantenere relazioni durevoli con tali imprese o organismi, se del caso controllandoli o influenzandoli, rientrano nella competenza esclusiva dell'Unione – e più specificamente nella politica commerciale comune, nella quale si iscrive il regolamento 2016/1037 – quando sono diretti e nella competenza concorrente di quest'ultima quando sono diversi da quelli diretti (v., in tal senso, sentenze del 18 luglio 2013, *Daiichi Sankyo e Sanofi –Aventis Deutschland*, C-414/11, EU:C:2013:520, punto 45, e del 2 settembre 2021, *Repubblica di Moldova*, C-741/19, EU:C:2013:655, punto 26)»¹⁰. Letto con la terminologia della giurisprudenza internazionale, questo passaggio cruciale della sentenza sembra contraddittorio: gli investimenti esteri considerati “diretti” secondo la giurisprudenza internazionale – perché creano un legame durevole – rientrano nella politica commerciale comune quando sono “diretti” in base alla giurisprudenza comunitaria, perché effettuati da imprese extra-UE, mentre non vi rientrano quando sono considerati “indiretti” dalla giurisprudenza UE, e dunque quando sono realizzati mediante un'impresa costituita nella UE. Letta con la terminologia della Corte invece, la sentenza ha una sua coerenza: in base a un parallelismo delle competenze inespresse dalle norme, la competenza esterna ha il limite delle competenze interne, interpretate in conformità alla giurisprudenza del mercato interno. Corollario di questa impostazione è che l'art. 207 TFUE troverebbe applicazione nei soli in casi in cui l'investimento sia qualificato come diretto sia sul piano della qualifica dell'investimento – perché crea un legame durevole – sia sul piano soggettivo – perché realizzato dall'investitore extra-UE direttamente, non avvalendosi di un'impresa costituita nella UE.

3.3. Considerazioni.

L'impressione è che la Corte, sia pur in modo forse non del tutto lineare, abbia inteso esprimere il seguente principio: l'investimento è estero se extra-UE in quanto effettuato da un investitore di un paese terzo, mentre non è estero se intra-UE, e dunque effettuato da un investitore UE, irrilevante essendo il controllo ultimo di questi. Nel primo caso operano le tutele dei Trattati arbitrali bilaterali in materia di investimenti, e la giurisprudenza dell'UE quanto ai soli investimenti diretti. Nel secondo caso operano le norme del diritto di stabilimento, e quindi il principio del trattamento nazionale, che all'investitore garantisce maggior tutela.

⁹Corte giust., 28 novembre 2024, cause riunite C-269/23 P e C-272/23 P, *Hengshi Egypt Fiberglass. Fabrics SAE e Jushi Egypt for Fiberglass Industry SAE c. Commissione europea*, ECLI:EU:C:2024:984.

¹⁰In dottrina sul punto: M. ORLANDI, *La compensabilità delle sovvenzioni concesse alla Cina ad imprese che operano in Egitto e poi esportano nell'Unione europea*, in *Riv. Diritto dell'Unione Europea*, 2024, pp. 587-608; W. ZHOU, V. CROCHET, *Attribution to the state: A critique of cross –border subsidies*, 2024, in *Melb. Journ. Int. Law*, p. 383.

Il che è ineccepibile, se l'obiettivo è la protezione dell'investimento estero, come è per il caso del diritto di stabilimento e della libertà di circolazione dei capitali; è invece inutile, se non dannoso, se l'obiettivo è proteggere il sistema economico e produttivo da investimenti ritenuti ostili in quanto, ad esempio, mossi da motivazioni geopolitiche. E però, l'interpretazione della norma non può essere condizionata dalla finalità dell'investimento, perché perderebbe di oggettività e resterebbe affidata alla discrezionalità della scelta.

E' chiaro pertanto che in un'epoca caratterizzata: prima – a partire dal 2005 – dall'erompere degli investimenti dei fondi sovrani, non tutti dotati di una *governance* trasparente e alcuni addirittura privi di personalità giuridica e quindi identificati con il sovrano; poi – a partire dal 2008 – dalla crisi bancaria, che ha indebolito e quindi reso più aggredibile il sistema finanziario dei paesi europei; poi – con la pandemia, a partire dal 2019 – dalla regionalizzazione della globalizzazione, con la costituzione di aree di influenza geo-economica e la progressiva loro impermeabilizzazione a influenze e interferenze esterne, i principi espressi dalla Corte, in applicazione di una giurisprudenza consolidata atta a favorire la creazione di un mercato unico, producono la classica eterogenesi dei fini, rispetto alla quale non sorprende gli Stati si ritengano legittimati a reagire.

4. La norma italiana sul golden power.

Quando nel 2012 il governo italiano ha deciso di superare le procedure di infrazione aperte dalla Commissione europea sulle golden shares, aveva due strade. La prima era semplice: seguire il “lodo belga”¹¹, che la Corte di giustizia UE aveva utilizzato come paradigma e parametro di legittimità dell'intervento dello stato nell'economia, in quanto presentava le condizioni da rispettare, numerose e rigorose, che riguardavano le finalità, i contenuti, i mezzi, le procedure¹².

In particolare, nel lodo belga la Corte giustificava restrizioni necessarie per tutelare gli interessi generali dello stato, quando vi fosse una seria minaccia agli interessi pubblici

¹¹Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione c. Belgio*, ECLI:EU:C:2002:328. La dottrina sul punto è sterminata. Per riferimenti delle vicende sulle *golden shares* si vedano: G. SCARCHILLO, *Dalla golden share al golden power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2015, p. 619.; 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, pp. 57-80; G. B. CARSTEN, *Shareholders between the Market and the State. the VW Law and Other Interventions in the Market Economy*, in *Common Market Law Review*, 2012, pp. 97-144; L. SCIPIONE, *La “Golden share” nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Le Società*, 7, 2010, p. 855; E. BOSCOLO, *Le “golden shares” di fronte al giudice comunitario*, in *Il Foro italiano*, IV, 2002, p. 480 ss.; P. LAZZARA, *Libera circolazione dei capitali e “golden share”*, nota a *CGCE sez. V, 4 giugno 2002, cause C-483/99 e C-503/99*, in *Foro amm.*, 2002, p. 1607 ss.; E. SZYSZCZAK, *Golden shares and market governance*, in *Leg. Issues of Econ. Integr.*, 2002, pp. 255-284.

¹²Parametri e criteri sono indicati dalla Commissione nella *Comunicazione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari (97/C 220/6)* e ribaditi nel documento della Commissione *Special rights in privatized companies in the enlarged Union – a decade full of developments* del 22 luglio 2005. La giurisprudenza della Corte di giustizia li ha applicati con costanza.

essenziali¹³, per ragioni imperative di interesse pubblico¹⁴, o per garantire la sicurezza delle forniture energetiche¹⁵. L'intervento poteva peraltro essere considerato legittimo solo qualora questi interessi fossero espressamente indicati a priori, e i provvedimenti fossero adeguatamente motivati e fondati su criteri oggettivi, prevedibili *ex ante* e sindacabili in sede giurisdizionale. Si garantiva così la "certezza del diritto" e l'effettività delle situazioni giuridiche soggettive protette dal diritto dell'UE¹⁶ nel rispetto, tra gli altri, del principio di proporzionalità, applicando il quale, ad esempio, un controllo *ex post*, qualora possibile e idoneo, doveva essere preferito a un'autorizzazione preventiva¹⁷. L'obiettivo finale del lodo belga e della giurisprudenza successiva che l'ha consolidato era la piena trasparenza e la prevedibilità dell'azione statale¹⁸.

Alternativo alla strada maestra – il lodo belga – il governo italiano aveva un percorso più complesso ma intrigante. Il tema delle golden shares, infatti, in Italia era ormai virtuale; con le liberalizzazioni degli anni '90 del XX secolo lo Stato si era ritirato in ambiti specifici dell'economia – ad esempio, nelle comunicazioni; in altri – energia, servizi postali – manteneva un saldo controllo sulle imprese – di diritto e di fatto – che non necessitava dei poteri eccezionali garantiti dalla normativa sulle golden shares. Il nuovo art. 207 TFUE ripartiva le competenze in materia di investimenti diretti esteri e in Italia mancavano norme generali sugli investimenti esteri mentre, ad esempio, la Francia le aveva, sin dagli anni '60. C'era dunque l'opportunità per cogliere un'occasione unica: adottare norme generali in materia di investimenti esteri, che sarebbero poi state coordinate dal legislatore europeo, come previsto dal medesimo art. 207 TFUE e come sarebbe poi avvenuto con il Regolamento UE 452 del 2019.

Per una disciplina sul controllo sugli investimenti esteri, non era però sufficiente applicare il lodo belga. Infatti, la prassi internazionale presentava due strumenti generali, tra loro alternativi; entrambi garantivano – in misura e modi diversi – un monitoraggio rigoroso dei flussi di investimenti esteri. Il primo consisteva in un sistema di liste di settori ritenuti strategici, o di infrastrutture critiche, in cui investimenti esteri venivano assoggettati a preventiva

¹³Corte giust., 13 maggio 2003, causa C-463/00, *Commissione c. Spagna*, ECLI:EU:C:2003:272, punto 72.

¹⁴Tra le altre, Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-483/99, *Commissione c. Francia*, ECLI:EU:C:2002:327, punto 45; Corte giust., 10 novembre 2011, causa C-212/09 *Commissione c. Portogallo*, ECLI:EU:C:2011:717, punto 49; Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione c. Belgio*, cit. punto 45; Corte giust., 13 maggio 2003, causa C-463/00, *Commissione c. Spagna*, cit. punto 68.

¹⁵Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-483/99, *Commissione c. Francia*, cit., punto 47; Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione c. Belgio*, cit. punto 48; Corte giust., 13 maggio 2003, causa C-463/00, *Commissione c. Spagna*, cit. punto 71.

¹⁶Tra tutte, si veda Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione c. Belgio*, cit., ma anche Corte giust., 28 settembre 2006, cause riunite C-282/04 e C-283/04, *Commissione c. Paesi Bassi*, ECLI:EU:C:2006:608, punti 5 ss.

¹⁷In tal senso, tra le altre: Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione c. Belgio*, cit., punti 48-52.

¹⁸Ciò al fine di garantire agli investitori «di essere informati con precisione circa l'estensione dei loro "diritti e obblighi" evitando che l'amministrazione applichi arbitrariamente una discriminazione nei confronti degli investitori cittadini di altri Stati membri» (Corte giust., 13 maggio 2003, causa C-463/00, *Commissione c. Spagna*, cit., punti 36 ss.) ma analogamente: Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-483/99, *Commissione c. Francia*, cit., punto 50; Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-367/98, *Commissione c. Portogallo*, ECLI:EU:C:2002:326, punto 41.

autorizzazione del governo – così negli Stati Uniti e in Francia¹⁹. Il secondo prevedeva invece l'introduzione per gli investitori esteri di specifiche soglie massime di partecipazione nell'azionariato, al superamento delle quali gli investimenti venivano sottoposti a verifica di compatibilità con la sicurezza e l'ordine pubblico – così in Germania e Spagna²⁰. In pochi casi – Russia e Cina tra gli altri²¹ – i due criteri erano cumulati.

4.1. La formulazione originaria.

La scelta italiana è stata quella di applicare principi, contenuti e procedure del lodo belga non alle imprese partecipate dallo stato – come sarebbe stato sufficiente per superare le obiezioni della Corte di giustizia alle golden shares – ma, seguendo il sistema delle liste, a tutti i settori ritenuti strategici nonché alle infrastrutture critiche. Si è quindi scelto di applicare il lodo belga a tutte le imprese che operavano in settori o esercitavano attività critiche, con gli strumenti tipici – le liste – delle norme generali in materia di investimenti.

Pertanto, la norma italiana si poneva come obiettivo primario, quello di superare le procedure di infrazione sulle golden shares, e come obiettivo secondario, quello di creare una disciplina generale sugli investimenti diretti esteri, in attesa delle norme europee di coordinamento previste dall'art. 207 TFUE per l'applicazione da parte delle istituzioni europee della nuova politica commerciale comune, integrata. Questo duplice obiettivo consentiva di tenere su uno stesso piano l'applicazione delle norme ai casi sia di acquisti del controllo di imprese – investimenti esteri – sia di acquisto di tecnologie critiche – ad esempio nelle comunicazioni – il quale, lungi dal comportare investimenti esteri, si configurava al contrario come vendita di prodotti o servizi da parte di imprese estere. Questo secondo ambito di applicazione della norma agli acquisti di forniture di tecnologia non comportava una violazione del diritto dell'Unione, in quanto da un lato, veniva applicato solo nei confronti delle imprese

¹⁹Negli Stati Uniti la riforma intervenuta nel 2007 con il FINSA (*Foreign Investment and National Security Act*) ha rafforzato i poteri della commissione governativa sugli investimenti esteri (*Committee on Foreign Investment in the United States* – CFIUS), consentendo un controllo degli investimenti anche al di sotto della quota del 10% delle azioni di un'impresa strategica (vincolo in vigore fino ad allora) quando le infrastrutture sono strategiche o l'investitore è soggetto al controllo di uno stato estero. In Francia, una legge del 2004 (2004-1343) e un decreto applicativo del 2005 (2005-1739 del 30.12.2005) hanno introdotto una lista di undici settori ritenuti critici per la salvaguardia dell'ordine pubblico, della difesa e della sicurezza pubblica.

²⁰In Germania, un emendamento del 2009 alla legge sugli investimenti esteri (AWG) prevede che il superamento della soglia del 25% delle azioni di un'azienda tedesca da parte di investitori di paesi terzi deve essere sottoposto a una verifica (che può durare anche cinque mesi) in ragione della salvaguardia della sicurezza pubblica e dell'ordine pubblico. In Spagna, nel settore dell'energia, un decreto-legge reale del 2006 (n. 4 del 2 febbraio 2006) prevede un'autorizzazione preventiva dell'autorità di settore (*Comisión Nacional de la Energía*) per l'acquisto ad opera di investitori esteri di partecipazioni superiori al 10% del capitale di società che svolgano attività strategiche.

²¹In Russia, una legge federale del 2008 sugli investimenti esteri (del 29 aprile 2008, n. 57 –FZ) ha elencato ben 42 settori strategici e condizionato alla approvazione preventiva di una commissione governativa l'acquisizione di più del 50% (25% se l'investitore è soggetto a controllo di uno stato estero) delle azioni di un'impresa russa operante in uno dei settori elencati. In Cina nel dicembre 2006 la commissione governativa per la supervisione e l'amministrazione degli *assets* posseduti dal governo ha pubblicato la lista dei settori dell'economia ritenuti strategici, in cui gli investimenti esteri – già limitati dalla normativa generale sul piano delle quote – vengono sottoposti a preventiva valutazione dell'impatto sulla "sicurezza economica nazionale".

extra-UE e dall'altro, non aveva ad oggetto investimenti esteri, e dunque non interferiva con l'applicazione dell'art. 207 TFUE.

In sostanza, la norma era uno strumento ibrido, che nasceva da un compromesso: a un perimetro soggettivo più ampio rispetto a quello delle golden shares – non si applicava solo alle imprese partecipate dallo Stato – corrispondeva una discrezionalità d'intervento ridotta, in ragione di una procedura trasparente, soggetta a sindacato giurisdizionale con cognizione piena²² e munito di una *fast track procedure* con termine perentorio e la garanzia di un secondo grado di giudizio. In sintesi: il lodo belga portato su un piano generale, negoziato con la Commissione, che si sarebbe fatta carico poi di coordinare *via* regolamento queste misure con quelle che sarebbero state adottate dagli altri stati membri.

L'esercizio della disciplina italiana sugli investimenti diretti esteri era condizionato al rischio di un pericolo grave e attuale per la sicurezza nazionale. La norma riprendeva terminologia ed esiti della giurisprudenza arbitrale internazionale, che ne delimitava il perimetro²³. Il criterio della sicurezza nazionale era evidentemente un limite di “ordine pubblico esterno” se usiamo le categorie del diritto internazionale privato, mentre per dirlo con i termini dei trattati internazionali, era una “clausola generale di salvaguardia”²⁴, i cui parametri di

²² Si tratta di un contro-limite all'esercizio di poteri pubblici ad alto tasso di discrezionalità che risponde alla necessità di mantenere un certo equilibrio tra il principio di legalità e i margini della discrezionalità amministrativa, al fine di evitare forme di potere arbitrario incompatibili con lo stato di diritto. Sul punto si rinvia a: C. S. LUCARELLI, *L'esercizio dei golden powers: criticità attuali e prospettive future*, in *Riv. Giurisprudenza commerciale*, 2023, p. 1011 ss.; L. MASOTTO, *Il golden power alla prova del procedimento e del processo amministrativo*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2022, p. 662 ss.; D. IELO, *Riflessioni sul sindacato del giudice amministrativo sui cosiddetti golden powers*, in *Riv. interdisciplinare sul diritto delle amministrazioni pubbliche*, 2021, pp. 59-111; A. TRISCORNIA, *Golden power, un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto*, in *Riv. Società*, 2019, p. 745 ss.; A. GIUSTI, *Discrezionalità tecnica dell'amministrazione e sindacato del giudice amministrativo*, in *Giurisprudenza italiana*, pp. 1211-1218.

²³ In particolare, tra gli altri: *US Export Restrictions (Czechoslovakia)*, 1949; *Sweden—Import Restrictions on Certain Footwear: Addendum*, GATT Doc. L/4250/Add.1 (Mar. 15, 1977); *United States—Trade Measures Affecting Nicaragua*, par. 4.9, GATT Doc. L/6053 (Oct. 13, 1986); Appellate Body Report, *United States—Standards for Reformulated and Conventional Gasoline*, WT/DS2/AB/R, adopted 20 May 1996; *European Communities—Measures Affecting Asbestos and Asbestos-Containing Products*, WT/DS135/AB/R (Adopted Apr. 5, 2001); Appellate Body Report, *United States—Import Prohibition of Certain Shrimp and Shrimp Products*, 22 October 2001, WT/DS58/AB/RW ; *China—Measures Related to the Exportation of Various Raw Materials*, WT/DS394/AB/R, WT/DS395/AB/R, WT/DS398/AB/R, 30 January 2012.

²⁴ Nel diritto internazionale pattizio, gli accordi multilaterali prevedono una clausola di salvaguardia a tutela della *essential security*, che consente l'adozione di misure che lo Stato “ritiene necessarie” (ad esempio art. XXI GATT, art. 3 del Codice OCSE sulla liberalizzazione della circolazione dei capitali, art. XXI NAFTA, art. 24 del Trattato sulla Carta dell'Energia). Se ne riconosce così il carattere *self-judging*, anche se non per questo non assoggettabile a sindacato giurisdizionale, come emerge dalla giurisprudenza arbitrale ICSID sulla cd. pesificazione dell'economia argentina. Anche gli accordi bilaterali in materia di investimenti prevedono spesso clausole di salvaguardia analoghe: ad esempio i modelli dei *BITs* di India (2003), Canada (2004), Stati Uniti (2004) e Germania (2005). Trattati e *case law* si stanno lentamente adeguando ai parametri dell'art. 25 dei *Draft Articles on State Responsibility* della Commissione di diritto internazionale: l'azione è legittima se è diretta a salvaguardare un interesse essenziale dello Stato rispetto a un pericolo grave e immediato; se è l'unica idonea (proporzionalità); se non pregiudica un interesse essenziale dell'altro Stato. Si veda sul punto: A. PUCA, *L'uso dell'eccezione di sicurezza (Art. XXI Del Gatt) nella prassi statale: Il caso degli Stati Uniti*, 2025, in *Forumcommerciointernazionale.com*, p. 18; F. BASSAN, *Corso di diritto internazionale dell'economia e dei mercati*, Giappichelli, 2024, p. 278 ss.; F. BASSAN, *Dalla Golden share al golden power; il cambio di paradigma europeo dell'intervento dello Stato nell'economia*, in *Diritto dell'Integrazione Europea*, 2014, pp. 57-80; F. SCIAUDONE, *Misure di salvaguardia nel settore della difesa e regole di concorrenza*, in *Il Diritto dell'Unione*

legittimità erano necessità e proporzionalità. Da un lato, questo limite si scontrava con la trasparenza dell'azione del governo richiesta dal diritto dell'UE e dall'altro, rischiava di sterilizzare gli effetti dell'intera disciplina sugli investimenti diretti esteri, per almeno due ragioni: (i) perché consentiva l'introduzione di nuovi settori da assoggettare all'occorrenza alla "sicurezza nazionale", rendendola potenzialmente una "norma contenitore" e (ii) perché introduceva una valutazione "politica" e quindi soggetta a un sindacato giurisdizionale debole²⁵.

La norma italiana riprende nella forma – modificandone in parte la sostanza – la clausola di salvaguardia costituita dall'art. 346 TFUE, che a sua volta riproduce l'art. XXI del GATT. In quei contesti la deroga – da interpretare restrittivamente – consente allo Stato sia di non fornire informazioni, qualora ritenga la loro divulgazione contraria agli interessi essenziali della propria sicurezza, sia di adottare le misure che ritiene necessarie per tutelare tali interessi, quando si riferiscano alla produzione e al commercio di armi, munizioni e materiale bellico, e purché non limitino la concorrenza per prodotti non destinati a fini solo militari. Proprio alla clausola di salvaguardia del GATT peraltro, indirettamente, il legislatore italiano si è ispirato (D.L. 21/2012, art. 1) quando precisa: «i poteri descritti nel precedente paragrafo possono essere esercitati, in relazione alle attività di rilevanza strategica per il sistema della difesa e sicurezza nazionale, ivi incluse le attività strategiche chiave, con Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, in caso di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale».

4.2. Le modifiche intervenute.

Nel 2017²⁶ il legislatore italiano ha rafforzato i poteri del Governo nei confronti degli investimenti esteri extra-UE; ampliato l'ambito del golden power ai settori tecnologici

Europea, 2000, p. 587 ss.; R. BHALA, *National security and international trade law: What the Gatt says, and what the United States does*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 1998, p. 264.

²⁵«Le valutazioni sottese alla decisione di procedere al concreto esercizio dei poteri speciali costituiscono scelte di alta amministrazione, come tali sindacabili dal giudice amministrativo nei ristretti limiti della sussistenza di una manifesta illogicità delle decisioni assunte, ovvero della inesistenza e/o incongruità della motivazione, o, ancora, dell'errato o travisato apprezzamento di risultanze fattuali.» Così il TAR Lazio con la sentenza n. 13748/2025 che riprende la sentenza del Consiglio di Stato, Sez. I, 9 gennaio 2023, n. 289/2023 e la sentenza del T.A.R. Lazio, Sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275/2024.

²⁶ Decreto-legge 16 ottobre 2017, n. 148.

emergenti²⁷; introdotto sanzioni più severe²⁸ e un controllo più esteso basato su criteri di sicurezza e ordine pubblico²⁹.

Nel 2019³⁰ il legislatore ha ulteriormente esteso l'esercizio dei poteri del governo alle reti di comunicazione a banda larga con tecnologia 5G, riconosciute come infrastrutture critiche per la sicurezza nazionale, per le quali ha introdotto un controllo preventivo specifico sugli accordi con soggetti extra-UE, con l'obiettivo di prevenire rischi tecnologici, economici e strategici legati a un uso non sicuro o non trasparente delle nuove tecnologie di comunicazione³¹. In questa modifica emerge una criticità autonoma, poiché la norma qualifica come soggetto "extra-UE" non solo le imprese costituite in paesi terzi e le imprese costituite nella UE ai soli fini elusivi, ma anche le imprese costituite nella UE e controllate da imprese di paesi terzi, attribuendo così rilevanza a quella nozione di controllo ultimo che come visto, la Corte di giustizia UE, per prassi consolidata, ritiene invece irrilevante.

Successivamente³², con l'occasione dell'attuazione del Regolamento UE 452 del 2019, il legislatore italiano ha esteso i settori assoggettati all'esercizio dei poteri speciali, includendovi

²⁷ L'art. 14 lett. b) n.2 del D.L. n.148/2017. introduce il comma 1ter, che prevede l'individuazione ai fini della verifica in ordine alla sussistenza di un pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico, dei settori ad alta intensità tecnologica, tra cui: le infrastrutture critiche o sensibili, tra cui immagazzinamento e gestione dati, infrastrutture finanziarie; le tecnologie critiche, compresa l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, le tecnologie con potenziali applicazioni a doppio uso, la sicurezza in rete, la tecnologia spaziale o nucleare; la sicurezza dell'approvvigionamento di input critici; accesso a informazioni sensibili o capacità di controllare le informazioni sensibili.

²⁸ L'art.14 co.1 lett. a) del D.L. n.148/2017 introduce all'art.1 il comma 8-bis, il quale prevede: «[S]alvo che il fatto costituisca reato e ferme le invalidità previste dalla legge, chiunque non osservi gli obblighi di notifica di cui al presente articolo è soggetto a una sanzione amministrativa pecuniaria fino al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'uno per cento del fatturato cumulato realizzato dalle imprese coinvolte nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio.»

²⁹ L'art. 14 lett. b) n.5 del D.L. n.148/2017 introduce ulteriori modifiche al comma 6 dell'art. 2 D.l. 21/2012, e in particolare prevede che: «[P]er determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico è possibile prendere in considerazione la circostanza che l'investitore straniero è controllato dal governo di un paese terzo, non appartenente all'Unione europea, anche attraverso finanziamenti significativi».

³⁰ Decreto-legge 25 marzo 2019, n. 22, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 41 del 20 maggio 2019, che ha introdotto, nel Decreto-legge n. 21 del 2012, l'art. 1-bis.

³¹ L'art. 1-bis, 3°c., chiarisce:

«Per le finalità di cui al comma 2, per soggetto esterno all'Unione europea si intende:

- 1) qualsiasi persona fisica o persona giuridica, che non abbia la residenza, la dimora abituale, la sede legale o dell'amministrazione ovvero il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo o che non sia comunque ivi stabilito;
- 2) qualsiasi persona giuridica che abbia stabilito la sede legale o dell'amministrazione o il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo o che sia comunque ivi stabilito, e che risulti controllato direttamente o indirettamente da una persona fisica o da una persona giuridica di cui al n. 1);
- 3) qualsiasi persona fisica o persona giuridica che abbia stabilito la residenza, la dimora abituale, la sede legale o dell'amministrazione o il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo o che sia comunque ivi stabilito, al fine di eludere l'applicazione della disciplina di cui al presente articolo».

³² Decreto-legge 21 settembre 2019, n. 105, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 133 del 18 novembre 2019, attuato con DPCM 18 dicembre 2020, n. 179 per l'individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionale nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento UE 452 del 19 marzo 2019, a norma dell'articolo 2, comma 1-ter, del Decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56. (20G00199). Il D.P.C.M. 23 dicembre 2020, n. 180 ha individuato gli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni.

il settore idrico, la tutela della salute, la protezione dei dati personali e delle informazioni sensibili, la protezione delle infrastrutture elettorali, i beni e i rapporti nel settore finanziario, compresi quelli creditizio, assicurativo, e delle infrastrutture dei mercati finanziari, l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le nanotecnologie, le biotecnologie, le infrastrutture e le tecnologie spaziali non militari, l'approvvigionamento di fattori produttivi nel settore alimentare, la libertà e il pluralismo nei media.

Queste integrazioni, sul piano dei settori, inserite per reagire ai rischi ulteriori e imprevedibili conseguenti alla pandemia, sono state mantenute anche dopo l'emergenza pandemica, rendendo quindi concreto il rischio di trasformazione della disciplina sugli investimenti diretti esteri in una "norma contenitore" applicabile a gran parte dell'attività produttiva e dei servizi. Si è in sostanza seguito un processo analogo a quello che ha caratterizzato la responsabilità penale dell'impresa con il D. Lgs. 231/01: in quel caso infatti la progressiva introduzione nel "catalogo" dei reati presupposto di nuove figure di illecito ha ridefinito gli assetti organizzativi delle imprese e fatto divenire la "compliance" un obiettivo primario della gestione d'impresa in chiave funzionale alla prevenzione dei rischi.³³

Il combinato disposto delle integrazioni, sul piano dei soggetti – anche le imprese UE, se controllate da imprese extra-UE – e dei settori – nel complesso, corrispondenti a circa il 65% del PIL nazionale – ha trasformato il governo in un Leviatano, dotato di poteri esercitabili con la discrezionalità di misure di fatto *self-judging*, in quanto – nonostante la norma sia chiara, sul punto – non soggette nella prassi a uno scrutinio giurisdizionale pieno.

4.3. La prassi.

La prassi ha consentito di precisare alcuni aspetti critici delle norme quanto alle condizioni di esercizio, al criterio della nazionalità dell'investitore, al presupposto della sicurezza nazionale, alla sindacabilità dell'azione del governo.

4.3.1. Condizioni di esercizio.

Ad avviso della Commissione UE, qualora l'investimento estero si configuri come un'operazione di concentrazione, il governo nazionale dovrebbe notificare preventivamente le proprie intenzioni ai sensi del Regolamento UE sulle concentrazioni³⁴. E però, se si assume

³³ La dottrina sul Decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, e le sue numerose modifiche è sterminata. Tra tutti, si rinvia a: V. MONGILLO, *Compliance penale e D. Lgs. 231/2001*, Roma-Bari, 2023; L. SCOLLO, *Responsabilità da reato degli enti: criteri e limiti della giurisdizione punitiva*, in *Archivio Penale*, fasc. 2, 2023, p. 66; E. AMATI, *La responsabilità 231 nelle società e nei gruppi*, Padova, 2016; M. RABITTI, *La responsabilità da deficit organizzativo*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi.*, 2016, pp. 955-999; C. FIORE, F. GIUNTA e G. DE VERO, (a cura di), *Diritto penale dell'impresa. La responsabilità degli enti*, Torino, 2015; S. SEMINARA, *La responsabilità da reato degli enti collettivi*, Torino, 2015; F. PALAZZO e L. FOFFANI, (a cura di), *Trattato di diritto penale. Responsabilità degli enti*, Torino, 2012; A. PRESUTTI, A. BERNASCONI e C. FIORIO, (a cura di), *La responsabilità degli enti. Commento al D.Lgs. 231/2001*, Milano, 2008; G. DE VERO, *La responsabilità da reato degli enti*, Milano, 2008; M. RABITTI, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori (Contributo allo studio dell'illecito civile)*. Milano, 2004.

³⁴ Così la Lettera della Commissione UE, C (2025) 4624 final, Special Handling: Comp Valutazione Preliminare del 14.7.2025 a norma dell'articolo 21, par. 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21

questa posizione come assoluta, si apre il fianco a rilievi critici. È vero che se l'operazione soggetta alla disciplina nazionale sugli investimenti esteri è una concentrazione, la Commissione potrà valutarla ai sensi del Regolamento sulle concentrazioni, così come quando l'impresa target sia un istituto bancario, l'operazione sarà oggetto di esame anche da parte della BCE. Ma si tratta di valutazioni funzionali a obiettivi diversi. E' ben possibile, in teoria, che un'operazione di concentrazione che abbia ad oggetto un istituto bancario venga autorizzata dalla Commissione in quanto non solleva criticità sul piano della concorrenza, e dalla BCE perché non pone questioni di stabilità, ma possa essere vietata o condizionata dal governo nazionale in quanto pone questioni che il governo ritiene rilevanti sul piano della sicurezza economica, nozione che esula dai parametri di valutazione per la tutela della concorrenza e della stabilità.

È questo, del resto, il margine di discrezionalità che il legislatore italiano sembra aver recentemente garantito al governo, quando ha subordinato l'azione del governo in materia di poteri speciali alla preventiva valutazione da parte delle autorità europee degli aspetti di carattere prudenziale e concorrenziale³⁵.

4.3.2. Nazionalità dell'investitore.

Un secondo presupposto dell'intervento del governo è che l'investimento abbia un carattere di estraneità rispetto all'ordinamento: che l'investitore sia estero – extra-UE o, con conseguenze diverse, intra-UE – o che vi sia il rischio di un controllo ultimo da parte di un investitore estero³⁶. Come si è visto, la norma è stata ampliata nel tempo sul piano soggettivo

dell'accordo SEE (Caso M.12052-Unicredit/Banco Bpm), al par. 94: «L'Italia avrebbe dovuto notificare il decreto alla Commissione e astenersi dall'imporre gli obblighi prima dell'approvazione della Commissione. L'Italia sembra pertanto aver violato gli obblighi procedurali di cui all'art. 21, 4°c., del Regolamento Concentrazioni».

³⁵ L. 15 gennaio 2026, n. 4. 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. In particolare, la norma prevede quanto segue. Art. 2 -bis (*Modifiche in materia di golden power*) «1. All'articolo 2 del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) al comma 3, dopo le parole: “normativa nazionale ed europea di settore” sono inserite le seguenti:

“ivi inclusa, fermo quanto previsto dal comma 4, quella in materia di valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario nonché in materia di controllo delle concentrazioni tra imprese”;

b) al comma 4 sono aggiunti, in fine, i seguenti periodi: “Nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, qualora la delibera, l'atto o l'operazione siano soggetti anche all'autorizzazione di Autorità europee competenti a valutare gli aspetti di carattere prudenziale e concorrenziale, i poteri speciali non possono essere esercitati anteriormente al completamento dei procedimenti pendenti dinanzi a tali Autorità. In tal caso il termine di cui ai commi 2 e 2 -bis per la notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri non decorre fino alla definizione dei suddetti procedimenti”;

c) dopo il comma 6 è inserito il seguente:

«6-bis. Nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, qualora l'acquisto di cui al comma 5 sia soggetto anche all'autorizzazione di Autorità europee competenti a valutare gli aspetti di carattere prudenziale e concorrenziale, i poteri speciali non possono essere esercitati anteriormente al completamento dei procedimenti pendenti dinanzi a tali Autorità e il termine di cui al comma 5 per la notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri non decorre fino alla definizione dei suddetti procedimenti».

³⁶ Il TAR Lazio – sent. 12 luglio 2025, n. 13748 (“Sent. Unicredit”), par. 11.5 – chiarisce che: «va rilevato come la disciplina in rassegna [...] non involga esclusivamente un foreign direct investment screening; piuttosto rivolgendosi (come da questa Sezione recentemente rilevato: cfr. sentenza n. 10275 del 22 maggio 2024) al

sino a rendere potenzialmente rilevanti anche operazioni tra imprese italiane, purché presentino tali requisiti. Infatti, l'art. 2, 2°c.-bis, del D.L. 21 del 2012, come modificato dal Decreto-legge 21 marzo 2022, n. 21, precisa che deve essere notificata «[Q]ualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1-ter, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi a favore di un soggetto esterno all'Unione europea, di cui al comma 5-bis, ovvero, nei settori individuati nel secondo periodo del comma 5, anche a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea, ivi compresi quelli stabiliti o residenti in Italia».

Questa modifica della norma, nella parte in cui estende il controllo del governo a operazioni effettuate da un'impresa costituita nella UE, appare difficilmente compatibile con il diritto dell'UE, in assenza di un elemento necessario: il controllo ultimo dell'impresa europea – veicolo da parte di un'impresa extra-UE. Questo elemento, infatti, sarebbe comunque irrilevante, come visto, se interpretato alla luce della giurisprudenza della CGUE sul mercato interno, ma potrebbe almeno essere giustificato sulla base di una *ratio* finalistica: la protezione da investimenti extra-UE di natura non meramente economica. In questa direzione del resto, come si vedrà, va anche la proposta di modifica al Regolamento UE 452 del 2019 (*infra*, par. 5 lett. b)).

Desta perplessità altresì l'estensione del controllo governativo, nella norma così modificata, alle operazioni che non presentano alcun elemento di estraneità, e dunque alle acquisizioni o fusioni tra imprese italiane. L'art. 2, 7°c.-bis, del D.L. 21 del 2012, modificato con il D.L. 21 del 2022, consente infatti l'intervento del governo in tutti i casi in cui la società target di un'acquisizione abbia più del 10% delle quote o azioni detenute da uno o più soci extra-UE³⁷. Di nuovo, la norma potrebbe essere giustificabile, in prospettiva, solo nel caso in cui l'impresa italiana acquirente fosse controllata da un investitore extra-UE³⁸. Peraltro, la norma introduce

monitoraggio, in ottica preventiva, di ogni operazione in grado di incidere sugli attivi individuati come strategici, senza incentrarsi sullo strumento giuridico concretamente utilizzato (piena proprietà o diritto reale di godimento o di garanzia), ma avendo di mira l'effetto concreto della stessa in termini di potenziale incidenza sul contratto della società e dei suoi asset».

³⁷ Così il D.L. 21 marzo 2012, n. 21, art. 2, 7 c.-bis, comma inserito dall'art. 25, c. I, lett. d)-bis), D.L. 21 marzo 2022, n. 21, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51. L'art. 7°-bis stabilisce che: «[A]i fini dell'esercizio dei poteri speciali di cui al presente articolo, la costituzione di un'impresa che svolge attività ovvero detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1 ovvero del comma 1-ter è notificata alla Presidenza del Consiglio dei ministri entro i termini e con le procedure di cui al presente articolo, 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».

³⁸ Si comprende pertanto la difficoltà di ammettere la legittimità dell'intervento del governo nei confronti dell'OPS di Unicredit su Banco BPM. L'intervento del governo, infatti, è legittimo se interpretato in base alla norma italiana, che però – se così applicata, è chiaramente in contrasto con la disciplina dell'UE. Né del resto, nel caso Unicredit, è possibile ipotizzare neanche un controllo sull'offerente da parte di una o più imprese extra-UE. In particolare, nel caso Unicredit, la Commissione, nella "Lettera" (par. 88) ha precisato che: «[D]opo aver sostenuto che, sulla base delle considerazioni descritte nella presente sezione, anche un'operazione tra operatori nazionali può rappresentare una grave minaccia per la sicurezza pubblica, se riguarda attività strategiche, l'Italia ricorda che gli azionisti di UniCredit hanno in gran parte sede al di fuori dell'Italia e dell'UE (43 % negli Stati Uniti, 26 % nel Regno Unito; 4 % negli altri paesi terzi)». L'Italia ha richiamato anche la giurisprudenza della CGUE ai sensi della quale «costituisce un elemento di estraneità rilevante [...] il fatto che la società acquirente faccia parte di un gruppo di società stabilite, in particolare, in diversi Stati membri, anche se tali società non sembrano svolgere un ruolo diretto nell'acquisizione di cui trattasi», cfr. Corte giust., 13 luglio 2023, causa C-106/22, *Xella Magyarorszá*

in questo modo surrettiziamente il criterio delle quote, che si aggiunge a quello delle liste, rendendo ancora più articolata e complessa la matrice regolatoria³⁹.

4.3.3. Sicurezza nazionale.

Un terzo presupposto dell'azione del governo è l'esistenza di una minaccia di un grave pregiudizio agli interessi essenziali dello stato o di un pericolo per la sicurezza o l'ordine pubblico⁴⁰. Di nuovo, la valutazione può essere fatta non sulla base delle norme, della prassi e della giurisprudenza in materia di concentrazioni, ma piuttosto delle norme europee e nazionali sugli investimenti diretti esteri, che della disciplina dell'UE – compreso il diritto della concorrenza – costituiscono una deroga⁴¹.

Építőanyagipari Kft./Innovációs és Technológiai Miniszter, ECLI:EU:C:2023:568, punto 52. Inoltre, (Lettera, nota 67) «anche la Commissione ha valutato altri casi recenti in cui è stata coinvolta Unicredit, senza che il governo italiano sollevasse una questione ai sensi della norma nazionale sugli investimenti (Casi M.11851 UniCredit/UniCredit Allianz Vita, M.11805 UniCredit/CNP UniCredit Vita, M.11546 UniCredit/Alpha Bank Romania, M.10352 CNP/UniCredit/Aviva Life/Aviva SPA, M.10240 CNP/UniCredit/Aviva SPA, M.4740 UniCredit/Capitalia, M.4125 UniCredit/HVB)».

³⁹ Si ricorda che il doppio criterio combinato delle liste e delle quote societarie, è previsto solo in Russia e in Cina.

⁴⁰ In tal senso: Corte di giustizia, 13 luglio 2020, causa C-423/98. Così anche il TAR Lazio, Sent. Unicredit, cit., riprendendo i passaggi rilevanti della sentenza Xella, (par. 11.6) correttamente osserva che: «Sul punto, non può omettere il Collegio di rammentare come la Seconda Sezione della Corte di giustizia, con sentenza del 13 luglio 2023 (Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. contro Innovációs és Technológiai Miniszter) abbia puntualizzato che:

- secondo una costante giurisprudenza, motivi di natura puramente economica, connessi alla promozione dell'economia nazionale o al buon funzionamento di quest'ultima, non possono servire come giustificazione di un ostacolo a una delle libertà fondamentali garantite dai Trattati (sentenza del 27 febbraio 2019, Associação Peço a Palavra ea., C-563/17, EU:C:2019:144, punto 70 e giurisprudenza citata);

- motivi di ordine economico che perseguano un obiettivo di interesse generale o la garanzia di un servizio di interesse generale possono rappresentare un motivo imperativo di interesse generale in grado di giustificare una limitazione a una libertà fondamentale garantita dai Trattati (v., in tal senso, sentenze del 22 ottobre 2013, Essent e a., da C-105/12 a C107/12, EU:C:2013:677, punto 53, e del 27 febbraio 2019, Associação Peço a Palavra e a., C-563/17, EU:C:2019:144, punto 72 e giurisprudenza citata);

- se è pur vero che gli Stati membri restano sostanzialmente liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali, le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza, resta il fatto che tali motivi, nel contesto dell'Unione, e in particolare in quanto autorizzano una deroga a una libertà fondamentale garantita dal Trattato FUE, devono essere intesi in senso restrittivo, di modo che la loro portata non può essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il controllo delle istituzioni dell'Unione. L'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possono essere quindi invocati solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività. Tali motivi non possono essere inoltre distolti dalla loro propria funzione per essere utilizzati, in realtà, a fini puramente economici (v., in tal senso, sentenza del 14 marzo 2000, Église de scientologie, C-54/99, EU:C:2000:124, punto 17 e giurisprudenza citata)».

⁴¹ Lettera della Commissione UE, cit. Nella Lettera la Commissione chiarisce (par. 97) che «la Corte di giustizia ha inoltre dichiarato che “le esigenze della pubblica sicurezza, in quanto deroga al principio fondamentale della libera circolazione dei capitali, devono essere interpretate restrittivamente, cosicché la loro portata non possa essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza alcun controllo da parte delle istituzioni comunitarie (nota 45: Corte di giustizia, sentenza C-463/00 Commissione/Spagna, del 13 maggio 2003, ECLI:EU:C:2003:272, punto 72. Lo stesso vale per la libertà di stabilimento: cfr. sentenza della Corte di giustizia C-503/99, Commissione/Belgio, del 4 giugno 2002, ECLI:EU:C:2002:328, punto 59)».

Nella Lettera la Commissione precisa ancora (par. 98) che: «[I]n particolare, gli interessi di pubblica sicurezza non possono essere limitati a considerazioni puramente economiche». Così la nota 47 della Lettera: «[N]ella loro risposta dell'11 giugno 2025 le autorità italiane sembrano interpretare erroneamente questo precedente [Corte di giustizia, 10 luglio 1984, causa C-72/83, *Campus Oil Limited*, ECLI:EU:C:1984:256, punto 35] sostenendo che

Ad esempio, rileva ai fini dell'esercizio dei poteri speciali in materia di investimenti esteri la nozione di sicurezza economica, intesa come obiettivo di interesse generale, che è invece estranea, per giurisprudenza consolidata, alla valutazione della sicurezza ai fini delle operazioni di concentrazione⁴². Si comprende quindi il TAR Lazio – sentenza *Unicredit*, 13748/2025 – quando al par. 13 precisa che: «[S]e, quindi, deve convenirsi sulla non esercitabilità dei poteri speciali a fronte di ragioni “meramente” economiche, non è specularmente preclusa la configurabilità dell'ipotesi inversa (ovvero, di un intervento statale che, a presidio della sicurezza pubblica e nazionale, altrimenti suscettibili di essere compromesse, abbia ad oggetto operazioni, quali quella in esame, aventi connotazione economico-finanziaria)». La rilevanza della nozione di sicurezza economica e finanziaria è peraltro certificata ora anche dal legislatore italiano⁴³.

ciò implica che “oggetto di valutazione nell'ambito della sicurezza nazionale siano anche i criteri di carattere economico, finanziario ed industriale. (risposta a richiesta di informazioni, p. 2). Per contro, secondo il chiaro testo della sentenza, le misure nazionali possono perseguire obiettivi di natura economica “in aggiunta” alla giustificazione basata sulla pubblica sicurezza e solo “una volta accertata tale giustificazione” (Campus Oil Limited, punto 36). In nessun caso tali obiettivi possono fungere da “criteri” per valutare la giustificazione della sicurezza pubblica stessa».

⁴² Così il Regolamento UE 452 del 2019, considerando 8: «il quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti e per la cooperazione dovrebbe dotare gli Stati membri e la Commissione e gli strumenti per affrontare in modo globale i rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico e per adeguarsi al mutare delle circostanze, mantenendo nel contempo la necessaria flessibilità per consentire agli Stati membri di controllare gli investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza e ordine pubblico, tenendo conto delle rispettive situazioni individuali e delle specificità nazionali. Spetta esclusivamente allo Stato membro interessato decidere se istituire un meccanismo di controllo o se controllare un investimento estero diretto»;

- al considerando 11, stabilisce che «dovrebbe essere possibile per gli Stati membri valutare i rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico derivanti da cambiamenti significativi dell'assetto proprietario o delle caratteristiche fondamentali di un investitore estero determinato»;

- al considerando 13, stabilisce che «[N]el 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. A tale proposito, dovrebbe altresì essere possibile per gli Stati membri e la Commissione tenere conto del contesto e delle circostanze dell'investimento estero diretto, in particolare della possibilità che un investitore estero sia controllato direttamente o indirettamente, ad esempio attraverso finanziamenti consistenti, comprese le sovvenzioni, da parte del governo di un paese terzo, o persegua progetti o programmi all'estero a guida statale». Sulla natura espansiva della nozione di sicurezza economica si vedano, tra gli altri: C. R. NEU, C. WOLF, *The economic dimensions of national security*, in *RAND*, 1994, p. 1 ss.; V. CABLE, *What Is International Economic Security?*, in *Royal Institute of International Affairs*, 1995, p. 305 ss.; M. PAULSEN, *The Past, Present, And Potential Of Economic Security*, in *The Yale Journal of International Law*, L, 2025, p. 1 ss.; J. VELTERN, *Flexibility for FDI Screening on Broader Grounds Than 'Security or Public Order'*, *ibidem*, p. 127 ss.; C. CELLERINO, *L'UE tra sicurezza militare e sicurezza economica: ruolo, limiti e potenzialità della disciplina UE sul controllo alle esportazioni dei beni a duplice uso*, in *Quaderni AISDUE*, 2024, p. 2 ss.; M. PADON, N. CUSIMANO, *The Future of International Trade and the European Economic Security Strategy*, in *Global Trade and Customs Journal*, 2020, p. 79 ss..

⁴³ In tal senso, la legge 15 gennaio 2026, n. 4, 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, la quale prevede che al comma 7, lettera b-bis) dell'articolo 2 del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56, le parole: «anche il pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico» siano sostituite dalle seguenti: «anche la sussistenza di pericoli per l'ordine pubblico o la sicurezza pubblica, ivi inclusa la sicurezza economica e finanziaria nazionale, nella misura in cui la protezione

Evidentemente, le norme sulla concorrenza costituiranno in questo caso un parametro di conformità della legittimità del provvedimento del governo nazionale, che se legittimo, potrà derogare al diritto della concorrenza, purché nei limiti del principio di proporzionalità⁴⁴. E dunque, se il provvedimento del governo non è legittimo, in quanto *prima facie* adottato in assenza dei requisiti soggetti od oggettivi, torneranno ad applicarsi le norme generali in materia di concorrenza, che verrebbero altrimenti derogate⁴⁵.

Quanto all'onere della prova, le argomentazioni dello Stato membro relative a una minaccia reale e sufficientemente grave a un interesse fondamentale della società «devono essere accompagnate da un'analisi dell'adeguatezza e della proporzionalità della misura restrittiva adottata da tale Stato membro, nonché da elementi precisi che consentano di suffragare i suoi argomenti». Tale minaccia grave non può essere «semplicemente invocata in modo generico (...) senza addurre elementi precisi atti a dimostrare che l'eventuale violazione di una normativa [nazionale] costituisce una minaccia reale e sufficientemente grave per un interesse fondamentale della società»⁴⁶.

degli interessi essenziali dello Stato non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore ai sensi del comma 3».

⁴⁴ Il TAR Lazio, nella Sentenza Unicredit (sent. 13748/2025) è chiaro sul punto: «Ferma restando la competenza della Commissione al fine della valutazione in ordine alla compatibilità o meno con il mercato comune delle operazioni di concentrazione, l'art. 21, comma 4, del Regolamento (CE) del Consiglio 20 gennaio 2004 n. 139, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese (c.d. "Regolamento comunitario sulle concentrazioni"), rimette agli Stati membri l'adozione degli "opportuni provvedimenti" per tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal presente regolamento e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario. Sono considerati interessi legittimi ... la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione, le norme prudenziali».

Questo lo dice perché (considerando 36 del Regolamento) «Se un investimento estero diretto costituisce una concentrazione che rientra nell'ambito di applicazione del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, il presente regolamento dovrebbe essere applicato facendo salva l'applicazione dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004. Il presente regolamento e l'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 dovrebbero essere applicati in modo coerente. Qualora gli ambiti di applicazione di tali regolamenti si sovrappongano, i motivi del controllo di cui. all'articolo 1 del presente regolamento e il concetto di interessi legittimi ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, terzo comma, del regolamento (CE) n. 139/2004 dovrebbero essere interpretati in maniera uniforme, fatta salva la valutazione della compatibilità dei provvedimenti nazionali intesi a tutelare tali interessi con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'Unione» (cfr. Considerando n. 36): sarebbe a dire, il potere riconosciuto agli Stati membri di adottare gli «opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi (...) compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario».

⁴⁵ Ancora il TAR Lazio, nella Sentenza Unicredit (sent. 13748/2025) correttamente (par. 12.3): «Deve, conseguentemente, escludersi che la sostanza dispositiva del golden power possa rinvenirsi nella operatività di un meccanismo di tutela, per lo Stato membro, suscettibile di tradursi nella adottabilità di provvedimenti (sui fenomeni concentrativi) ulteriori e/o diversi rispetto a quelli del potere antitrust: tale potenzialità determinativa, si ribadisce, potendo incontrare legittima espansione soltanto laddove, con congruo apparato motivazionale, venga dimostrata la presenza di tre presupposti (uno dei quali a connotazione negativa), rappresentati:

- dalla presenza di una minaccia per un interesse primario dello Stato, quale la tutela della sicurezza nazionale;
- dall'assenza di altri strumenti (verrebbe da dire, parametrandone la configurazione ordinamentale rispetto al golden power, "ordinari") suscettibili di condurre al raggiungimento della medesima finalità;
- dalla dimostrata adeguatezza e proporzionalità dell'intervento, rispetto non soltanto alla situazione fattuale sulla quale si sia inteso incidere, ma anche agli obiettivi il cui perseguimento integri il fondamento dell'esercizio del potere stesso».

⁴⁶ Lettera della Commissione UE: Valutazione preliminare del 14.7.2025 a norma dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21 dell'accordo SEE (Caso M.12052 – UNICREDIT / BANCO BPM (Art. 21(4)).

4.3.4. Sindacabilità.

La norma nazionale – art. 3, co. 6, del D.L. 21/2012 – prevede sui provvedimenti del governo un sindacato pieno ad opera del giudice amministrativo, che costituisce un parametro fondamentale della conformità della norma al diritto dell’UE. Ciononostante, la giurisprudenza amministrativa sembra tuttora propendere per la natura di alta amministrazione dei poteri del governo per la valutazione sia degli investimenti esteri, sia degli acquisti da paesi extra-UE di prodotti per infrastrutture critiche,⁴⁷ e qualifica quindi questi interventi come atti politici o di

⁴⁷ Così TAR Lazio, sez. I, 13 aprile 2022 n. 4486/2022 e n. 4488/2022, e Cons. Stato, sez. V, 17 gennaio 2023, n. 583/2023 (sul punto: V. VALAGUZZA, *Il golden power nella prospettiva del diritto amministrativo: osservazioni sullo strumento e sulle sue dinamiche*, in *Dir. econ.*, 2024, p. 293 ss.; A. PACCIONE, *Il Golden Power e il principio di legalità*, in *Gior. dir. amm.*, 2022, p. 659 ss.). Nello specifico, il Tar Lazio ha chiarito che «il provvedimento sarebbe espressione di “amplissima discrezionalità”, in ragione della natura degli interessi tutelati, attinenti alla sicurezza nazionale»; si tratterebbe, dunque, di «atto di alta amministrazione, come tale “sindacabile dal giudice amministrativo nei ristretti limiti della sussistenza di una manifesta illogicità”, nella specie non riscontrabile, atteso che il provvedimento non sarebbe in contrasto con la propedeutica istruttoria e sarebbe articolatamente motivato, posto che “risultano individuati gli asset strategici, rilevanti sotto il profilo dei fattori produttivi critici, delle tecnologie produttive e delle informazioni possedute».

Ulteriormente, il Consiglio di Stato (Sez. IV, 9.1.2023, n. 289/2023): «15.3. In proposito, il Collegio rileva che: - l'apprezzamento della strategicità di un'operazione in relazione all'interesse nazionale da parte del Consiglio dei Ministri ha tratti altamente discrezionali, posto 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; - tale apprezzamento, proprio in quanto attiene ad un profilo di massima quale quello strategico, viene svolto dal Consiglio dei Ministri nell'ambito di un'ampia valutazione geopolitica proiettata a scenari futuri e può legittimamente essere proteso non solo a proteggere istanze nazionali, ma anche a non favorire esigenze e scopi di Stati ritenuti (non solo ostili, ma anche semplicemente) competitor o con i quali, comunque, i rapporti possano prospetticamente presentare profili di problematicità;

[...] 16.1. 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 in quanto dettato a tutela di interessi fondamentali (“strategici”) della collettività nazionale come discrezionalmente apprezzati dal Consiglio dei Ministri, esige un fondamento normativo altrettanto ampio, elastico, flessibile ed inclusivo, che consenta di apprestare la massima e più efficace tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti: in tale specifica ottica, esula qualunque addebito di indeterminatezza e genericità;

[...] 18.4. In altra angolazione argomentativa, la stessa valutazione di strategicità non costituisce un dato oggettivo e, per così dire, inconfutabile rinveniente dalle caratteristiche dell'operazione in sé atomisticamente considerate, ma rappresenta la risultante di una ponderazione altamente discrezionale (se non apertamente politica), sì che ben può essere qualificata “strategica” e capace di determinare “una situazione eccezionale” non altrimenti fronteggiabile un'operazione che pure, di per sé, non presenti profili intrinseci macroscopicamente straordinari: altrimenti detto, una stessa operazione può essere strategica o meno in funzione anche (se non soprattutto) dei soggetti coinvolti, non solo dei caratteri dell'asset e della società target».

Ma in senso analogo, e in modo anche più chiaro, la sentenza Tar Lazio su Unicredit: «In tal senso, le valutazioni sottese alla decisione di procedere al concreto esercizio dei poteri speciali costituiscono scelte di alta amministrazione, come tali sindacabili dal giudice amministrativo nei ristretti limiti della sussistenza di una manifesta illogicità delle decisioni assunte, ovvero della inesistenza e/o incongruità della motivazione, o, ancora, dell'errato o travisato apprezzamento di risultanze fattuali».

Ancora, sempre TAR Lazio (Sent. Unicredit, par. 13), la discrezionalità del governo «trova conforto nella già citata giurisprudenza del Giudice d'appello – si confronti la citata sentenza n. 289 del 2023 – laddove si evidenzia che la qualificazione di strategicità ai fini dell'esercizio dei poteri speciali “rappresenta la risultante di una ponderazione altamente discrezionale (se non apertamente politica), sì che ben può essere qualificata “strategica” e capace di determinare “una situazione eccezionale” non altrimenti fronteggiabile un'operazione che pure, di per sé, non presenti profili intrinseci macroscopicamente straordinari: altrimenti detto, una stessa operazione può essere strategica o meno in funzione anche (se non soprattutto) dei soggetti coinvolti, non solo dei caratteri dell'asset e della società target». Se la valutazione in ordine alla “strategicità” dell'operazione, quale presupposto

alta amministrazione, nel solco della prassi della disciplina delle golden shares⁴⁸. Questo convincimento del giudice amministrativo, che ritiene di poter giudicare sul *modo* e non anche sull'*an*, da un lato suscita perplessità sul piano della legittimità della norma nazionale, di cui il sindacato giurisdizionale pieno costituisce un pilastro fondativo, e dall'altro pone difficoltà in sede di coordinamento tra la norma nazionale e quella dell'UE.

E però, quella del giudice amministrativo è giurisdizione esclusiva. Inoltre, qualora il provvedimento del governo violi il diritto UE, il giudice nazionale può disapplicare la norma nazionale o, se ritiene, promuovere un rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia. Infine, la Commissione UE può avviare una procedura d'infrazione contro lo Stato se la norma nazionale viola il diritto dell'Unione e – in modo più controverso – se il sindacato è “pieno” solo sul piano formale ma non anche nei fatti⁴⁹.

5. Il Regolamento UE 452 del 2019.

Il legislatore europeo, a fronte di interpretazioni nazionali che iniziavano a divergere in modo significativo, rendendo sempre più difficile un'armonizzazione delle norme e delle procedure e quindi, anche degli effetti, è intervenuto con un regolamento, in attuazione dell'art. 207 TFUE. L'art. 207 TFUE non trovava applicazione per gli investimenti intra-UE, che restavano soggetti alle regole del mercato interno: il diritto di stabilimento, applicabile in caso di investimenti effettuati, in via diretta o indiretta, da un'impresa UE, o la libera circolazione dei capitali, negli altri casi.

Con la scelta dello strumento del regolamento il legislatore europeo intendeva consentire agli Stati membri che già avevano adottato norme e sviluppato prassi interne in materia di

per l'attivazione dei poteri speciali ex D.L. 21/2012 ed in quanto connotata da un apprezzamento di carattere latamente “politico”, fuoriesce dal perimetro cognitivo rimesso all'adito organo di giustizia amministrativa nella presente sede di legittimità, l'ambito espansivo del sindacato giurisdizionale deve arrestarsi alla disamina:

- della corretta apprensione cognitiva delle presupposte circostanze fattuali;
- dell'assenza di manifeste incongruità logico-argomentative, segnatamente riguardate sub specie della consequenzialità delle misure adottate, rispetto ai presupposti giustificanti l'esercizio del golden power;
- della conseguente – derivata – adeguatezza motivazionale dell'atto (intesa nel senso della esplicitazione della inevitabilità del ricorso allo strumento di intervento in discussione, rispetto ad una situazione suscettibile di compromettere interessi di primaria rilevanza nazionale).

⁴⁸ Cfr. V. CERULLI IRELLI, *Politica e amministrazione tra atti “politici” e atti “di alta amministrazione”*, in *Dir. pubbl.*, 2009, p. 101 ss.

⁴⁹ Nella Lettera, cit., «[L]a Commissione ritiene in via preliminare, sulla base delle informazioni attualmente disponibili, che ciascuna delle Prescrizioni contenuta nel Decreto sia incompatibile con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'UE nella misura in cui:

(1) La Prescrizione su Prestiti e Depositi costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali, che non è giustificata nell'interesse della pubblica sicurezza. Viola inoltre l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, l'SSMR e la CRD; (2) la Prescrizione sul Project Finance costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali, che non è giustificata nell'interesse della pubblica sicurezza. Viola inoltre l'articolo 127, par. 6, TFUE, l'SSMR e la CRD; (3) le Prescrizioni sugli Investimenti in Emittenti Italiane costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali, che non è giustificata nell'interesse della pubblica sicurezza. Viola inoltre l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, l'SSMR e la CRD. Viola inoltre la direttiva OICVM, la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi e la direttiva MiFID II; (4) la Prescrizione sullo sviluppo della Società costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali, che non è giustificata nell'interesse della pubblica sicurezza. Viola inoltre l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE; (5) la Prescrizione di Uscita dalla Russia costituisce una restrizione dei poteri di vigilanza attribuiti alla BCE ai sensi dell'articolo 127, 6° c., TFUE.)».

investimenti diretti esteri, di non doverle modificare, e a chi non lo aveva ancora fatto, di approvare discipline conformi al quadro generale imposto con il regolamento stesso.

Il Regolamento 452 del 2019⁵⁰ è intervenuto con una matrice diversa da quella italiana originaria. La ragione risiedeva nel fatto da un lato, che i limiti progressivi alla globalizzazione del commercio avevano reso più evidente la necessità di una protezione degli asset strategici nazionali, e dall'altro che molti Stati membri avevano seguito l'esempio italiano e si erano orientati verso una disciplina sugli investimenti diretti esteri ispirata al sistema delle liste. La Commissione poteva dunque limitarsi a garantire un coordinamento tra gli strumenti nazionali, nei termini consentiti di una cooperazione nel mercato interno (207.2 TFUE). Cooperazione, quella prevista dal regolamento UE, che consentiva agli Stati di esprimersi anche su misure adottate da altri Stati membri. La Commissione UE diviene quindi titolare di poteri in materia di comunicazione, scambio di informazioni, coordinamento e cooperazione europea e con Stati terzi; resta agli Stati membri l'attività di controllo e l'effettiva gestione degli investimenti diretti esteri ritenuti rilevanti, in quanto potenzialmente idonei a pregiudicare la sicurezza nazionale, militare od economica⁵¹.

⁵⁰ La dottrina che si è esercitata sul Regolamento europeo è ormai smisurata. Tra i tanti, si rinvia a: J. DE KOK, *Towards a European Framework for Foreign Investment Reviews*, in *ELR*, 2019, p. 24 ss.; G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *RRM*, 2019, p. 2 ss.; S. VELLUCCI, *The New Regulation on the Screening of FDI: The Quest for a Balance to Protect EU's Essential Interests*, in *DCI*, 2019, p. 123 ss.; M. CREMONA, *Regulating FDI in the EU Legal Framework*, in *EU Framework for Foreign Direct Investment Control*, in J. H. J. BOURGEOIS (ed.), *Alphen aan den rijn*, 2020, p. 31 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 *CMLR*, 2020, p. 1427 ss.; B. THORBJØRN DANIEL, *Comment on "In Search for an EU Competence to Establish an Investment Screening Mechanism and Restricting Effects Flowing from Fundamental Freedoms, Fundamental Rights, and Other EU Primary Law*, in J. CHAISSE, L. CHOUKROUNE, S. JUSOH (eds.), *Handbook of International Investment Law and Policy*, Singapore, 2021, p. 467 ss.; C. HERRMANN, M. HOFFMANN, *Investment in the European Union: Competences, Structures, Responsibility and Policy*, *ibidem*, p. 2213 ss.; L. S. OTTO, *What Is a Foreign Direct Investment? Understanding Third Country Direct Investments Conceptually and in Practise*, in S. HINDELANG, A. MOBERG (eds.), *YSEC Yearbook of Socio-Economic Constitutions 2020: a Common European Law on Investment Screening (CELIS)*, Cham, 2021, p. 507 ss.; M. BLUNGENBERG, F. BLANDFORD, *Investment Screening – a New Era of European Protectionism?*, in M. HAHN, G. VAN DER LOO, *Law and Practice of the Common Commercial Policy: The First 10 Years after the Treaty of Lisbon*, in *EU External Relations*, Leiden, 2021, p. 167 ss.; M. NETTESHEIM, *Screening for What Threat: Preserving "Public Order and Security", Securing Reciprocity in International Trade, or Supporting Certain Social, Environmental, or Industrial Policies?*, in S. HINDELANG, A. MOBERG (eds.), *op. cit.*, p. 481 ss.; D. GALLO, *Sovranità (europea?) e controllo degli investimenti esteri*, in *Atti convegni AISDUE*, 2022, p. 19 ss.; M. MISRA, *Thinking Past Naivete: Investment Screening by the EU as a Problem of (Mis)trust in International Relations*, in *European Foreign Affairs Review*, 2023, p. 117 ss.; E. GRANDE, *Il regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti (IDE) e il meccanismo di cooperazione* in R. CHIEPPA, C. D. PIRO e R. TUCCILLO (a cura di), *Golden Power*, 2023.

⁵⁰ Regolamento UE 452 del 2019, artt. 6, IX, 7, 8, II, lett. c); G. NAPOLITANO, *I golden power italiani alla prova del Regolamento europeo*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investments Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2019.

⁵¹ Regolamento UE 452 del 2019, artt. 6, IX, 7, 8, II, lett. c).

Il Regolamento qualifica l'investimento diretto estero⁵²; autorizza gli Stati membri a mantenere o adottare strumenti di controllo⁵³; definisce un quadro comune dei poteri di controllo degli Stati membri; codifica i meccanismi di cooperazione tra Stati membri e tra questi e la Commissione europea; prevede uno strumento specifico di controllo a tutela degli interessi dell'Unione; assicura un coordinamento permanente tra gli Stati Membri e la Commissione; consente un ruolo attivo dell'Unione nell'ambito della cooperazione internazionale.

5.1. La formulazione originaria.

Il Regolamento UE 452 del 2019 produce un elenco non esaustivo di settori, in cui il meccanismo di controllo degli investimenti diretti esteri può essere adottato dagli stati membri: infrastrutture critiche, fisiche e virtuali; tecnologie rilevanti e beni a uso duale – incluse intelligenza artificiale, robotica, semiconduttori, cybersecurity, spazio, difesa, energia e tecnologie quantiche, nucleari, nanotecnologie e biotecnologie; l'approvvigionamento di fattori produttivi essenziali (energia, materie prime e beni alimentari); l'accesso a informazioni sensibili, inclusi i dati personali.

La “griglia” europea è diversa da quella italiana e dalle liste nazionali adottate nel frattempo dagli altri Stati membri, perché diverso è l'obiettivo: tutelare la sicurezza del mercato interno, per evitare che un evento negativo in uno Stato membro si propaghi su altri Stati generando effetti sistemici. Si giustifica così, ad esempio, l'inclusione nella disciplina europea del settore finanziario.

Per valutare la legittimità dell'intervento del governo nazionale che vieta, limita o condiziona l'investimento estero, si verifica la partecipazione all'azionariato dell'investitore da parte di amministrazioni di paesi terzi, dirette o indirette – mediante “finanziamenti consistenti”⁵⁴: in caso positivo, il controllo si irrigidisce e la discrezionalità aumenta, per limitare gli investimenti di imprese pubbliche extra-UE e di fondi sovrani. I quali ultimi però, non sono tutti uguali e, a partire dai “principi di Santiago”, possono superare lo screening della sicurezza, a certe condizioni⁵⁵. Anche qui dunque, conta la verifica in concreto.

⁵² L'art. 2 del regolamento UE 452 del 2019 qualifica come «investimento estero diretto, 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».

⁵³ L'art. 3 del Regolamento stabilisce che «conformemente al presente regolamento, gli Stati membri possono mantenere, modificare o adottare meccanismi per controllare gli investimenti esteri diretti nel loro territorio per motivi di sicurezza o di ordine pubblico» e, in tale ambito, «stabiliscono in particolare le circostanze che danno luogo al controllo, i motivi del controllo e le regole procedurali dettagliate applicabili».

⁵⁴ Così il Regolamento UE 452 del 2019, che al par. 4.2 stabilisce i criteri che gli stati possono utilizzare: «[N]el determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione tengono altresì conto, in particolare, se: a) l'investitore estero 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; b) l'investitore estero sia già stato coinvolto in attività che incidono sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in uno Stato membro; o c) vi sia un grave rischio che l'investitore intraprenda attività illegali o criminali».

⁵⁵ Quella dei “fondi sovrani” è una nozione ampia, che ricomprende categorie anche molto diverse tra loro. Per una ricostruzione complessiva si rinvia a: F. BASSAN, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Edward Elgar

Ovviamente, il Regolamento si occupa degli investimenti extra-UE, poiché per quelli intra-UE – considerati esteri solo dagli Stati membri, non dal regolamento UE – valgono, come detto, libertà di circolazione e diritto di stabilimento⁵⁶.

Quanto alle condizioni per l'esercizio dell'intervento, gli stati – art. 3, 1°c. del Regolamento – possono avvalersi dell'eccezione della sicurezza nazionale – art. 4, 2°c. TUE – ma solo nei termini, consolidati dalla giurisprudenza UE, dell'interesse nazionale, dell'ordine pubblico esterno⁵⁷ e della pubblica sicurezza – art. 346 TFUE⁵⁸ – e comunque solo in caso di una minaccia grave e attuale (effettiva).

L'interpretazione delle clausole generali di esenzione ad opera della Corte UE è fondata sulla giurisprudenza delle corti internazionali, che prevede proporzionalità sia nei contenuti

Publishing, 2011; Id., *Host States and Sovereign Wealth Funds, between National Security and International Law*, in *European Business Law Review*, 2010, pp. 165-201; Id., *Una regolazione per i Fondi Sovrani*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2009, pp. 65-104.

⁵⁶ Le disposizioni del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea relative alla libertà di stabilimento sono contenute negli artt. da 49 a 55 TFUE. Tali disposizioni stabiliscono il principio generale secondo cui le restrizioni alla libertà di stabilimento sono vietate a meno che non siano giustificate da ragioni specifiche di ordine pubblico, di pubblica sicurezza o di sanità pubblica, come indicato all'art. 52, par. 1, TFUE. Gli Stati membri possono invocare motivi di ordine pubblico e di pubblica sicurezza per limitare gli investimenti solo se sussiste una minaccia effettiva e grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività e se provvedimenti meno restrittivi sono insufficienti per far fronte a tale minaccia. La Corte di giustizia ha chiarito che il concetto di pubblica sicurezza comprende sia la sicurezza interna sia quella esterna dello Stato. Tali disposizioni si applicano tuttavia solo alle persone fisiche e giuridiche degli Stati membri dell'UE e non sono dunque pertinenti per quanto riguarda gli investimenti esteri nell'UE provenienti da un paese terzo. Pertanto le norme per il controllo degli investimenti provenienti da un paese terzo, come indicato nella proposta di regolamento, non interagiscono con le disposizioni sulla libertà di stabilimento.

⁵⁷ Il regolamento UE 452 del 2019, al par. 4.2 stabilisce i criteri che gli Stati possono utilizzare: «[N]el determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione tengono altresì conto, in particolare, se: a) l'investitore estero 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; b) l'investitore estero sia già stato coinvolto in attività che incidono sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in uno Stato membro; o c) vi sia un grave rischio che l'investitore intraprenda attività illegali o criminali».

⁵⁸ *Supra*, note 37 e 38.

della reazione⁵⁹ sia nella tempistica: limite temporale con misure provvisorie, sulla scia della giurisprudenza – anche qui, prima internazionale poi dell’UE – del principio di precauzione⁶⁰.

Quindi, il Regolamento UE 452 del 2019, applicando la giurisprudenza dell’UE sulle eccezioni, ha armonizzato le norme nazionali sugli investimenti diretti esteri, che avevano la valvola di sfogo proprio nell’interpretazione delle clausole di salvaguardia dei trattati internazionali (XXI GATT). E però, proprio perché così costruite, quelle norme, basate sul sistema delle “liste”, si erano nel frattempo sviluppate: aumentava il numero dei settori; si applicava il controllo nazionale anche alle imprese europee controllate da imprese di paesi terzi – primo elemento di ibridazione – e lo si estendeva non solo ai casi di acquisto del controllo ma anche all’acquisto di forniture, soprattutto tecnologiche – secondo elemento di ibridazione. In Italia ad esempio, si ampliavano i settori inseriti nella lista; si estendeva l’applicazione dagli investimenti indiretti alle vendite di prodotti, e soprattutto – durante la pandemia – si estendevano le misure sul piano temporale: dal momento dell’operazione – vendita di azioni, acquisto di tecnologia – alla fase successiva di gestione dell’impresa, con la richiesta di report

⁵⁹ Corte giust., 13 luglio 2023, causa C-106/22, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*, cit., ove la Corte richiama la precedente giurisprudenza e riconduce l’applicazione delle limitazioni alle libertà economiche UE alla sussistenza di un interesse generale, che non può essere ricondotto a motivi «di natura puramente economica connessi alla promozione dell’economia nazionale». Si precisa che «l’ordine pubblico e la sicurezza pubblica possono essere quindi invocati solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività». La libera circolazione dei capitali (art. 63, TFUE) costituisce una libertà tutelata non solo all’interno dell’UE, ma anche con i paesi terzi. Tale libertà non ha però carattere assoluto. Eventuali restrizioni devono essere adeguate, necessarie e proporzionate al conseguimento dei legittimi obiettivi di sicurezza e ordine pubblico, non dovrebbero essere di natura puramente economica (Corte giust. UE, *Associação Peço a Palavra*, in C-563/17, p.to 70) e possono essere invocati solamente in caso di minaccia effettiva ed abbastanza grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività (Corte giust. CE, *Église de Scientologie*, in C-54/99, p.to 17; Corte giust. CE, *Commissione c. Belgio*, in C-503/99, p.to punto 47; Corte giust. CE, *Commissione c. Spagna*, in C-463/00 p.to 72). Tali obiettivi sono soggetti al sindacato della Corte di giustizia, come motivi imperativi di interesse generale».

Rileva sul punto anche la prassi OMC. Ad esempio, il Panel OMC non ha ritenuto legittima l’eccezione quando avanzata dalla Russia contro l’Ucraina e ha legato l’eccezione della tutela di interessi essenziali di sicurezza e di emergenza nelle relazioni internazionali alla presenza di un «conflitto armato» anche solo «latente» o di uno stato di «elevata tensione o crisi» o di «generale instabilità che attraversa o circonda uno Stato» (Report of the Panel, 5 aprile 2019, *Russia. Measures concerning traffic in transit*, WT/DS512/R). Un primo commento alla decisione è in T. VOON, *The security Exception In WTO Law: Entering a New Era*, in *AJIL Unbound*, 113 (2019), pp. 45-50. Sulla tesi dell’insindacabilità, in ragione della natura auto-valutativa della clausola, R. P. ALFORD, *The Self – Judging WTO Security Exception*, in *Utah L. Rev.*, 2011, p. 697.

In tal senso anche il Regolamento UE 452 del 2019, cons. n. 3 e n. 35, ai sensi dei quali gli impegni assunti nell’ambito dell’OMC, dell’OCSE e degli accordi commerciali e di investimento conclusi con paesi terzi, consentono «[al]l’Unione e [a]gli Stati membri [di] adottare, per motivi di sicurezza o di ordine pubblico, misure restrittive nei confronti degli investimenti esteri diretti, purché siano rispettate alcune condizioni». L’attuazione della disciplina in materia di investimenti esteri da parte dell’Unione o dei suoi Stati membri, deve conformarsi agli articoli XIV, lettera a), e XIV bis dell’Accordo generale sugli scambi di servizi (GATS) nonché, più in generale, al diritto UE. In dottrina, *ex multis*: A. SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2022, p. 743, in cui il Regolamento UE 452 del 2019 è descritto come «uno strumento volto anche a favorire il processo di integrazione europea, attraverso l’introduzione di misure armonizzate tra gli Stati membri e un ruolo solo apparentemente laterale della Commissione UE, che però sembra destinato a diventare sempre più grande. Il golden power, in questo senso, potrebbe essere visto come una delle forme di protezione perimetrale degli interessi finanziari dell’Unione Europea».

⁶⁰ Si rinvia, per una ricostruzione complessiva del principio di precauzione, a: F. BASSAN, *Gli obblighi di precauzione nel diritto internazionale*, Napoli, 2006, p. 284.

periodici, che somigliavano più a una forma di regolazione del mercato, sottratta sempre più alle autorità indipendenti.

Nella realtà, lo strumento era diventato di difesa – soprattutto da acquisizioni e da tecnologia cinese – ben al di là di quanto pure prevedevano i trattati bilaterali in materia di investimenti che il Regolamento europeo doveva applicare. In sostanza, i trattati internazionali negoziati dall’Unione e attuati dal Regolamento UE 452 del 2019, erano più “liberisti” di quanto fosse la loro applicazione da parte degli Stati membri. Questa asimmetria sul piano interpretativo e applicativo ha inciso sull’efficacia dello strumento, aggravando l’asimmetria originaria dovuta, come visto, al duplice obiettivo della norma italiana, diretta a proteggere non solo da investimenti esteri con finalità non meramente economiche, ma anche dall’acquisto di tecnologie provenienti da paesi extra-UE in settori strategici o su infrastrutture critiche.

Era evidente che il conflitto sarebbe deflagrato e che la Commissione sarebbe dovuta intervenire, forte delle competenze acquisite e ormai consolidate in materia di investimenti esteri. Lo sta facendo ora in casi eclatanti, dove la discrezionalità esercitata dai governi nazionali viene ritenuta eccessiva⁶¹.

La procedura del Regolamento UE 452 del 2019 prevede una forma di integrazione funzionale del tutto originale, diversa da quella dell’unione bancaria europea – il cui pivot è la BCE – ma anche da quella sulla concorrenza – fondata sulla Commissione UE.

La notifica dell’operazione rilevante per il controllo sugli investimenti esteri viene inviata dallo stato membro direttamente, appena ricevuta, o previa valutazione sulla rilevanza; la Commissione si può esprimere, ai fini della collaborazione, in tempi brevi – 35 giorni – e principalmente in merito all’eventuale incidenza dell’operazione su altri Stati membri.

Il parere della Commissione e quello degli altri Stati devono essere tenuti in considerazione dallo stato procedente, il quale per discostarsene deve motivare adeguatamente.

Se invece uno Stato membro non si è dotato di un meccanismo di controllo degli investimenti esteri, o questo non si applica al settore, o lo Stato decide di non applicarlo nel caso di specie, la Commissione e gli altri Stati membri possono comunque presentare osservazioni che però non saranno vincolanti.

Se poi l’operazione può creare pregiudizio a un interesse europeo – perché coinvolge fondi europei o riguarda infrastrutture transeuropee ritenute critiche o essenziali – la Commissione può inviare un parere allo stato ex art. 288 TFUE: si tratta quindi di un parere che lo Stato deve tenere in “massima considerazione” e che costituisce un vincolo più forte.

L’integrazione proposta dal Regolamento è atipica e in controtendenza rispetto a una prassi recente caratterizzata da un progressivo accentramento delle funzioni e dei poteri alla Commissione UE o alle autorità o agenzie europee. La *ratio* di questa peculiarità è

⁶¹ Per la Spagna, ci riferiamo al Comunicato del “*Ministerio de Economía, Comercio y Empresa*” del 24 giugno 2025 con il quale il governo ha autorizzato l’OPA di BBVA su Sabadell a condizione, tra l’altro, che i due istituti mantengano personalità giuridica e patrimoni separati e autonomia gestionale per 3 anni. BBVA ha impugnato la decisione innanzi al *Tribunal Supremo* il 15 luglio 2025 e, il 17 luglio, la Commissione UE ha avviato una procedura di infrazione contro la Spagna. L’operazione è stata abbandonata da BBVA nell’ottobre 2025. In Germania il governo tedesco ha reagito ai recenti acquisti da parte di UniCredit di pacchetti di azioni di *Commerzbank*, sino ad oggi però in modo informale.

probabilmente da rinvenirsi nell'applicazione del principio di sussidiarietà con cui viene esercitata la competenza in materia di investimenti diretti esteri, che quanto al mercato interno abbiamo visto, è concorrente.

5.2. Le modifiche proposte.

La proposta di modifica al Regolamento UE 452 del 2019 presentata dalla Commissione UE⁶² armonizza le procedure nazionali e inserisce la Commissione all'interno di un procedimento amministrativo complesso, caratterizzato da un parere della Commissione obbligatorio e vincolante, salve le eccezioni di salvaguardia.

La proposta, modifica la nozione di investimento e introduce la definizione di «investimento nell'Unione con controllo estero» – riferito agli investimenti di imprese extra-UE effettuati mediante imprese controllate stabilite nell'UE – con la chiara intenzione di ricomprendere nel perimetro dello scrutinio anche le forme di investimento volte ad eludere i controlli previsti dai meccanismi nazionali⁶³, che la Corte di giustizia, nel caso Xella, aveva escluso dal perimetro di applicazione del regolamento in quanto protette dalla giurisprudenza dell'UE sul diritto di stabilimento. In sostanza, l'intervento normativo consentirà alla Corte – solo per la materia degli investimenti esteri – di attribuire rilevanza alla nozione di “controllo ultimo”, superando la giurisprudenza che, ai fini dello sviluppo del mercato interno, lo ha sinora ritenuto irrilevante.

Tale estensione comporterà peraltro un complesso controllo delle operazioni effettuate da soggetti giuridici stabiliti nell'UE, ampliando così non solo la nozione stessa di “elusione” utilizzata con riferimento alla disciplina attualmente in vigore – che trova applicazione solo quando l'operazione è effettuata all'interno dell'UE mediante costruzioni di puro artificio che non rispecchiano la realtà economica⁶⁴ – ma anche il fondamento giuridico della nuova disciplina, in chiave di armonizzazione delle previsioni nazionali⁶⁵.

⁶² Commissione europea, Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 gennaio 2024. Sul punto tra gli altri: D. GALLO, *La recente proposta della Commissione sul controllo degli investimenti esteri diretti, il principio di sussidiarietà e il Parlamento italiano*, in *questa Rivista*, 2, 2024, pp. 148-155; ASSONIME, *Proposta di nuovo Regolamento UE sul controllo degli investimenti esteri diretti: Prima analisi degli impatti sulla disciplina nazionale e sulle imprese*, 1, 2024, p. 13; M. MEROLA, A. G. NAVAS, *Gli investimenti esteri diretti nel Regolamento eurounitario: la posizione, della Corte di giustizia e la proposta di modifica del Regolamento*, in *questa Rivista*, 2024, pp. 197-211; L. RICCIARDI, *La nuova proposta della commissione europea per rafforzare il controllo degli investimenti esteri da parte dell'UE*, in *Cammino Diritto*, 2024, p. 17 ss.

⁶³ La proposta di modifica estende l'ambito di applicazione del Regolamento per ricomprendervi investimenti all'interno dell'UE effettuati da soggetti controllati da investitori di un paese terzo, in capo ai quali permane il potere decisionale in merito all'investimento.

⁶⁴ Si vedano, in tal senso le sentenze: Corte giust., 18 luglio 2013, causa C-414/11, *Daiichi Sankyo e Sanofi – Aventis Deutschland*, EU:C:2013:520; Corte giust., 2 settembre 2021, causa C-741/19, *Repubblica di Moldova*, EU:C:2013:655; Corte giust., 13 luglio 2023, causa C-106/22, *ECLI:EU:C:2023:568*; Corte giust., 28 novembre 2024, causa C-269/23, *Hengshi Egypt Fiberglass Fabrics e Jushi Egypt for Fiberglass Industry c. Commissione*, ECLI:EU:C:2024:984.

⁶⁵ Tale estensione comporta il ricorso anche all'art. 114 TFUE e non più solo all'art. 207 TFUE.

Inoltre, la proposta di modifica rende più efficiente il sistema: accentuando il ruolo della Commissione in via sussidiaria, pone maggiori vincoli in termini di integrazione per prevenire i rischi da investimenti diretti esteri nel mercato interno⁶⁶.

La proposta di modifica del Regolamento UE 452 del 2019 prevede poi l'istituzione obbligatoria di un meccanismo di controllo da parte degli Stati membri⁶⁷ – e dunque lo impone a quelli che ne sono ancora privi – e l'indicazione di requisiti operativi che costituiscono “prescrizioni minime” a livello europeo per garantire una maggiore efficacia nell'attività di controllo.

L'identificazione dei settori e delle attività, in cui eventuali investimenti devono essere oggetto di autorizzazione da parte di tutti i meccanismi di controllo nazionali, definisce standard di tutela comune⁶⁸.

La proposta di modifica prevede infine un nuovo «coordinamento della cooperazione per la tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico degli Stati», che potrebbe porre un tema di sovranità e di corretta applicazione del principio di sussidiarietà.

6. Una rilettura critica. L'evoluzione auspicabile.

La questione, in termini astratti, può essere a mio avviso così semplificata. L'esercizio da parte del governo nazionale di poteri di veto o di condizionamento di operazioni che hanno ad oggetto imprese che operano sul territorio nazionale in settori strategici o detengono attività strategiche, o che in questi settori o per l'esercizio di queste attività acquistano prodotti o servizi da imprese straniere è legittimo, se nel rispetto delle norme nazionali ed europee che lo limitano sul piano dei settori di applicazione, dei presupposti e delle procedure, e se il potere, in quanto strumento eccezionale, in deroga, viene esercitato secondo un'interpretazione restrittiva.

6.1. Un'interpretazione della matrice.

Le procedure nazionali vanno coordinate con quella europea, in materia di investimenti diretti esteri, nonché con le altre discipline europee applicabili: il regolamento UE in materia di concentrazioni, le discipline settoriali nei mercati bancario, finanziario, delle assicurazioni, delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, tra gli altri, a seconda del settore in cui si realizzano prevalentemente gli effetti dell'operazione. Ciò però non sta a indicare che il

⁶⁶ Commissione europea, Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, cit.

⁶⁷ Proposta di Regolamento, art. 3.

⁶⁸ Tra gli *standard*: il maggior dettaglio degli obblighi di notifica posti in capo agli Stati membri; la definizione di una procedura specifica per gli investimenti esteri sottoposti contemporaneamente a controllo da più Stati membri (c.d. “operazioni multinazionali”); l'estensione degli obblighi di informazione, uniformati mediante l'utilizzo di un modulo comune, a richieste “supplementari” della Commissione UE o di altri Stati membri, unitamente alla previsione di «un sistema sicuro e criptato per lo scambio di informazioni tra i punti di contatto» e vincoli di riservatezza, e alla definizione di condizioni applicabili alle osservazioni formulate dagli Stati membri e ai pareri forniti dalla Commissione a seguito della valutazione di un investimento estero notificato. Queste modifiche mirano a rendere effettive le tutele nei confronti di investimenti esteri attraverso un approccio integrato tra gli Stati membri. E questo, utilizzando un meccanismo per favorire la cooperazione anche in caso di investimenti diretti esteri non notificati dallo Stato membro in cui ne è prevista la realizzazione.

provvedimento del governo che vieta o condiziona l'investimento diretto estero deve essere conforme sia alla disciplina italiana – coordinata da quella europea – sugli investimenti esteri, sia alla disciplina sulle concentrazioni, sia infine alle discipline settoriali. Piuttosto, il coordinamento è da intendersi nel senso che, qualora il provvedimento del governo non sia – ritenuto, dalla Commissione – conforme alle norme europee sugli investimenti esteri, sul piano dei presupposti soggettivi od oggettivi, della procedura, o delle motivazioni, sul piano generale – della norma nazionale – o nella sua applicazione in concreto, deve comunque essere valutata la conformità dell'operazione al diritto generale dell'Unione, e quindi al regolamento sulle concentrazioni, al diritto di stabilimento o alla libera circolazione dei capitali, e alle discipline settoriali. In altri termini, il contrasto con il diritto dell'Unione in tema di investimenti esteri di un eventuale intervento ostativo o costringitivo del governo nazionale in deroga, fa rivivere le condizioni di applicazione “fisiologiche” delle discipline generali – la concorrenza, ad esempio – o settoriali.

Ancora, e più compiutamente: la norma in deroga, in quanto eccezionale, prevale sulle altre. Può ben accadere che un'operazione non sollevi questioni sul piano del consolidamento del mercato e quindi sia ammessa ai fini concentrativi, e non ponga questioni sul piano della stabilità – se produce i suoi effetti principali nel settore bancario – o sul piano della patrimonializzazione e delle tutele – se nel settore assicurativo – o ancora delle posizioni dominanti – nel settore delle comunicazioni – ma ponga invece questioni di sicurezza nazionale, sia questa militare, economica o democratica. Si pensi ad esempio a investimenti su infrastrutture critiche – le reti energetiche – da parte di fondi sovrani o imprese pubbliche che operano sotto la direzione o comunque l'influenza dei governi dei paesi d'origine; o all'acquisizione di un'impresa che opera nel settore dei media da parte di veicoli stranieri noti per un uso strategico di informazioni false o manipolate per influenzare l'opinione pubblica, destabilizzare i processi democratici o minare la coesione sociale. In questi e altri casi, il governo sarà comunque legittimato, se ritiene venga minacciata la sicurezza nazionale, a vietare l'operazione o a condizionarla, ponendo obblighi di natura comportamentale o – subordinatamente, in applicazione del principio di proporzionalità – strutturale. Le valutazioni parallele, svolte dalla Commissione europea per la disciplina sulle concentrazioni, dalla BCE per la stabilità del settore bancario, dalle autorità nazionali per le comunicazioni per il pluralismo dell'informazione, non incidono sulla valutazione del governo, il cui parametro di legittimità – la sicurezza nazionale – è indipendente.

Il provvedimento del governo è legittimo, o illegittimo. Ma la sua eventuale illegittimità non deriva dalla sua conformità alla disciplina sulle concentrazioni, o sulla stabilità, nel settore bancario, o sulle posizioni dominanti, nel settore delle comunicazioni elettroniche; deriva piuttosto esclusivamente dalla sua conformità – in diritto e nella sua applicazione – alla disciplina nazionale in deroga.

6.2. Il ruolo del giudice nazionale.

La competenza a valutare – con cognizione piena – la legittimità dell'intervento del governo è in via esclusiva del giudice amministrativo, il quale può applicare sia la normativa

interna sia quella dell'UE, eventualmente rinviando alla Corte di giustizia la questione circa l'interpretazione o la validità della norma dell'Unione. E questo, con riferimento tanto alla norma nazionale quanto alla sua applicazione in concreto, in relazione alla quale il giudice potrà valutare un eventuale contrasto con le norme dell'UE.

Se però il giudice nazionale – in ossequio alla giurisprudenza consolidata ma ormai inapplicabile sulle golden shares, di cui la disciplina sugli investimenti esteri, erroneamente, verrebbe così considerata una prosecuzione – abdica parzialmente a tale funzione, ritenendo la propria cognizione non piena, ma limitata, di fronte a un provvedimento del governo che considera ancora un atto politico o di alta amministrazione e dunque insindacabile quanto all'*an*⁶⁹, il sistema deve reagire a protezione del principio di effettività.

6.3. Il parallelismo delle valutazioni.

La Commissione europea, di fronte a casi di illegittimità più o meno evidente dei provvedimenti dei governi a protezione degli interessi nazionali, per difetto dei presupposti soggettivi od oggettivi, non potrà applicare – nel caso di acquisizioni – il regolamento sulle concentrazioni e valutare su quel parametro la legittimità dell'intervento dello Stato, che a quella disciplina invece deroga. Né la Commissione potrà far valere un eventuale nulla osta della BCE, nel caso l'operazione comporti un consolidamento nel settore bancario e abbia quindi superato i test sulla stabilità. Questo perché se il provvedimento del governo è legittimo, da un lato, prescinde da considerazioni sulla stabilità, che non potranno far premio sulla sicurezza, e dall'altro deroga al diritto della concorrenza e alle discipline settoriali: è in questo che si giustifica, nella recente modifica della norma italiana sugli investimenti esteri (*supra*, nota 43), un perimetro circa la valutazione di una minaccia grave alla sicurezza nazionale – non solo militare, ma anche economica e aggiungerei, in via interpretativa, democratica – più ampio di quello previsto, come eccezione, dall'art. 21, 4°c., del regolamento sulle concentrazioni. Questo, evidentemente, purché il provvedimento del governo che eventualmente condiziona o vieta l'operazione, non sia fondato su un presupposto (concentrazioni, stabilità, posizioni dominanti) già valutato insussistente dalle autorità europee e nazionali competenti.

Se il sindacato giurisdizionale nazionale sull'esercizio, da parte del governo, dei poteri di veto o di condizionamento dell'investimento estero è pieno ed effettivo, l'azione della Commissione diventa residuale. Spetta infatti al giudice nazionale valutare la compatibilità della norma nazionale e della sua attuazione con il diritto dell'UE, e dunque in questo caso anche con l'art. 207 TFUE e con il Regolamento UE 452 del 2019. Se lo scrutinio è effettivo ed efficace, l'intervento della Commissione UE per far valere il contrasto tra il diritto nazionale – o la sua interpretazione in via applicativa – con il diritto dell'UE è limitato a una procedura di infrazione per inadempimento. Si tratta però sempre di una verifica che la Commissione deve svolgere in relazione all'esercizio del potere statale in materia di investimenti esteri, e dunque alla legittimità dell'esercizio di un potere eccezionale, in deroga, soggetto a interpretazione

⁶⁹ Vedi *supra*, nota 45.

restrittiva, ma non sulla base di parametri – come quelli della concorrenza o della stabilità – che si applicano a situazioni fisiologiche, alle quali il provvedimento nazionale deroga.

6.4. Per un'interpretazione evolutiva da parte della CGUE.

Alla Corte di giustizia dell'Unione europea è richiesto uno sforzo per un'interpretazione evolutiva delle norme che sia coerente con la *ratio* della disciplina, che è l'unico parametro rilevante, indipendentemente dallo spirito del tempo – che può mutare anche velocemente. In sostanza, la Corte di giustizia non dovrebbe applicare *tout court* alla disciplina nazionale ed europea sugli investimenti diretti esteri la giurisprudenza europea consolidata in materia di diritto di stabilimento, in base alla quale considera irrilevante il controllo ultimo della società costituita nella UE, sterilizzando così di fatto i poteri di controllo degli Stati, qualora la società veicolo non sia costituita in uno stato membro a soli fini elusivi. Questa interpretazione e questa prassi, nata per altri fini – rendere effettivi il diritto di stabilimento e la libertà di circolazione dei capitali – rischia di legittimare, se non su un piano formale, almeno su un piano sostanziale, un intervento degli Stati vigoroso, spesso *ultra vires*.

Una diversa e più corretta interpretazione delle norme dell'UE ad opera della Corte di giustizia troverebbe peraltro fondamento giuridico nella modifica del Regolamento UE 452 del 2019, attualmente non ancora approvata, che conia la nozione di “investimento nell'Unione con controllo estero” (*supra*, par. 5.2.). Questa nuova definizione consentirebbe, ai soli fini della valutazione degli investimenti esteri – e quindi sempre nei limiti di una norma in deroga, eccezionale e soggetta a interpretazione restrittiva – un'applicazione dei principi, delle norme, della prassi e della giurisprudenza sul diritto di stabilimento e la libera circolazione dei capitali più conforme con la *ratio* della disciplina sugli investimenti esteri.

6.5. La matrice ultima.

Se si verificano le condizioni di cui sopra, potrà applicarsi in modo fisiologico la disciplina nazionale ed europea sugli investimenti diretti esteri secondo la seguente matrice.

I governi nazionali potranno esercitare il potere in materia di investimenti esteri, legittimo quando deroghi alle discipline europee e nazionali generali – della concorrenza – o di settore – banche, assicurazioni, energia, comunicazioni, trasporti, tra gli altri – nei limiti dei presupposti e delle condizioni previste dalle discipline nazionali e conformi con l'art. 207 TFUE e con il Regolamento UE 452 del 2019, qualora ritengano sussistere le ragioni di sicurezza nazionale, e queste non siano fondate su presupposti (concorrenza, stabilità, posizioni dominanti) la cui valutazione è affidata a istituzioni o autorità europee o nazionali.

L'attività del governo potrà anche avvalersi del contributo della Commissione UE e degli altri stati membri, nei limiti dell'integrazione funzionale prevista dal Regolamento UE 452 del 2019, nella formulazione attuale o, meglio, in quella modificata, qualora si concluda positivamente il processo legislativo europeo in corso.

Il giudice nazionale potrà esercitare un sindacato pieno sui provvedimenti del governo, valutandone la conformità al diritto nazionale e al diritto dell'UE, primario e secondario, in

materia di investimenti esteri. La “*fast track procedure*” prevista dalla norma nazionale, da un lato garantisce all’investitore estero una certezza dei tempi, oltre che del diritto, e dall’altro, consente al governo una valutazione del provvedimento adeguata circa l’esistenza dei presupposti dell’azione e della sua proporzionalità, nonché della conformità al diritto dell’Unione delle norme nazionali e della loro applicazione.

La Commissione europea potrà valutare la conformità dell’azione del governo alle norme del diritto dell’UE primario o secondario, e se del caso, avviare una procedura d’infrazione, fondata però sulla violazione non del diritto della concorrenza o delle norme settoriali, ma solo delle norme in materia di investimenti esteri.

La Corte di giustizia UE potrà a sua volta valutare la conformità dell’azione dei governi nazionali alle norme dell’UE sugli investimenti diretti esteri, che comportano una deroga alla disciplina in materia di diritto di stabilimento, la cui giurisprudenza applicativa andrà quindi interpretata in modo coerente con tale deroga, espressa in via di principio o nel Regolamento UE 452 del 2019, qualora venga definitivamente introdotta la nozione di “investimento nell’Unione con controllo estero” attualmente proposta.