

**ARTICOLI**

**Golden Power e controllo  
degli investimenti esteri  
diretti: verso un sistema  
europeo di screening  
coordinato**

---

**DIEGO ROSSANO**

Professore Ordinario di Diritto dell'Economia  
Università degli Studi di Napoli Parthenope

---

**MATTEO PIGNATTI**

Ricercatore di Diritto dell'Economia  
Università degli Studi del Centro Alti Studi Difesa

# Dialoghi di Diritto dell'Economia

---

## **Rivista diretta da**

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,  
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

## **Direttore editoriale**

Andrea Marangoni

## **Coordinatore editoriale**

Francesco Petrosino

## **Direttori di area**

### **Attività, governance e regolazione bancaria**

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini

### **Mercato dei capitali finanza strutturata**

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo

### **Assicurazioni e previdenza**

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Dott. Massimo Mazzola

### **Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati**

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

### **Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza**

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato

### **Fiscalità finanziaria**

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

### **Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche**

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

## Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

# Golden Power e controllo degli investimenti esteri diretti: verso un sistema europeo di screening coordinato\*

**DIEGO ROSSANO**

Professore Ordinario di Diritto dell'Economia  
Università degli Studi di Napoli Parthenope

---

**MATTEO PIGNATTI**

Ricercatore di Diritto dell'Economia  
Università degli Studi del Centro Alti Studi Difesa

---

Sommario: 1. Gli Investimenti Esteri Diretti ed i poteri speciali nazionali; - 2. Il controllo sugli IED tra l'ordinamento giuridico europeo e quello nazionale; 3. Le criticità nell'efficacia ed effettività dell'attività di controllo; 4. L'operazione UniCredit S.p.A. e Banco BPM S.p.A.; 5. La rilevanza delle informazioni; 6. Alcune considerazioni finali.

## 1. Gli Investimenti Esteri Diretti ed i poteri speciali nazionali

È un dato ormai acquisito nella letteratura economica che la globalizzazione abbia inciso sull'integrazione dei mercati<sup>01</sup> costringendo gli Stati membri ad assumere un approccio organico per far fronte alle asimmetrie esistenti tra i diversi ordinamenti nazionali.

Nella ricerca dell'equilibrio nei rapporti tra le istituzioni europee e i singoli Stati membri, particolare rilievo assume la disciplina europea in materia di investimenti esteri diretti

---

\* Il lavoro è frutto della riflessione comune degli Autori. Tuttavia, i par. 4 e 5 sono realizzati dal Prof. D. Rossano, i par. 1, 2, 3 dal Dott. M. Pignatti. Le conclusioni contenute nel par. 6 sono condivise tra gli autori.

<sup>01</sup> *Ex multis*: H. JAMES, *RAMBOUILLET*, 15 NOVEMBRE 1975. *LA GLOBALIZZAZIONE DELL'ECONOMIA*, IL MULINO, BOLOGNA, 1999; J.E. STIGLITZ, *LA GLOBALIZZAZIONE E I SUOI OPPOSITORI*, EINAUDI, TORINO, 2002; ID., *LA GLOBALIZZAZIONE CHE FUNZIONA*, EINAUDI, TORINO, 2006; G. TREMONTI, *LA PAURA E LA SPERANZA: LA CRISI GLOBALE CHE SI AVVICINA E LA VIA PER SUPERARLA*, MONDADORI, MILANO, 2008.

(IED)<sup>02</sup> che, come è noto, è di competenza esclusiva dell'UE<sup>03</sup>. Tale attribuzione, peraltro, non esclude che gli Stati membri possano adottare misure di tutela in presenza di operazioni di investimento idonee a compromettere la sicurezza o l'ordine pubblico<sup>04</sup> ed in particolare ove realizzate *"da parte di un investitore estero [per] 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"*<sup>05</sup>.

Va fin da subito rilevato come l'ordinamento europeo non abbia armonizzato i sistemi nazionali di controllo in materia di IED, limitandosi a definire un meccanismo di cooperazione tra Autorità<sup>06</sup>. Tale assetto ha legittimato, di conseguenza, i legislatori nazionali a rivendicare un certo margine di autonomia nell'individuazione dei propri modelli di controllo, i quali, al presente, risultano eterogenei all'interno della zona UE. Ne emerge, in controluce, la persistente volontà degli Stati membri di preservare spazi di sovranità economica all'interno del quadro di integrazione europea.

Nel delineato contesto, l'evoluzione del sistema di controllo in Italia testimonia il passag-

---

02 G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Riv. regolazione dei mercati*, 2019, 2 e s.

03 TFUE, art. 3, par. I, lett. e) e art. 207, par. II. M. Cremona, *Regulating FDI in the EU Legal Framework*, in J.H.J. Bourgeois (a cura di), *EU Framework for Foreign Direct Investment Control*, Wolters Kluwer, Alphen-sur-le-Rhin, 2019, 3.

04 TUE, art. 4.

05 Regolamento UE 2019/452, art. 2, p.to 1. Inoltre, la nozione di IED include solo quelle forme di investimento che comportano l'esercizio di poteri di gestione o controllo sull'operatore economico (per tale motivo si ritengono da escludere gli investimenti di portafoglio dall'esercizio dei poteri speciali connessi agli IED).

06 Quando uno Stato membro controlla un IED, il meccanismo di cooperazione prevede che: lo Stato membro che esegue il controllo ne dia comunicazione alla Commissione e agli altri Stati membri il prima possibile; gli altri Stati membri possano formulare osservazioni se ritengono che un IED possa incidere sulla propria sicurezza o sul proprio ordine pubblico; la Commissione possa emettere un parere se ritiene che un IED possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in più di uno Stato membro; la Commissione sia tenuta a informare gli altri Stati membri quando vengono formulate osservazioni o viene formulato un parere. Commissione UE, *Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni*, 6 aprile 2022.

gio da uno Stato "azionista", ad uno Stato "regolatore"<sup>07</sup> e, più recentemente, ad uno Stato "stratega"<sup>08</sup>. Detta transizione costituisce il risultato di correzioni normative finalizzate a risolvere specifiche criticità emerse, nel tempo, nell'attività del meccanismo di controllo nazionale<sup>09</sup> volte ad affinare un istituto il cui corretto utilizzo non è libero nei fini ma trova dei limiti nell'ordinamento giuridico europeo, sia dal punto di vista sostanziale che sul piano procedimentale.

L'"inarrestabile ascesa"<sup>10</sup> dei poteri speciali nazionali ha accompagnato il mutamento nei rapporti economici a livello internazionale comportando un'estensione nell'ambito di ap-

---

<sup>07</sup> *Ex multis*: C. Franchini, *Le autorità amministrative indipendenti*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1988, 549 e s.; V. Roppo, *Privatizzazioni e ruolo del "pubblico": lo Stato regolatore*, in *Pol. dir.*, 1997, 627 e s.; M. Clarich, *I procedimenti di regolazione*, in *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti – Quaderni del Consiglio di Stato*, Giappichelli, Torino, 1999; M. D'Alberti, *Riforma della regolazione e sviluppo dei mercati in Italia*, in G. Tesaro-M. D'Alberti (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Il Mulino, Bologna, 2000, 171 e s.; E. Chiti, *La disciplina procedurale della regolazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2004, 679 e s.; N. Rangone, voce *Regolazione*, in S. Cassese (diretto da), *Dizionario di diritto pubblico*, V, Giuffrè, Milano, 2006, 5057 e s.; M. Manetti, *Le autorità indipendenti*, Laterza Editore, Roma, 2007; A. Police, *Tutela della concorrenza e pubblici poteri*, Giappichelli, Torino, 2007; M. Ramajoli, *La regolazione amministrativa dell'economia e la pianificazione economica nell'interpretazione dell'art. 41 Cost.*, in *Dir. amm.*, 2008, 121 e s.; F. Merusi, *Lo schema della regolazione dei servizi di interesse economico generale*, in *Dir. amm.*, 2010, 313 e s.; G. Napolitano, *I modelli di regolazione dei servizi di pubblica utilità e il consorzio regolamentare europeo*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2010, 218 e s.

<sup>08</sup> L'esercizio dei poteri speciali in materia di "golden power", comporta la possibilità di imporre specifiche condizioni o impegni in caso di acquisto di partecipazioni o di opporsi all'acquisto (a qualsiasi titolo) di partecipazioni da soggetti diversi dallo Stato Italiano (a cui sono equiparati gli enti pubblici o i soggetti da questi controllati), in imprese che svolgono attività rilevanti per il sistema della difesa e della sicurezza nazionale o in quelle riferite agli attivi considerati strategici. *Ex multis*: R. Garofoli, *Investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, cit., 1 e s.; A. Sacco Ginevri, *I "golden powers" dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in *Federalismi.it*, 2016, 1 e s.; M.P. Maduro, *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*, in R. Nickel (a cura di), *Conflict of Laws and Laws of Conflict in Europe and Beyond – Patterns of Supranational and Transnational Juridification*, Antwerp, Oxford, and Portland, Larcier-Intersentia, 2010, ch 14, in cui si evidenzia come pur in presenza di cambiamenti formali, a livello sostanziale sia continuato a sussistere l'intervento pubblico nell'economia.

<sup>09</sup> Si v. *ex multis*: A. Sacco Ginevri – F. Sbarbaro, *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 109-148; M. Lamandini – F. Pellegrini, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello Stato: dalla golden share al golden power*, in *Dir. soc. eur. e int.*, 2016, 129; L. Masotto, *Il golden power alla prova del procedimento e del processo amministrativo*, in *Giorn. dir. amm.*, 2022, 663, ove l'Autore afferma che "la disciplina in materia di golden power – appare – in una continua rincorsa espansiva, in una stratificazione progressiva fondata su una tecnica normativa che, procedendo per accumulo, non appare sempre di chiara interpretazione". In relazione alle modifiche apportate alla disciplina dal c.d. "decreto liquidità", cfr.: R. Lener, *Brevi note sul golden power nel settore finanziario alla luce del Decreto Liquidità*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2020, 545-555.

<sup>10</sup> G. Napolitano, *L'irresistibile ascesa dei golden powers e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giorn. dir. amm.*, 2019, 549 e s. Cfr. anche: A. Sandulli, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, 760.

plicazione soggettivo ed oggettivo.

L'assenza di un coordinamento<sup>11</sup> ha evidenziato carenze derivanti da rapporti giuridici che producono i propri effetti a livello sovranazionale.

In questo modo, se l'esercizio dei poteri speciali nazionali per la tutela di imprese che operano in settori economici strategici<sup>12</sup> ha comportato la necessità di difendere questi ultimi dal mercato globale e dai blocchi economici presenti al suo interno, la loro applicazione anche in relazione ad imprese di altri Stati membri dell'UE<sup>13</sup> risulta sintomo della mancanza di un approccio comune ed una integrazione europea effettiva, lasciando aperta la possibilità di forme di protezionismo che paiono evidenziare una debolezza nel ruolo delle Istituzioni UE.

L'Unione Europea, attraverso le proprie Istituzioni, si è quindi proposta di sfruttare le politiche di investimento e sviluppo economico in settori strategici per incidere in maniera efficiente<sup>14</sup> sull'economia globale e acquisire un ruolo nella definizione e nel perseguir-

11 M. Draghi, *The future of European Competitiveness*, 2024, part A, 17, in cui, in relazione alla cooperazione in materia di Investimenti Esteri Diretti si chiarisce come *"coordination is important for the emergence of joint ventures in strategic sectors and ensuring that EU companies retain relevant know-how and can drive the next wave of innovation"*. Si v. anche: Commissione UE, *Il patto per l'industria pulita: una tabella di marcia comune verso la competitività e la decarbonizzazione*, 26 febbraio 2025.

12 *Ex multis*: S. Alvaro-M. Lamandini-A. Police-I. Tarola, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Consob – quaderni giuridici*, 2019, n. 2; A. Sacco Ginevri, *L'espansione dei golden powers tra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl. econ.*, 2019, 151 e s.

13 D.l. 8 aprile 2020, n. 23, *Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*, artt. 15-17, conv. con l. 5 giugno 2020, n. 40. Circa la proroga fino al 31 dicembre 2022, si v. d.l. 30 dicembre 2021, n. 228 recante *Disposizioni urgenti in materia di termini legislativi*, art. 17, conv. in l. 25 febbraio 2022, n. 15. Nell'attuale disciplina nazionale sul c.d. *"golden power"* cfr. d.l. n. 21 del 2012, art. 1, c. l, lett. c) e art. 2, c. Il bis, come modificato dal d.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 25, c. l, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51. In dottrina: R. LENER, *Brevi note sul golden power nel settore finanziario alla luce del Decreto Liquidità*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2020, 545-555.

14 In relazione alle inefficienze derivanti dal concetto di *"non-Europa"* si v. Si v. Parlamento UE, *Accrescere il valore aggiunto in un'epoca di sfide globali – Mappatura del costo della non Europa (2022-2032)*, gennaio 2023, 13 e 14.

mento di obiettivi di "autonomia strategica"<sup>15</sup> e "sicurezza economica europea"<sup>16</sup>.

Scopo della ricerca è di esaminare le forme di controllo sugli IED, evidenziandone le principali criticità. Le carenze – che in seguito verranno rappresentate – derivanti dall'assenza di un meccanismo efficace di supervisione in ambito sovranazionale<sup>17</sup> potrebbero essere affrontate mediante l'adozione di un efficace modello di coordinamento tra le istituzioni dell'UE ispirato al principio di sussidiarietà. In tale direzione sembra, peraltro, orientarsi la proposta di modifica del Regolamento UE in materia di IED<sup>18</sup> che in seguito verrà, a tal fine, valutata.

## 2. Il controllo sugli IED tra l'ordinamento giuridico europeo e quello nazionale

Nel 2024 il numero di operazione IED è aumentato del 7,5 %. Più specificamente, le fusioni e acquisizioni estere e gli investimenti *greenfield* esteri hanno registrato rispettivamente aumenti del 10% (da 20.329 a 22.302 operazioni) e del 6,0% (da 28.405

---

<sup>15</sup> A livello UE, *policies* di sviluppo economico indirizzate alla sostenibilità ed alla indipendenza (economica e tecnologica) da soggetti terzi evidenziano la necessità di sostenere l'autonomia europea in determinati settori e favorire, anche mediante forme di intervento pubblico nell'economia. Il *Green Deal Industrial Plan* intende apportare una modifica al quadro temporaneo per gli aiuti di Stato in caso di crisi e transizione e rivedere il regolamento generale di esenzione per categoria alla luce del *Green Deal* (aumentando le soglie di notifica per il sostegno agli investimenti verdi) e la creazione di un fondo sovrano europeo costituirà uno strumento finanziario per sostenere gli investimenti delle imprese europee nella produzione di tecnologie a zero emissioni. Cfr. Commissione UE, *State aid: Commission consults Member States on proposal for a Temporary Crisis and Transition Framework*, 1° febbraio 2023, in cui si chiarisce come la Commissione UE intenda intervenire sul Regolamento UE 17 giugno 2014, n. 651, *che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato*, che consente agli Stati membri di attuare direttamente le misure di aiuto, senza doverle notificare preventivamente alla Commissione per approvazione. Cfr. Commissione UE, *Il sistema economico e finanziario europeo: promuovere l'apertura, la forza e la resilienza*, 19 gennaio 2021. Ex multis: O. FONTANA-S. VANNUCCINI, *HOW TO INSTITUTIONALISE EUROPEAN INDUSTRIAL POLICY (FOR STRATEGIC AUTONOMY AND THE GREEN TRANSITION)*, IN *CENTRO STUDI SUL FEDERALISMO – RESEARCH PAPER*, FEBBRAIO 2024.

<sup>16</sup> Commissione UE – Alto Rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, *Comunicazione congiunta sulla "strategia europea per la sicurezza economica"*, 20 giugno 2023. Cfr. anche: Commissione UE, *Impulso alla sicurezza economica dell'Europa: introduzione a cinque nuove iniziative*, 24 gennaio 2024.

<sup>17</sup> M. Draghi, *The future of European Competitiveness*, 2024, part A, 16-17, in cui oltre a richiamare l'importanza del rafforzamento del meccanismo di cooperazione, si precisa che il mero scambio di informazioni comporta una frammentazione e che *"this fragmentation prevents the EU from leveraging its collective power in FDI negotiations and complicates the formulation of a common FDI policy"*.

<sup>18</sup> Il Regolamento UE 2019/452, *che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, attualmente in vigore, è oggetto di una procedura di revisione avviata con la *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*, presentata dalla Commissione UE il 26 gennaio 2024. Il testo è stato oggetto di emendamenti approvati dal Parlamento UE in occasione della prima lettura svolta in data 8 maggio 2025 (P10\_TA(2025)0102). S. CASSESE, *Il controllo degli investimenti esteri*, in *Giorn. dir. amm.*, 2025, 11 e s.



a 30.108 operazioni)<sup>19</sup>. I dati evidenziano (tra il 2015 ed il 2024) un andamento altalenante del valore degli IED che si rapporta tuttavia ad un generale aumento del numero delle operazioni<sup>20</sup>. Nel medesimo periodo di riferimento è stata registrata una media di 2.230 operazioni estere di fusione e acquisizione e 3.011 investimenti *greenfield*

<sup>19</sup> Commissione UE, *Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 14 ottobre 2025; cfr. anche; Commissione UE, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 17 ottobre 2024, 2, in cui si riscontra come “il valore degli IED in entrata nell'Unione Europea è stato pari a 1.065 miliardi di euro” e si chiarisce inoltre che il “risultato dell'UE-27 per il 2023 è stato determinato principalmente dalla diminuzione degli IED in entrata verificatasi nei Paesi Bassi e nuovamente in Lussemburgo. I valori negativi dei flussi di IED in entrata sono in gran parte spiegati dai notevoli disinvestimenti – dovuti a componenti di debito e di deficit patrimoniale che hanno interessato società holding – prodottisi in questi due paesi nel 2023. I Paesi Bassi (con un flusso di IED in entrata pari a -135 miliardi di EUR nel 2023) hanno contribuito in particolar modo al risultato negativo dei flussi netti in entrata nell'UE-27, dato che nel quarto trimestre del 2023 alcune multinazionali hanno trasferito in altri paesi le loro operazioni condotte”. Tale valore è risultato in riduzione rispetto al 2022 in cui il valore era superiore ai 1.200 miliardi di euro. Si v. OECD, *FDI by counterpart area and by economic activity*, aggiornato al 21 febbraio 2024, in è inoltre ripreso l'andamento evolutivo, rilevando come nel 2015, il valore degli IED in entrata era pari a 1.957 miliardi di Euro, a cui ha fatto seguito un andamento altalenante. Commissione UE, *Terza relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 19 ottobre 2023, 2, secondo cui tale valore rappresenta una “crescita del 34 % rispetto ai livelli del 2020” (dovuta ad una forte crescita post-Covid nel 2021), che deve essere essa in rapporto al “calo su base annua del 14,3 % rispetto al 2021”. Cfr. anche OECD, *Foreign Direct Investment Statistics: Data, Analysis and Forecasts*, accessibili in <https://www.oecd.org/corporate/mne/statistics.htm>.

<sup>20</sup> Commissione UE, *Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., in cui si riporta come nell'UE-27 “Il totale dei flussi di IED in entrata ha registrato una tendenza al ribasso negli ultimi due anni, con un calo rispettivamente del 23 % tra il 2022 e il 2023 e dell'8,4 % tra il 2023 e il 2024. L'analisi del numero di IED rivela però che le operazioni di fusione e acquisizione hanno avuto un andamento diverso rispetto agli investimenti *greenfield*. In particolare, il flusso di operazioni estere di fusione e acquisizione, che aveva registrato una forte ripresa nel 2021, è calato del 3,6 % nel 2022 e del 15 % nel 2023, per poi tornare a crescere del 2,7 % nel 2024. I flussi di investimenti *greenfield* hanno invece registrato un aumento del 23 % nel 2021 e del 13 % nel 2022. A questa tendenza positiva hanno però fatto seguito due anni consecutivi di calo (29 % nel 2023 e 19 % nel 2024). La tendenza al ribasso dei flussi di IED su base annua osservata nel 2023 e in parte nel 2024 (per gli investimenti *greenfield*) potrebbe essere attribuita alle persistenti incertezze che continuano a incidere sull'economia dell'UE e sulla percezione del rischio da parte degli investitori”. In dottrina: A. Sacco Ginevri, *I “golden powers” dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in *Federalismi.it*, 2016; Id., *Le società strategiche*, in V. Donativi (a cura di), *Trattato delle società*, cit., IV, 843 e s.

esteri all'anno<sup>21</sup>.

L'incremento di tali operazioni ha reso necessario, nell'ambito dell'ordinamento dell'UE, l'adozione di *"un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione"*<sup>22</sup> fondato su un meccanismo di cooperazione. In tale contesto, il rapporto<sup>23</sup> tra la Commissione UE e gli altri Stati membri è inteso a garantire uno scambio di informazioni per consentire agli Stati membri ed alla Commissione UE di presentare osservazioni sui possibili impatti sulla sicurezza e l'ordine pubblico circa IED sottoposti a controlli di altri Stati membri<sup>24</sup> o che coinvolgono più Stati membri<sup>25</sup> o ancora incida negativamente su progetti e programmi di interesse per l'UE<sup>26</sup>.

L'esperienza applicativa del meccanismo di cooperazione ha tuttavia messo in luce alcune criticità con riguardo, tra l'altro, alla gestione delle notifiche in relazione soprattutto a forme di investimento estero indiretto e ad operazioni multinazionali riferite ad acquisizioni che riguardano il medesimo operatore economico attivo in diversi Stati membri<sup>27</sup>. Tali difficoltà rendono evidenti i limiti strutturali della disciplina europea vigente, che incide direttamente sul ruolo della Commissione europea alla quale sono attribuite funzioni di valutazione dei rischi e di formulazione di pareri<sup>28</sup> non

---

21 Commissione UE, *Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 2. Più specificatamente, se nel periodo post-Covid il numero di progetti non ha fatto registrare una ripresa equivalente rispetto ai valori del 2019 ed il flusso di progetti nell'UE nell'ultimo anno è risultato in riduzione del 33%, si rileva come *"nel 2023 l'UE-27 è stata destinataria di 1.885 operazioni estere (in calo rispetto alle 2.156 operazioni del 2022) e di 1.902 progetti greenfield esteri"*. Il numero di questi ultimi, benché in calo rispetto al 2022 (in cui erano stati computati 2.858 progetti), risulta superiore agli IED realizzati mediante forme di acquisizione e fusione: Cfr. Commissione UE, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 4, in cui la tendenza al ribasso su base annua osservata nel 2023 è ricondotta alle *"incertezze cumulatesi in relazione all'economia dell'UE e dell'inasprimento della politica monetaria a partire dalla seconda metà del 2022"*. Si rileva poi come la riduzione di circa 140 miliardi di euro degli IED in entrata tra il 2021 ed il 2022 è parzialmente collegato alla riduzione degli investimenti in entrata in Lussemburgo, Stato membro in cui il fondo sovrano cinese *China Investment Corporation - CIC* opera attraverso catene societarie di diritto lussemburghese, e alla costante estensione dell'ambito di applicazione oggettivo dei meccanismi di controllo (soprattutto nel periodo dell'emergenza sanitaria).

22 Regolamento UE 2019/452.

23 Il meccanismo di cooperazione opera sia con riferimento a IDE oggetto di un controllo in corso, sia a IDE non oggetto di un controllo in corso, cfr. Regolamento UE 2019/452, artt. 6 e 7.

24 Regolamento UE 2019/452, artt. 6, par. II e 7, par. I.

25 Regolamento UE 2019/452, artt. 6, par. II e 7, par. II.

26 Regolamento UE 2019/452, art. 8.

27 A. Sacco Ginevri, *Appunti sui profili regolamentari delle operazioni societarie transfrontaliere*, in *Riv. dir. bancario*, ottobre 2023, 1 e s.; Si consenta un rimando a: M. Pignatti, *Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti "greenfield": il ruolo della vigilanza*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2024, 295-323.

28 Regolamento UE 2019/452, artt. 6, par. III, 7, par. II e 8, in relazione ad investimenti esteri diretti che comportano un rischio elevato per più di uno Stato membro o per progetti e programmi dell'UE.

vincolanti per gli Stati membri<sup>29</sup>. La stessa impostazione trova conferma nell'ipotesi in cui l'operazione di investimento riguardi progetti o programmi di interesse per l'UE; in tale situazione, ai sensi dell'art. 8 del Regolamento UE 2019/452, lo Stato membro destinatario dell'investimento è tenuto semplicemente a motivare la propria decisione qualora decida di non conformarsi al parere espresso dalla Commissione<sup>30</sup>. Anche in tale circostanza, la Commissione mantiene un ruolo di coordinamento e *moral suasion* piuttosto che di effettivo controllo<sup>31</sup>.

Dette considerazioni consentono di comprendere come la portata effettiva del meccanismo di cooperazione resti condizionata dal bilanciamento tra le competenze dell'Unione e le prerogative nazionali in materia di sicurezza. In questo contesto, i motivi di 'ordine pubblico' e di 'pubblica sicurezza'<sup>32</sup> costituiscono cause che possono giustificare misure proporzionate degli Stati membri per derogare all'applicazione

29 Tutti gli Stati membri sono tenuti a collaborare lealmente. Nell'ambito del meccanismo di cooperazione, uno Stato membro deve tenere *"in debita considerazione"* le osservazioni degli altri Stati membri e il parere della Commissione e prendere in considerazione, se del caso, le misure disponibili nell'ambito della propria legislazione nazionale o della propria politica generale. Ciò implica che lo Stato membro ospitante deve valutare le osservazioni ricevute o il parere della Commissione prima di prendere una decisione su un investimento diretto estero.

30 Corte dei Conti UE, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 30 e s.; Regolamento UE 2019/452, art. 8, par. II, lett. c), *"lo Stato membro in cui l'investimento estero diretto è in programma o è stato realizzato prende nella massima considerazione il parere della Commissione e fornisce a quest'ultima una spiegazione qualora non lo segua"*.

31 Regolamento UE 2019/452, art. 8, par. I, lett. b) e c). Nel contesto di progetti o programmi di interesse dell'Unione interessati da investimenti diretti esteri, i pareri della Commissione devono essere tenuti nella *"massima considerazione"* dallo Stato membro in cui l'IED è pianificato o completato. Ciò significa che, per impostazione predefinita, gli Stati membri sono tenuti a seguire il parere o a fornire le ragioni per cui non lo fanno.

32 La nozione di 'pubblica sicurezza' in particolare ha una portata ampia che comprende tutti gli aspetti della sicurezza, interna ed esterna (ricomprendendo i profili di sicurezza nazionale) e tutte le norme adottate a tutela dell'integrità di uno Stato membro. Ulteriori deroghe connesse al concetto si *"pubblica sicurezza"* sono altresì presenti nella disciplina sulla libera circolazione dei lavoratori (TFUE, art. 45, par. III), dei capitali e dei pagamenti (TFUE, art. 65, par. I, lett. b), e le relative disposizioni sullo spazio di libertà, sicurezza e giustizia (TFUE, art. 72). Corte giust., *Schiebel Aircraft GmbH c. Bundesminister für Wirtschaft, Familie und Jugend*, in C-474/12, 2014, nel caso di specie, l'Austria richiedeva ai membri degli organi di rappresentanza di una società o agli azionisti che hanno il diritto di gestire e rappresentare società commerciali destinate al commercio di armi e munizioni militari il requisito della cittadinanza austriaca. La Corte ha ritenuto che il requisito della cittadinanza era contrario alle disposizioni degli artt. 45 e 49 del TFUE e non sufficiente che uno Stato membro faccia riferimento solo all'art. 346 TFUE per derogare al diritto dell'Unione. Lo Stato membro che si richiama all'art. 346, par. 1, lett. b), del TFUE deve dimostrare che l'eccezione prevista da questa disposizione deve essere applicata per tutelare gli interessi essenziali di sicurezza dello Stato. Inoltre, in conformità con il principio di proporzionalità, non devono andare oltre quanto è opportuno e necessario per raggiungere l'obiettivo perseguito. Secondo la Corte di Giustizia UE, questi obiettivi avrebbero potuto essere raggiunti con misure meno restrittive, come controlli regolari sulla produzione e sul commercio di armi, obblighi di riservatezza sanzionati amministrativamente o sanzioni penali volte a proibire la diffusione di informazioni strategiche.

delle libertà europee incidendo sui mercati<sup>33</sup>.

Occorre però distinguere le ipotesi testé menzionate da quelle fondate su esigenze di 'sicurezza nazionale'<sup>34</sup> o di 'difesa'<sup>35</sup> che richiamano un concetto più ristretto di sicurezza riconducibile a quella "militare esterna"<sup>36</sup> essenzialmente preordinata a salvaguardare l'integrità territoriale di uno Stato<sup>37</sup>. Esse rappresentano deroghe alle più generali previsioni in materia di "pubblica sicurezza" e devono essere ovviamente esercitate con cautela; di qui l'obbligo imposto agli Stati membri di dichiarare in modo espresso le ragioni che giustificano il ricorso a simili poteri<sup>38</sup>, al fine di evitare che possano essere impiegati per finalità in contrasto con i principi dell'Unione<sup>39</sup>.

Il quadro nazionale italiano si inserisce pienamente in tale logica di equilibrio tra tutela dell'interesse strategico e rispetto delle regole europee. In Italia, nel 2024, sono

---

33 Nel rapporto tra libertà di stabilimento e libera circolazione dei capitali, si v.: Corte giust., 13 luglio 2023, *Magyarország c. Innovációs*, in C-106/22, 41-42, che riconduce "nella sfera di applicazione delle norme in materia di libertà di stabilimento e non in quelle relative alla libera circolazione dei capitali una normativa nazionale destinata ad applicarsi alle partecipazioni che consentano di esercitare una sicura influenza sulle decisioni di una società e di determinarne le attività". Tale previsione consegue ad una partecipazione al capitale sociale che sia tale da garantire una sicura influenza sulla società.

34 TFUE, art. 346, par. I, a).

35 TFUE, art. 346, par. I, b).

36 Si v. le conclusioni dell'Avvocato Generale Sir Gordon Slynn, in *Campus Oil Limited c. Minister for Industry and Energy*, C-72/83, 1984.

37 Corte giust., *Commissione CE c. Finlandia*, in C-284/05, 2009. Nel caso di specie la Finlandia aveva omesso di gravare le attrezzature militari importate con dazi all'importazione sostenendo che il materiale rientrava nella deroga di cui all'art. 346 (1) b) TFUE. Secondo la Corte, non è possibile concludere che il Trattato contenga una riserva generale tale da implicare che tutte le misure adottate in materia di pubblica sicurezza non rientrino nell'ambito di applicazione del diritto dell'Unione. L'accettazione di una simile riserva comprometterebbe la natura vincolante del diritto dell'Unione e la sua applicazione uniforme. La Corte di Giustizia UE (rimettendo l'onere della prova allo Stato che invocava la deroga) ha ritenuto che la Finlandia non avesse dimostrato che le condizioni necessarie per l'applicazione dell'art. 346 TFUE.

38 Si v. la procedura di infrazione nr. 2017/2185 ex art. 258 TFUE nei confronti della Repubblica Italiana per la presunta violazione della direttiva 2009/81/CE in materia di appalti pubblici nel settore della difesa e relativa alla procedura italiana per acquisizione delle unità PPA, LSS e LHD. Tale procedura si è conclusa a seguito dell'adozione della Circolare SGD-G-042, *Modalità di affidamento dei programmi alla Organizzazione congiunta per la cooperazione in materia di armamenti (Occar)*, 2019, in cui il Segretariato generale della difesa – Direzione nazionale degli armamenti, in linea con l'interpretazione fornita dalla Commissione UE, chiarisce che le "stazioni appaltanti del Ministero della Difesa e le articolazioni del Segretariato Generale – prima di invocare i motivi di esclusione di cui all'articolo 12, lett. c), della direttiva 2009/81 per l'affidamento di programmi ad Occar – devono condurre una attenta analisi di situazione tenendo presente che tale articolo può essere invocato solo in caso di affidamento ad Occar della realizzazione di un programma di cooperazione tra due o più Stati Membri". Si v. Corte dei Conti, *Il programma navale per la tutela della capacità marittima della difesa*, Deliberazione 23 dicembre 2019, n. 19/2019/G.

39 Corte giust., 13 luglio 2023, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*, in C-106/22, p.ti 64-65 e 66; Corte giust., 27 febbraio 2019, *Associação Peço a Palavra e a.*, in C-563/17, p.to 70; Corte giust., 21 dicembre 2016, *AGET Iraklis*, in C-201/15, p.to 72.

state registrate 835 operazioni oggetto di controllo, di cui 660 notifiche e 175 prenotifiche<sup>40</sup>, evidenziando un incremento nel numero delle notifiche e delle prenotifiche presentate dalle imprese, rispetto a 2023 (in cui erano quantificate rispettivamente in 577 e 150). I poteri speciali sono stati esercitati in 32 casi (di cui un solo veto all'operazione e una sola opposizione all'acquisito di partecipazioni)<sup>41</sup>.

L'esercizio del *golden power*<sup>42</sup> è attribuito alla Presidenza del Consiglio dei Ministri che interviene a seguito di una notifica preventiva rispetto all'operazione di investimento (c.d. prenotifica)<sup>43</sup>, oppure, in alternativa, di una notifica contestuale alla delibera (ovvero all'atto o all'operazione che si intende realizzare)<sup>44</sup>. Tale notifica è obbligatoria e la sua

40 Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione concernente l'attività svolta sulla base dei poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, 30 giugno 2025, 9. Si consideri anche come nel 2024 "l'Italia ha ricevuto 411 notifiche provenienti dagli altri Stati membri, riguardanti investimenti esteri diretti. La rilevazione, sostanzialmente in linea con il numero di notifiche pervenute nell'anno 2023, pari a 409, continua a far registrare un incremento di circa il 20 per cento rispetto al numero di operazioni notificate dagli altri Stati membri nel 2022, anno in cui erano pervenute 342 notifiche".

41 Nei restanti casi, 18 notifiche sono state oggetto di esercizio dei poteri speciali con condizioni o prescrizioni, ai sensi degli articoli 1 e 2 del decreto-legge n. 21 del 2012, e 12 piani annuali 5G, o relativi aggiornamenti, sono stati approvati con l'apposizione di specifiche prescrizioni.

42 D.l. n. 21 del 2012, art. 1, in cui si prevede la possibilità di: adottare determinate condizioni ed impegni diretti per tutelare gli interessi essenziali dello Stato (potere prescrittivo); apporre veti riguardo l'adozione di alcune delibere societarie (potere interdittivo); opporsi all'acquisto di partecipazione da parte di un soggetto diverso dallo Stato, ente pubblico, o soggetto controllato da questi, che comportino la possibilità per l'acquirente di esercitare in qualsiasi modo diritto di voto che potrebbe compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale (potere oppositivo). In alcuni casi poi, benché non siano esercitati i poteri speciali, gli atti adottati possono contenere delle raccomandazioni non vincolanti per l'impresa (9 casi nel 2022; 5 casi nel 2021; 11 casi nel 2020), senza tuttavia definirne in maniera chiara il relativo valore giuridico. Su tale ultimo aspetto si v.: D.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 6, c. IV, in cui si prevede che "il Gruppo di coordinamento delibera sulla proposta di non esercizio dei poteri speciali e il Dipartimento per il coordinamento amministrativo trasmette alle parti del procedimento la deliberazione del Gruppo, sottoscritta dal Presidente o suo delegato. In tali casi, la deliberazione di non esercizio può prevedere raccomandazioni all'impresa". Assonime, *Golden power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali*, in *Note e studi*, 2023, n. 7, 15-16, ove alle raccomandazioni governative è ricondotto un effetto di *moral suasion* nei confronti dell'impresa destinataria. In dottrina, tra i contributi più recenti, si v.: E. DE CHIARA, *POTERI AMMINISTRATIVI ED AUTONOMIA PRIVATA NELLA CONFORMAZIONE GIURIDICA DEL MERCATO*, CACUCCI EDITORE, BARI, 2025, 1-258.

43 D.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 26, c. I, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51, con cui è stato introdotto l'art. 2 quater al d.l. n. 21 del 2012; d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 7.

44 D.l. n. 21 del 2012, art. 1, c. IV, V e V bis.

omissione (o il suo tardivo adempimento) comporta l'applicazione di sanzioni pecuniarie fino all'importo massimo pari *"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"*<sup>45</sup>. È solo il caso di precisare che, in presenza di tali violazioni, il Presidente del Consiglio potrà comunque disporre l'avvio d'ufficio del procedimento di controllo<sup>46</sup>.

L'introduzione dell'istituto della prenotifica<sup>47</sup> e la contestuale definizione, sul piano organizzativo, di peculiari forme di coordinamento amministrativo<sup>48</sup> rispondono all'esigenza di ridurre il numero delle notifiche di carattere prudenziale e di accrescere l'efficienza del meccanismo di controllo. Detta impostazione, come è stato rilevato anche in dottrina, consente di evitare il sovraccarico procedimentale derivante dalle c.d. "doppie notifiche"<sup>49</sup>; nondimeno, le menzionate previsioni evidenziano la complessità di un sistema nel

---

45 D.l. n. 21 del 2012, art. 1, c. VIII bis.

46 Cfr. d.l. n. 21 del 2012, art. 1, c. VIII bis, come riscritto dal d.l. 8 aprile 2020, n. 23, art. 16, conv. con l. 5 giugno 2020, n. 40; l'art. 1 bis, c. V, come modificato dall'art. 28 del d.l. 21 marzo 2012, n. 21; art. 2, c. VII bis, introdotto dal d.l. 8 aprile 2020, n. 23, art. 16, conv. con l. 5 giugno 2020, n. 40. Tali disposizioni definiscono un procedimento amministrativo in cui è possibile l'iniziativa della Presidenza del Consiglio dei Ministri anche laddove sia stato violato l'obbligo di notifica, ovverosia nei casi di assenza o di ritardo della stessa. Le disposizioni sono volte a superare la prassi per cui ove il Governo, a fronte della violazione dell'obbligo di notifica, invitava l'investitore o l'impresa a notificare (e, contestualmente, avviava il procedimento sanzionatorio), con il rischio, però, che queste rimanessero inerti e paralizzassero il procedimento amministrativo. In dottrina: R. CHIEPPA, *LA NUOVA DISCIPLINA DEL GOLDEN POWER DOPO LE MODIFICHE DEL DECRETO LEGGE N. 21 DEL 2022 E DELLA LEGGE DI CONVERSIONE 20 MAGGIO 2022*, n. 51, in *FEDERALISMI.IT*, 8 GIUGNO 2022, 10; A. SACCO GINEVRI, *GOLDEN POWERS E INFRASTRUTTURE FINANZIARIE DOPO IL DECRETO LIQUIDITÀ*, in *DIR. BANCARIO – EDITORIALI*, APRILE 2020, 1-3; A. SANDULLI, *LE RELAZIONI FRA STATO E UNIONE EUROPEA NELLA PANDEMIA, CON PARTICOLARE RIFERIMENTO AL GOLDEN POWER*, in *DIR. PUB.*, 2020, 416; L. VASQUES, *GOLDEN POWER. ALCUNE NOTE A MARGINE DELLA DISCIPLINA EMERGENZIALE DEL CONTROLLO GOVERNATIVO SULLE ACQUISIZIONI IN ITALIA*, in *MERCATO CONCORRENZA REGOLE*, 2020, 125 e s.

47 D.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 26, c. I, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51, ha introdotto l'art. 2 quater al d.l. n. 21 del 2012.

48 Si v. il ruolo del gruppo di coordinamento amministrativo di cui al d.l. n. 21 del 2012, art. 2 quater, introdotto con d.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 26 e al d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 7, e la collaborazione con autorità amministrative di settore, prevista al d.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, inserito con d.l. 21 settembre 2019, n. 105, art. 4 bis, c. I, lett. d), conv. con l. 18 novembre 2019, n. 133.

49 D.l. 21 marzo 2022, n. 21, artt. 24 e 25, che hanno modificato, rispettivamente, gli artt. 1, c. V e 2, c. V del d.l. n. 21 del 2012. In dottrina, sul punto: S. De Nitto, *I golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale: alla ricerca di un delicato equilibrio*, in *Dir. amm.*, 2022, 553-587.

quale si intrecciano valutazioni giuridiche, economiche e di natura politica<sup>50</sup>. Ciò ha reso necessario l'adozione di misure di sostegno rivolte ai settori ritenuti di interesse strategico nazionale<sup>51</sup>, soggetti all'applicazione dei poteri speciali.

L'ampia discrezionalità nelle valutazioni svolte comporta margini di incertezza non solo circa il regime giuridico applicabile, ma anche al suo ambito di applicazione<sup>52</sup>. Questi elementi di complessità hanno così portato ad iniziative volte a promuovere modifiche alla disciplina nazionale mediante la previsione: di documenti orientativi, la limitazione dei controlli sulle operazioni infragruppo e la semplificazione dei procedimenti di controllo<sup>53</sup>.

La complessità dei rapporti descritti risulta ancora più articolata nei settori regolamentati in cui i relativi operatori sono già sottoposti ad una stringente disciplina di settore e attività di vigilanza.

In tale caso le valutazioni compiute dagli Stati membri (in relazione all'esercizio dei poteri speciali), benché volte a perseguire obiettivi differenti dalla vigilanza prudenziale di

50 A. Sandulli, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Dir. pubbl.*, 2020, 413, in cui la disciplina italiana dei golden powers è considerata "frutto della crisi tra tecnica, discrezionalità e politica". Si v. anche M. Clarich, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in G. Napolitano (a cura di), *Foreign Direct Investment screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, Bologna, 2019, 118; A. Sacco Ginevri-F.M. Sbarbaro, *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, cit., 2013, 147.

51 D.l. 5 dicembre 2022, n. 187, *Misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici*, conv. in l. 1° febbraio 2023, n. 28. Il provvedimento prevede misure per sostenere, ove valutato opportuno, anche mediante ricapitalizzazione, le imprese destinatarie di misure in applicazione della disciplina sui poteri speciali (c.d. "golden power") di cui al d.l. n. 21 del 2021 (art. 2). In particolare, si prevede che, previa valutazione del Ministero delle imprese e del made in Italy e su istanza delle imprese soggette al d.l. n. 21 del 2012, possa essere riconosciuto l'accesso prioritario: a. al Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività di impresa di cui all'art. 43 del d.l. n. 34 del 2020; b. agli interventi erogati dal Patrimonio Rilancio gestito da Cassa Depositi e Prestiti, ai sensi dell'art. 27 del d.l. n. 34 del 2020; c. ai contratti di sviluppo (su istanza da presentare nei due anni successivi all'esercizio dei poteri speciali); d. agli accordi per l'innovazione (su istanza da presentare nei due anni successivi all'esercizio dei poteri speciali). Cfr. anche: Ministro delle Imprese e del Made in Italy di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, d.i. 16 ottobre 2023, *Misure economiche connesse all'esercizio del golden power*.

52 Si v., a titolo esemplificativo, la possibilità di ricomprendere l'obbligo di notificazione degli atti posti "a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea, ivi compresi quelli stabiliti o residenti in Italia" (art. 2, c. II e V). In dottrina: S. Alvaro-M. Lamandini-A. Police-I. Tarola, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Consob – quaderni giuridici*, febbraio 2019, 12-15; F. Riganti, *I Golden Powers Italiani tra vecchie privatizzazioni e nuova disciplina emergenziale*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2020, 873 e s.

53 Si v.: Assonime, *Proposte per una semplificazione del quadro regolamentare e applicativo in materia di golden power*, 6/2024; Osservatorio del Golden Power, *Documento programmatico – Proposte di revisione della normativa in materia di poteri speciali*, 2025.

settore<sup>54</sup>, possono comportare sovrapposizioni con l'attività delle Autorità nazionali ed europee.

In questo è utile rilevare come forme di collaborazione con le Autorità di settore siano previste solo a livello nazionale. Nell'ordinamento giuridico italiano queste sono state introdotte solo dal 2019<sup>55</sup>. Tuttavia, il carattere riservato delle informazioni scambiate nell'ambito del meccanismo di cooperazione europeo implica che i rapporti di collaborazione risultino finalizzati all'acquisizione di elementi utili da parte del Gruppo di coordinamento istituito presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri (nella cui attività le Autorità di settore non sono coinvolte)<sup>56</sup>, in quanto destinate a "raccolgere elementi utili all'applicazione" dei poteri speciali di *golden power*<sup>57</sup>.

### 3. Le criticità nell'efficacia ed effettività dell'attività di controllo

Rischi generali, connessi alla complessità della disciplina attualmente in vigore<sup>58</sup> e agli strumenti utilizzati per eludere l'attività di controllo (o distorcere la corretta applicazione dei poteri speciali nazionali), si rapportano a criticità specifiche connesse alle peculiarità del settore finanziario.

La circostanza per cui l'attuale disciplina non preveda un obbligo di costituire meccanismi di controllo a livello nazionale ha di fatto limitato lo sviluppo di un'attività di supervisione a carattere transnazionale. L'individuazione, da parte del legislatore europeo, di alcuni "fattori" che possono essere presi in considerazione per valutare le differenti

---

54 Regolamento UE, 2019/452, cons. n. 37, l'attuale disciplina europea indica come questa "non incide sulle regole dell'Unione per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, che costituisce una procedura distinta con un obiettivo specifico".

55 Si v. il d.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56. L'articolo è stato introdotto dal 2019, ad opera del d.l. 21 settembre 2019, n. 105, art. 4 bis, c. I, lett. d), conv. con modificazioni dalla l. 18 novembre 2019, n. 133.

56 Si v. il d.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, c. I, in cui all'ultimo periodo si precisa come "le autorità (...) non possono opporre al gruppo di coordinamento il segreto d'ufficio". conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56. Cfr. anche il d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 3, che nel disciplinare le attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri, disciplina il funzionamento del "Gruppo di coordinamento" a cui le autorità di settore non partecipano direttamente, ma in virtù di un rapporto di collaborazione volto allo scambio di informazioni.

57 D.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, c. II.

58 Corte dei Conti UE, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, cit.; Commissione UE, *EU Foreign Direct Investment Screening 2024 Revision*, 24 gennaio 2024, 2, in cui si prevede una uniformazione della durata dei procedimenti, un obbligo degli Stati membri in cui si svolge una procedura di controllo di discuterne con la Commissione UE e gli altri Stati interessati, oltre che di comunicare gli esiti circa la decisione finale assunta.



forme di investimento<sup>59</sup> mira, in linea di principio, a favorire l'identificazione dei settori ritenuti essenziali per gli Stati membri e dei progetti di rilevanza strategica per la Commissione europea. Tuttavia, la natura meramente orientativa<sup>60</sup> di tali criteri ha di fatto consentito un ricorso flessibile alle deroghe previste in materia di IED, trasformandole in strumenti potenzialmente idonei ad eludere le libertà economiche garantite dal diritto dell'Unione. Alla carente armonizzazione delle procedure adottate a livello nazionale si aggiunge, inoltre, l'assenza di un coordinamento sinergico tra i diversi sistemi di controllo. L'attuale disciplina non impone, infatti, agli Stati membri l'obbligo di esercitare i poteri speciali di cui dispongono in relazione a rischi che possano incidere negativamente su altri ordinamenti nazionali, né di comunicare gli esiti dei controlli effettuati. Ne risulta un quadro frammentato, nel quale la cooperazione tra le autorità nazionali rimane affidata a prassi volontarie, con evidenti ripercussioni sull'efficacia complessiva del meccanismo di tutela degli interessi strategici europei.

Al riguardo, rileva altresì la circostanza per cui la Commissione europea è formalmente autorizzata a valutare le operazioni di IED che non siano oggetto di un controllo nazionale in corso e, tuttavia, l'effettivo valore aggiunto di tale prerogativa appare limitato, in considerazione della scarsa disponibilità di informazioni sulle operazioni stesse (fatta eccezione per i casi di dominio pubblico). A ciò si aggiunga un ulteriore fattore di problematicità connesso allo scarso livello di integrazione del mercato interno e alla natura transnazionale delle operazioni di investimento di cui trattasi che comportano implicazioni anche di profilo transfrontaliero<sup>61</sup>. In particolare, per gli operatori vigilati è richie-

<sup>59</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 4. Si v. anche Corte dei Conti UE, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 22, in cui la stessa valutazione sull'"incidenza" è interpretata in maniera differente dalle autorità nazionali che si occupano del controllo sugli IED. Nell'effettuare tale valutazione possono essere presi in considerazione anche gli effetti degli IED relativi all'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o alla capacità di controllare tali informazioni, o alla libertà e al pluralismo dei media. Gli Stati membri e la Commissione tengono conto anche del contesto e delle circostanze dell'investimento diretto estero, in particolare se l'investitore estero è controllato direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso finanziamenti significativi, comprese le sovvenzioni) dal governo di un Paese terzo o se sta perseguendo progetti o programmi esterni guidati dallo Stato. La valutazione viene effettuata caso per caso.

<sup>60</sup> Corte dei Conti UE, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 29.

<sup>61</sup> Commissione UE, *Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 16, in cui nel richiamare le 477 notifiche trasmesse da 21 Stati membri nel 2024, si evidenzia come "quattro Stati membri (Spagna, Austria, Italia, Francia) hanno effettuato il 76 % di tali notifiche".

sto "un esame approfondito da parte delle Autorità di diversi Stati membri"<sup>62</sup>. In detto ambito vanno evidenziate le difficoltà di individuare per poi valutarli i rischi associati alla circostanza che soggetti giuridici formalmente costituiti in altri Stati membri, operino in sedi diverse con effetti potenziali a livello unionale. Si ha riguardo all'eventualità che una singola operazione di investimento o di acquisizione possa generare effetti rilevanti in più Stati membri, richiedendo l'applicazione simultanea di differenti ordinamenti giuridici nazionali<sup>63</sup>; ne consegue che, in assenza di un effettivo coordinamento tra le autorità nazionali e la Commissione europea, il meccanismo di cooperazione rischia di perdere efficacia, con la possibilità che gli effetti negativi di singole operazioni si propaghino ben oltre i confini nazionali<sup>64</sup>.

Sotto altro profilo, il crescente ricorso a fondi di investimento, non agevola l'identificazione del titolare effettivo dell'investimento. L'utilizzo di società stabilite all'interno dell'Unione Europea accentua tale difficoltà in ragione della possibilità di celare il reale

---

62 Nell'ordinamento giuridico italiano si v. d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19, *Attuazione della direttiva (UE) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere*, art. 4, c. VI, ove, in relazione alle operazioni transfrontaliere, è fatta salva l'applicazione della disciplina e dei poteri previsti dal: d.lgs. n. 385 del 1993 (TUB), d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), d.lgs. n. 209 del 2005 (in materia di imprese assicurative), l. n. 287 del 1990 (in materia di tutela della concorrenza e del mercato), d.l. n. 332 del 1994, convertito con l. n. 474 del 1994 (in materia di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni) e d.l. n. 21 del 2012, convertito con modificazioni con l. n. 56 del 2012 (in materia di *golden powers*). In dottrina: F. Capriglione, *Concentrazioni bancarie e logica di mercato*, in *Banca e borsa*, 2008, 326 e s.

63 A titolo esemplificativo si v. il caso delle operazioni soggette contemporaneamente a controllo in più Stati membri. Il Regolamento UE 452/2019 non prevede, in relazione alle c.d. "operazioni multinazionali", procedure volte ad allineare e uniformare l'attività di controllo (es. i termini procedurali). In questi casi il richiedente dovrebbe presentare contemporaneamente le diverse richieste di autorizzazione negli Stati membri interessati. Tali Stati membri dovrebbero inoltre notificare le richieste contemporaneamente al meccanismo di cooperazione, senza prevedere strumenti di coordinamento.

64 European Banking Authority, *Potential regulatory obstacles to crossborder mergers and acquisitions in the EU banking sector*, febbraio 2020, 11 e s. in cui si evidenzia come nel 2017, la struttura del sistema bancario era prevalentemente sotto il controllo nazionale nelle maggiori economie dell'area dell'euro, mentre era prevalentemente sotto il controllo estero in alcune economie più piccole dell'area dell'euro. In particolare, in alcuni piccoli Stati membri dell'UE che fungono da giurisdizioni ospitanti di gruppi bancari stranieri, la presenza di istituzioni estere (ossia le attività di filiali e succursali estere) è diminuita a seguito della crisi finanziaria, il che evidenzia il ridimensionamento dell'attività transfrontaliera dopo la crisi finanziaria, nonché l'attenzione delle politiche nazionali che ha accompagnato la crisi, nonché l'attenzione degli organi politici nazionali per il consolidamento a livello nazionale come strategia di gestione della crisi, in assenza di un quadro comune di gestione delle crisi a livello europeo. In dottrina: A. Sacco Ginevri, *Appunti sui profili regolamentari delle operazioni societarie transfrontaliere*, in *Riv. dir. bancario - dialoghi di diritto dell'economia*, ottobre 2023, 1-9.

investitore attraverso la costituzione di catene societarie<sup>65</sup> e per l'elevata presenza di imprenditori di nazionalità estere nel tessuto economico nazionale<sup>66</sup>. Tale fenomeno è reso ancora più problematico dalla crescente presenza di imprenditori di nazionalità estera nel tessuto economico nazionale e dalla possibilità che l'investitore sia una persona fisica formalmente dotata di cittadinanza europea, comprendendo anche le seconde generazioni di cittadini stranieri.

Se nei settori non vigilati i rischi possono assumere carattere esponenziale, i settori vigilati non sono esenti da rischi. In tali ambiti, ad esempio, la costituzione di una società di gestione di un mercato regolamentato in uno Stato membro privo di un meccanismo di controllo (o nel quale il rischio non venga adeguatamente rilevato) può produrre effetti negativi sull'intero sistema europeo. Analogamente, criticità possono emergere attraverso l'emissione di strumenti finanziari non partecipativi ai quali siano associati diritti amministrativi, con possibili implicazioni sulla *governance* societaria e sull'esercizio del controllo<sup>67</sup>. Nello stesso modo rischi possono sussistere attraverso l'emissione di strumenti finanziari non partecipativi a cui siano associati diritti amministrativi.

La contestuale attività di controllo nell'ambito del possibile esercizio dei poteri speciali e nell'attività di vigilanza di settore può comportare sovrapposizioni procedurali e valutative. Tali criticità applicative, già rilevate in via dottrinale e giurisprudenziale<sup>68</sup>, sono emerse in modo evidente nella valutazione preliminare della Commissione UE avente ad oggetto l'operazione pubblica di scambio UniCredit S.p.A. e Banco BPM S.p.A.: (del 14 luglio 2025) nella quale la Commissione UE ha espresso dubbi in merito alla corretta delimitazione delle competenze tra l'esercizio dei poteri speciali nazionali e le proprie

65 Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 38, in cui si riporta che «il fondo sovrano cinese *China Investment Corporation* - CIC realizza i propri investimenti in Europa prevalentemente attraverso alcune catene societarie di diritto lussemburghese».

66 Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 38, in cui si riporta la presenza in Italia di 50.797 imprenditori nati nella Repubblica Popolare Cinese.

67 Si consenta un rimando a: M. Pignatti, *Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti "greenfield": il ruolo della vigilanza*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2024, 295-323.

68 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748.

attribuzioni in materia di concentrazioni<sup>69</sup>, nonché rispetto al ruolo di vigilanza svolto dalla BCE<sup>70</sup>.

A tali sovrapposizioni si aggiungono i profili di natura antiriciclaggio, in particolare alla luce della proposta di riforma del regolamento UE, che introduce in materia di IED il concetto di "titolare effettivo" (mutato dalla disciplina *Anti Money Laundering*<sup>71</sup>) al fine di individuare chi, "in ultima istanza, possiede o controlla un soggetto giuridico"<sup>72</sup>. Tale estensione potrebbe rafforzare la trasparenza delle strutture proprietarie, ma porrebbe ulteriori problemi di coordinamento con le competenze delle autorità nazionali e con le finalità proprie del controllo sugli investimenti esteri.

Ulteriori elementi di criticità emergono dalla natura trasversale di alcuni settori econo-

---

69 Si v. il caso relativo al veto all'acquisizione di Aegon Magyarország Általános Biztosító Zrt (Aegon) da parte di Vienna Insurance Group AG (VIG) – entrambe società operanti nel settore assicurativo e quotate nei mercati regolamentati – (operazione considerata di rilevanza europea) posto dall'Ungheria in: Commissione UE, *Decision relating to Article 21, paragraph 4, of Council Regulation 139/2004 (Case M. 10494 – VIG/AEGON CEE)*, 21 febbraio 2022, accessibile in [https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases1/202306/M\\_10494\\_8924181\\_186\\_3.pdf](https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases1/202306/M_10494_8924181_186_3.pdf). Nel caso di specie, l'Ungheria aveva giustificato la propria decisione di veto ricorrendo alla disciplina in materia di IED e giustificando il proprio provvedimento sulla base di motivi di pubblica sicurezza (emersi da documenti riservati, la cui diffusione e condivisione risulterebbe limitata dalla legge). Tuttavia, la Commissione UE ha rilevato che, trattandosi di un'eccezione rispetto alla disciplina europea sulle concentrazioni, alla libertà di stabilimento e alla libera circolazione dei capitali, lo Stato membro avrebbe dovuto fornire elementi idonei a dimostrare l'effettiva pertinenza alla pubblica sicurezza ungherese sulla base del dovere di leale collaborazione (TUE, art. 4, par. III). In dottrina: L. Locci, *Controllo degli investimenti esteri diretti e libertà europee nel caso Vig/Aegon (FDI screening and European freedoms in the Vig/Aegon case)* nota alla *Decisione della Commissione del 21 febbraio 2022, Caso M. 10494 – Vig/Aegon CEE*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, II, 6 e s.

70 Commissione UE, *Valutazione preliminare 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*, 14 luglio 2025, in cui si rileva come "nella misura in cui le varie Prescrizioni stabilite dal Decreto sono giustificate sulla base di considerazioni relative ai rischi relativi alla condotta dell'ente creditizio, compresa qualsiasi considerazione in merito ai rischi relativi alla futura continuità delle attività di prestito, il Decreto incide sulla competenza esclusiva della BCE in quanto autorità di vigilanza prudenziale ed è pertanto in violazione dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, come attuato nell'SSMR". Nello stesso modo "la BCE ha la responsabilità esclusiva di valutare l'acquisizione di partecipazioni qualificate da parte di UniCredit ai sensi dell'articolo 4, lettera c), e dell'articolo 15 dell'SSMR e, se necessario, può imporre condizioni da un punto di vista prudenziale. Pertanto, la BCE ha competenza esclusiva per valutare i rischi connessi alla futura capacità dell'ente risultante dall'Operazione di svolgere attività di prestito".

71 D.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, art. 20, in cui si individuano le partecipazioni superiori al 25% del capitale sociale come quelle da cui discende l'individuazione del titolare effettivo. V. Donativi, *Il "titolare effettivo" di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, in *Giur. comm.*, 2023, 5 e s.

72 Si v. il testo approvato in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, *cit.*, in cui si propone l'introduzione dei p.ti 7 bis e 7 ter all'art. 2 (emendamenti n.ro 60 e 61). Gli emendamenti proposti dal Parlamento UE sono volti ad individuare il "titolare effettivo" e le forme di "assetto proprietario opaco". Tale seconda situazione sè ricondotta ad "un accordo in cui la proprietà o il controllo di un'entità risulta poco chiaro, celato o difficile da accertare, anche in ragione dell'uso di strutture giuridiche complesse, di molteplici livelli di proprietà, di azionisti fiduciari, di trust o di altri meccanismi che occultano l'identità del titolare effettivo".

mici, in particolare quello dell'ICT, la cui incidenza non si riflette solo sugli operatori del comparto bancario, finanziario ed assicurativo, ma concerne anche i fornitori di servizi digitali<sup>73</sup>.

A ben considerare, le difficoltà sopra delineate dimostrano come l'attuale meccanismo di cooperazione non garantisce una tutela solida della sicurezza economica dell'UE; tale constatazione rende urgente la realizzazione di uno coordinamento da realizzare a livello sovranazionale tra le autorità competenti cui consegue la revisione del quadro normativo di riferimento in materia.

#### **4. L'operazione UniCredit S.p.A. e Banco BPM S.p.A.**

Le criticità sinora evidenziate trovano una significativa conferma nella prassi più recente e, in particolare, nell'OPS promossa da UniCredit S.p.A. sulle azioni del Banco BPM S.p.A., la quale conferma le tensioni esistenti tra l'ordinamento giuridico nazionale e quello dell'UE che sono temporaneamente sfociate nella lettera di messa in mora indirizzata all'Italia il 21 novembre 2025<sup>74</sup>.

L'operazione, approvata dalla Consob (per quanto concerne il documento di offerta)<sup>75</sup> e dalla Commissione Europea (ai sensi del Regolamento UE in materia di concentrazioni)<sup>76</sup>, ha comportato l'attivazione dei poteri speciali da parte della Presidenza del Consiglio<sup>77</sup> e l'imposizione di prescrizioni<sup>78</sup> idonee ad incidere sull'operatività dell'ente

<sup>73</sup> Su cui si v. T.A.R. Lazio, Roma, sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275.

<sup>74</sup> Commissione UE, INFR(2025)2152, 21 novembre 2025, secondo cui, senza fare espressamente riferimento al caso UniCredit S.p.A. e Banco BPM S.p.A., "the Commission has raised concerns over the so-called 'Golden Powers' legislation (Law Decree 21/2012, as amended and extended in 2021 and 2022), which grants the Italian government broad prerogatives to review, block or impose conditions on corporate transactions in the banking sector. While intended to safeguard national security and public order, this legislation, as applied by the Italian authorities, risks allowing for unjustified interventions on economic grounds which compromises the principles of freedom of establishment and the free movement of capital within the Single Market. Moreover, the Italian legislation overlaps with the exclusive competences of the European Central Bank under the Single Supervisory Mechanism. The Commission is therefore sending a letter of formal notice to Italy, which now has two months to respond and address the shortcomings raised by the Commission. In the absence of a satisfactory response, the Commission may decide to issue a reasoned opinion".

<sup>75</sup> Consob, delibera 1° aprile 2025, n. 23492. Sulle successive sospensioni si v. le delibere 21 maggio 2025, n. 23562 e 22 luglio 2025, n. 23640.

<sup>76</sup> Commissione UE, *Merger UNICREDIT / BANCO BPM* - M.11830, 19 giugno 2025.

<sup>77</sup> Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri (DPCM) del 18 aprile 2025.

<sup>78</sup> Le prescrizioni sono richiamate nella ricostruzione in fatto dal collegio di prime cure e comportano di: - non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali; - non ridurre il livello del portafoglio attuale di project finance di Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia; - per un periodo almeno 5 anni: (i) non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.A. in titoli di emittenti italiani; (ii) supportare lo sviluppo della Società; - cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestiti transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del provvedimento stesso".

creditizio. Tale esercizio, ritenuto legittimo da parte del TAR con sentenza del 12 luglio 2025, n. 13748, ha rivelato tuttavia un'espansione eccessiva dell'intervento pubblico nell'economia<sup>79</sup>.

A ben considerare, la vicenda UNICREDIT/BPM costituisce un chiaro esempio della difficoltà di conciliare la tutela della sicurezza economica nazionale con il rispetto delle competenze e dei principi dell'ordinamento dell'Unione. Ciò emerge con particolare chiarezza dal momento che l'operazione riguardava due enti creditizi entrambi stabiliti in Italia, sebbene soggetti a una partecipazione azionaria diffusa; un contesto, dunque, che esulava dalle originarie finalità del *golden power*.

In tale prospettiva, l'analisi condotta dal TAR, pur riconoscendo che il passaggio dalla *golden share* al *golden power* ha consentito di adeguare l'ordinamento nazionale ai principi europei, non approfondisce l'impatto delle numerose modifiche che, nel tempo, hanno ampliato in modo significativo l'ambito di applicazione dell'istituto. Le estensioni introdotte in via emergenziale, come quelle successive al conflitto in Ucraina, hanno infatti assunto carattere permanente, determinando un'estensione significativa dei poteri pubblici nell'economia in detto ambito<sup>80</sup>. Ne costituisce un esempio l'estensione dell'obbligo di notifica a *"qualsiasi delibera, atto od operazione (...) abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità"* degli attivi di cui all'art. 2, *"anche a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea, ivi compresi quelli stabiliti o residenti in Italia"*<sup>81</sup>, nonché agli *"acquisti, a qualsiasi titolo, di partecipazioni da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea (...)"*<sup>82</sup>. Tale previsione, giustificata dal TAR in funzione dell'esigenza di *"innalzare il livello di protezione delle realtà societarie strategiche sul territorio nazionale a seguito delle negative ripercussioni politiche ed economiche causate dalla guerra in Ucraina"*<sup>83</sup>, risulta però in contrasto con la *ratio* del quadro europeo, che mira a prevenire i rischi derivanti da investimenti esteri e non da operazioni interne o intra-UE.

L'«ampia discrezionalità» riconosciuta alla Presidenza del Consiglio, ha di fatto alterato l'equilibrio tra livelli di governo, traducendo lo strumento dei poteri speciali in un mezzo di politica economica. Ciò si riflette nella confusione — rilevata nella stessa pronuncia del TAR — tra motivi di «difesa» e di «sicurezza nazionale», da un lato, e ragioni di «ordine pubblico» e «sicurezza economica», dall'altro, senza una chiara distinzione del loro fondamento nel diritto dell'Unione. Il Collegio, infatti, riconduce *"la species integrata dal-*

79 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, par. 13, in cui il Collegio *"esclude che [...] in nuce difettino i presupposti a fondamento dell'esercizio del golden power"*.

80 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, par. 11.3 e 11.4.

81 D.l. n. 21 del 2012, art. 2, c. Il bis, modificato dal d.l. 21 marzo 2022, n. 21, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51, art. 25, c. I, lett. b).

82 D.l. n. 21 del 2012, art. 2, c. V, modificato dal d.l. 21 marzo 2022, n. 21, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51, art. 25, c. I, lett. c), n. 2).

83 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, par. 14.4.3.

la 'sicurezza economica' all'interno del più ampio genus della 'sicurezza pubblica' e della 'sicurezza nazionale', estendendo la tutela anche al risparmio e, di fatto, ampliando la portata dell'intervento pubblico oltre i limiti previsti dal diritto europeo<sup>84</sup>.

Un'ulteriore criticità deriva dalla scarsa considerazione del ruolo ricoperto dalle Istituzioni UE in materia di concorrenza e di vigilanza nel settore creditizio. Va osservato che i limiti del sindacato del giudice amministrativo sugli atti della Presidenza del Consiglio<sup>85</sup> non si estendono alla Corte UE, che potrebbe sindacare la corretta interpretazione del diritto europeo o intervenire per dirimere questioni di competenza tra le autorità nazionali e le istituzioni dell'Unione. In questa prospettiva, appare significativa la valutazione preliminare della Commissione europea, che ha sottolineato l'insufficienza informativa del Governo italiano e la possibile interferenza tra le prerogative nazionali e quelle della BCE in materia di vigilanza prudenziale<sup>86</sup>.

Un ultimo profilo che ci appare utile richiamare concerne poi l'istruttoria svolta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, contenente la motivazione dell'esercizio dei poteri speciali<sup>87</sup> che nel caso di specie ha operato come autorità istruttoria, soggetto partecipante alla decisione e, al contempo, parte economicamente interessata in quanto azionista di MPS. Va da sé che tale commistione di funzioni e interessi può compromettere l'imparzialità del procedimento e alimentare potenziali conflitti di competenza (soprattutto in un contesto in cui Banco BPM aveva già acquisito il 5% di MPS nell'ambito del processo di privatizzazione del 2024).

La pronuncia del TAR Lazio conferma, dunque, la tendenza di ricorrere ai poteri speciali come strumento di indirizzo economico più che di tutela strategica, con ovvie con-

84 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, in cui si precisa come "deve, quindi, ritenersi consentita all'Autorità di Governo la conduzione di valutazioni aventi ad oggetto asset con contenuto dimostratamente strategico, nel novero delle quali non possono evidentemente non ricomprendersi operazioni direttamente coinvolgenti la tutela del risparmio nazionale (e, con esso, la erogazione del credito verso settori e/o bacini di utenza ritenuti, con apprezzamento invero indenne da mende, affatto rilevanti, come le Piccole e Medie Imprese e le Famiglie".

85 TAR Lazio, Roma, I, 12 luglio 2025, n. 13748, in cui si afferma come l'"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". Conforme a Cons. St., IV, 9 gennaio 2023, n. 289, in cui il Collegio qualifica i provvedimenti della Presidenza del Consiglio dei Ministri, come atti di alta amministrazione.

86 Commissione UE, *Valutazione preliminare 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* -, cit.

87di Siena con il 4,863% delle azioni.

sequenze negative in termini di cooperazione sovranazionale e conseguimento degli obiettivi di stabilità e crescita del Mercato Interno.

Tale constatazione rende non più procrastinabile la creazione di un coordinamento a livello sovranazionale in materia atteso che l'attuale assetto del meccanismo di cooperazione non sembra in grado di assicurare una protezione adeguata della sicurezza economica comune.

## 5. La rilevanza delle informazioni

In tale quadro, un profilo di particolare rilievo è rappresentato dall'informazione e dalla trasparenza, che costituisce presupposto imprescindibile per l'efficace funzionamento dei meccanismi di controllo sugli IED. Proprio tale esigenza informativa, divenuta sempre più rilevante in ragione del grado di integrazione raggiunto dal Mercato interno, ha reso necessario, a livello europeo, definire un articolato sistema di obblighi informativi<sup>88</sup>, calibrato a seconda che un IED sia o meno<sup>89</sup> oggetto di un controllo in corso<sup>90</sup> (e, più in generale, nei casi in cui la relativa operazione possa incidere su progetti o programmi di interesse per l'Unione europea<sup>91</sup>).

In tale prospettiva, rientrano tra gli obblighi informativi di carattere generale posti in capo agli Stati membri le comunicazioni relative alle caratteristiche dell'investitore estero, al soggetto destinatario dell'investimento, alla natura e all'ammontare dell'operazione, nonché alla sua eventuale rilevanza transfrontaliera<sup>92</sup>. Ad essi, si possono aggiungere "richieste informative supplementari", che risultano specificatamente previste in relazione a IED oggetto di un controllo in corso<sup>93</sup>, e riprese in relazione alla disciplina degli obblighi informativi degli Stati<sup>94</sup>.

Nell'ambito del meccanismo di cooperazione europeo, la trasmissione delle informazioni può avvenire su iniziativa dello Stato membro che ha già posto lo IED alla procedura di controllo<sup>95</sup> o su iniziativa di alto Stato membro o della Commissione UE (in assenza

<sup>88</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 9.

<sup>89</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 7.

<sup>90</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 6.

<sup>91</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 8.

<sup>92</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 9, par. II, in cui sono previste le informazioni per cui è previsto un obbligo di informazione e tra cui rientrano quelle relative: all'assetto proprietario dell'investitore estero e dell'operatore economico destinatario dell'operazione di investimento (comprese informazioni sull'investitore finale e sulla partecipazione al capitale); al valore dello IED; all'attività economica svolta dall'investitore estero e dall'operatore economico destinatario dell'operazione di investimento; agli Stati membri in cui opera l'investitore estero e l'operatore economico destinatario dello IED; al finanziamento dell'investimento e la sua fonte; f) alla data in cui l'investimento estero diretto è in programma o è stato realizzato.

<sup>93</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 6, par. VI.

<sup>94</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 9, par. III.

<sup>95</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 6, par. I.



di forme di controllo)<sup>96</sup>.

Le informazioni di cui è richiesta la trasmissione alla Commissione UE e agli altri Stati membri devono essere preliminarmente raccolte o attraverso il meccanismo nazionale di controllo<sup>97</sup>, anche attraverso specifiche richieste all'investitore estero o all'operatore economico destinatario di IED<sup>98</sup>.

Sulla base delle informazioni scambiate è possibile la formulazione di osservazioni o pareri volti a segnalare i rischi rispettivamente per gli altri Stati membri o per l'Unione Europea.

Nell'ordinamento giuridico italiano, l'acquisizione delle informazioni da parte del meccanismo di controllo nazionali comporta quindi richieste di informazioni sia ai soggetti giuridici coinvolti nell'operazioni di investimento<sup>99</sup>, sia ad altri soggetti pubblici che ne possono disporre (mediante richieste specifiche del Gruppo di coordinamento)<sup>100</sup>.

L'eccessiva onerosità delle richieste di dati<sup>101</sup>, in relazione agli adempimenti informativi di carattere generale, unita alla possibile indisponibilità delle informazioni necessarie<sup>102</sup>, rappresenta uno dei principali limiti all'effettività dell'obbligo informativo posto in capo agli Stati membri. Tali criticità si riflettono sulla tempestività e sulla completezza delle comunicazioni trasmesse alla Commissione europea e agli altri Stati membri, compromettendo la capacità del sistema di prevenire, in modo coordinato, i rischi derivanti da investimenti potenzialmente sensibili sotto il profilo strategico. A ciò si aggiunge il regime giuridico di riservatezza che disciplina le informazioni relative alle operazioni notificate e scambiate all'interno del meccanismo di cooperazione, il quale, pur rispondendo a finalità di tutela dei dati sensibili, costituisce di fatto un ulteriore ostacolo alla collaborazione tra le diverse autorità competenti, sia a livello nazionale che europeo.

Si è in presenza di un quadro nel quale le difficoltà di corretta identificazione dei ri-

<sup>96</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 7, par. I e II.

<sup>97</sup> Su cui si rammenta come l'obbligo di istituzione di un meccanismo di controllo nazionale sia oggetto della revisione dell'attuale disciplina europea.

<sup>98</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 9, par. IV.

<sup>99</sup> Nell'ordinamento giuridico italiano l'acquisizione di informazioni, dall'investitore o dall'operatore economico oggetto di IED, avviene mediante la documentazione e la modulistica richiesta per la prenotifica e la notifica di un'operazione di investimento avente ad oggetto un operatore economico rientrante nell'ambito di applicazione della disciplina relativa al possibile esercizio dei poteri c.d. di "golden power". Sulla modulistica si v. d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, art. 12.

<sup>100</sup> D.l. n. 21 del 2012, art. 2 bis, c. II.

<sup>101</sup> Regolamento UE 2019/452, art. 7, par. V.

<sup>102</sup> Regolamento UE 2019/452, artt. 6, par. VI e 9, par. III. Nel caso di impossibilità di conseguire le informazioni, gli Stati sono comunque chiamati a dare notizia di tale condizione riportando "il motivo per cui non ha fornito tali informazioni" e "illustrando in che modo si è adoperato per ottenere le informazioni richieste".

schì si intreccia con le limitazioni derivanti da una vigilanza frammentata e da una cooperazione tra istituzioni competenti ancora disomogenea. Ne consegue una ridotta capacità di monitoraggio sistemico, che si traduce nella scarsa disponibilità di informazioni specifiche sulle singole operazioni di investimento e, in ultima analisi, in un indebolimento dell'efficacia complessiva del meccanismo di tutela della sicurezza economica europea.

## **6. Alcune considerazioni finali**

Al fine di rafforzare e rendere più uniforme il controllo sugli IED nell'UE, la Commissione ha presentato, come si è detto in precedenza, una proposta di modifica del Regolamento UE del 2019. Tale iniziativa si inserisce nel più ampio disegno volto a superare le inefficienze emerse nell'attuazione dei meccanismi di cooperazione nazionali, ponendosi come risposta alle criticità precedentemente evidenziate.

Il testo in approvazione trova il proprio fondamento giuridico non solo più nella politica commerciale comune, ma viene esteso al ravvicinamento delle legislazioni (TFUE, art. 114) al fine di ridurre le criticità esistenti nell'attuale quadro giuridico<sup>103</sup>. Tale estensione mira a conferire alla disciplina sugli IED una dimensione più organica rispetto al passato, capace di ridurre le asimmetrie applicative e di assicurare un livello uniforme di tutela all'interno del mercato interno.

La revisione della disciplina sugli IED costituisce, sotto questo profilo, un banco di prova fondamentale per la legittimazione delle Istituzioni UE nella efficace tutela delle economie nazionali ed efficiente vigilanza su eventuali utilizzi opportunistici dei poteri posti a tutela degli interessi strategici nazionali. In tale logica, la Commissione europea assume un ruolo non più limitato alla mera cooperazione informativa, ma esteso al coordinamento effettivo dei meccanismi di controllo nazionali e alla supervisione del bilanciamento tra le esigenze di "ordine pubblico" e di "pubblica sicurezza".

Sicché, a seguito della presentazione di osservazioni e pareri, la Commissione UE dovrebbe divenire parte integrante del processo decisionale partecipando al confronto tra gli Stati membri coinvolti<sup>104</sup> fino alla fase che precede la decisione finale di competenza

---

103 L'introduzione dell'obbligo per tutti gli Stati membri di dotarsi di un meccanismo di screening conforme a prescrizioni comuni europee; l'estensione della definizione di IED per includere espressamente operazioni di investimento indirette realizzate attraverso società o veicoli controllati da soggetti esteri ma stabiliti nell'UE; vincoli di comunicazione maggiormente stringenti (es. in relazione al provvedimento finale adottato a livello nazionale) ed obblighi di comunicazione in relazione ai pareri e osservazioni (rispettivamente di altri Stati Membri o della commissione UE); la previsione di criteri minimi uniformi di trasparenza, efficienza e tempistiche procedurali comuni.

104 Commissione UE, *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., art. 7, par. VI e VII. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 109-110.

dello Stato membro<sup>105</sup>.

La circostanza per cui tale decisione debba essere notificata alla Commissione UE, corredata da una “spiegazione scritta” da trasmettere entro sette giorni di calendario dalla notifica<sup>106</sup>, rappresenta un elemento di rilievo. Essa consente, infatti, l’adozione di eventuali misure idonee a salvaguardare separatamente i rispettivi interessi nazionali degli Stati membri potenzialmente incisi dall’investimento estero, nel rispetto del principio di proporzionalità e del coordinamento con le competenze dell’UE.

La spiegazione/motivazione richiesta allo Stato membro in cui si svolge lo IED deve inoltre dare conto sia della “misura” in cui è stata tenuta *“nella massima considerazione le osservazioni degli Stati membri o il parere della Commissione”*<sup>107</sup>, o *“il motivo del suo disaccordo con le osservazioni degli Stati membri o il parere della Commissione”*<sup>108</sup>. Tale previsione rafforza la trasparenza e la responsabilità delle istituzioni, trasformando dunque l’obbligo motivazionale in un momento di reale confronto tra il livello nazionale e quello europeo.

In tale prospettiva, l’atto di motivazione non si limita all’individuazione delle ragioni di fatto e di diritto poste a fondamento della decisione, ma può comportare l’attivazione di un ulteriore momento di dialogo istituzionale. Come si legge nel testo della proposta di modifica, infatti, *“qualora gli Stati membri o la Commissione indichino che la decisione di controllo (...) non tiene nella massima considerazione le loro osservazioni formulate (...) o il parere fornito (...) lo Stato membro in cui l’investimento è in programma o è stato realizzato convoca una riunione per spiegare gli ostacoli incontrati o i motivi di disaccordo e si adopera per individuare soluzioni nel caso in cui in futuro si ripresenti una situazione analoga. Se la decisione di controllo riguarda una notifica multinazionale, sono invitati anche gli altri Stati membri*

105 Commissione UE, *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., art. 7, par. VIII. v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 111, in cui si richiede di rendere una motivazione in merito alla decisione adottata ed a come sono state prese in considerazione le osservazioni ed i pareri ricevuti.

106 Commissione UE, *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., art. 7, par. VIII, lett. a) e b). Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 111-115.

107 Commissione UE, *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., art. 7, par. VIII, lett. b), prima alinea. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 111-115.

108 Commissione UE, *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., art. 7, par. VIII, lett. b), seconda alinea. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 111-115.

*che hanno notificato l'investimento estero al meccanismo di cooperazione*<sup>109</sup>.

Tale previsione andrebbe inquadrata in un contesto più ampio nel quale l'ordinamento giuridico europeo, come delineato nella proposta di riforma, tende a vincolare le valutazioni discrezionali degli Stati membri, introducendo parametri uniformi per verificare se un investimento estero presenti una *"probabile incidenza negativa"* sulla sicurezza e sull'ordine pubblico. A tal fine, vengono indicati criteri di valutazione che tengono conto

---

<sup>109</sup> Commissione UE, *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., art. 7, par. IX. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 116-123.

delle caratteristiche dell'investimento<sup>110</sup> e del profilo soggettivo dell'investitore estero<sup>111</sup>.

Ebbene, la Commissione UE, da un lato parteciperebbe al dialogo tra gli Stati membri contribuendo alla definizione di 'interessi comuni', dall'altro, gli emendamenti approvati dal Parlamento UE, introdurrebbero poteri di "obiezione" (con conseguente sospensione

110 Commissione UE, *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., art. 13, par. III, in cui sono riportati i casi in cui "l'investimento interessato possa incidere negativamente: (a) sulla sicurezza, sull'integrità e sul funzionamento delle infrastrutture critiche, fisiche o virtuali; in tale contesto, sulla base delle informazioni disponibili, valutano anche se l'investimento estero possa incidere negativamente sulla resilienza dei soggetti critici da essi individuati in virtù della direttiva (UE) 2022/2557 del Parlamento europeo e del Consiglio nonché dei soggetti rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva (UE) 2022/2555 del Parlamento europeo e del Consiglio. Sono tenuti in considerazione anche i risultati delle valutazioni coordinate a livello di Unione dei rischi per la sicurezza delle catene di approvvigionamento critiche in conformità dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva (UE) 2022/2555; (b) sulla disponibilità delle tecnologie critiche; (c) sulla continuità dell'approvvigionamento dei fattori produttivi critici; (d) sulla protezione di informazioni sensibili, tra cui i dati personali, in particolare per quanto riguarda la capacità dell'investitore estero di accedere, controllare e comunque trattare tali dati personali, o (e) sulla libertà e sul pluralismo dei media, comprese le piattaforme online che possono essere utilizzate per attività di disinformazione su larga scala o attività criminali". Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 171-184.

111 Commissione UE, *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., art. 13, par. IV, in cui si richiede di tenere conto delle "informazioni relative all'investitore estero, tra cui: (a) il fatto che l'investitore estero, una persona fisica o un soggetto che controlla l'investitore estero, il titolare effettivo dell'investitore estero, un'impresa figlia dell'investitore estero o qualsiasi altra parte di proprietà dell'investitore estero, da questi controllata o che agisca per suo conto o sotto la sua direzione abbia partecipato a un investimento estero precedentemente sottoposto a controllo da uno Stato membro, che non è stato autorizzato o ha ricevuto unicamente un'autorizzazione subordinata a condizioni; a tal fine gli Stati membri e la Commissione si basano sulle informazioni a loro disposizione, tra cui quelle contenute nella banca dati sicura istituita a norma dell'articolo 7, paragrafo 10; (b) se del caso, i motivi per assoggettare a misure restrittive a norma dell'articolo 215 TFUE l'investitore estero, una persona fisica o un soggetto che controlla l'investitore estero, il titolare effettivo dell'investitore estero, un'impresa figlia dell'investitore estero o qualsiasi altra parte di proprietà dell'investitore estero, da questo controllata o che agisca per suo conto o sotto la sua direzione; (c) il fatto che l'investitore estero o una sua impresa figlia siano già stati coinvolti in attività che incidono negativamente sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in uno Stato membro; (d) il fatto che l'investitore estero o una sua impresa figlia abbiano intrapreso attività illecite o criminali, tra cui l'elusione di misure restrittive dell'Unione previste dall'articolo 215 TFUE; (e) il fatto che l'investitore estero, una persona fisica o un soggetto che controlla l'investitore estero, il titolare effettivo dell'investitore estero, un'impresa figlia dell'investitore estero o qualsiasi altra parte di proprietà dell'investitore estero, da questo controllata o che agisca per suo conto o sotto la sua direzione possa perseguire gli obiettivi politici di un paese terzo o agevolare lo sviluppo delle capacità militari di un paese terzo". Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 171-184.

della procedura di controllo)<sup>112</sup> e poteri di "accertamento" (con la possibilità di imporre "amende" o "penalità di mora").<sup>113</sup> La Commissione UE risulterebbe titolare così di un potere decisionale<sup>114</sup>, potendo altresì "proporre misure volte ad attenuare i probabili effetti negativi dell'investimento sulla sicurezza e sull'ordine pubblico"<sup>115</sup>, subordinando l'investimento a "misure di mitigazione" o vietarlo, "qualora constati che i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico dell'Unione non possono essere adeguatamente affrontati mediante misure di mitigazione"<sup>116</sup>. Detta Istituzione europea in altri termini si avvierebbe ad assumere sul piano delle concretezze un ruolo significativo nella definizione degli equilibri tra l'apertura del mercato interno e la tutela dell'interesse strategico europeo; circostanza che segnerebbe il passaggio da un modello di cooperazione tra Stati ad uno di governance accentrata.

Ulteriore indice dell'ampliamento delle prerogative della Commissione è rappresentato dalla possibilità, ove ritenga che la decisione presa dallo Stato in cui si svolge lo IED non rispetti i principi fondamentali dell'Unione, di intervenire in sede contenziosa dinanzi alla Corte di Giustizia UE al fine di sindacare la compatibilità della decisione nazionale con l'ordinamento giuridico europeo. Tale ultimo potere trova giustificazione in forza del principio di proporzionalità<sup>117</sup> applicato in relazione alla motivazione fornita dallo Stato membro e alle informazioni raccolte attraverso il meccanismo di collaborazione e la banca dati

---

112 Si v. le modifiche approvate dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 116, in cui si prevede che "se uno Stato membro o la Commissione ritiene che un progetto di decisione di controllo di cui al paragrafo 8 del presente articolo, che autorizza un investimento estero a norma dell'articolo 14, paragrafo 1, lettera a), o dell'articolo 14, paragrafo 2, non affronti o non attenni adeguatamente i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico, può sollevare un'obiezione debitamente giustificata. L'obiezione è notificata allo Stato membro ospitante e, se del caso, agli altri Stati membri che hanno formulato osservazioni e alla Commissione. Lo Stato membro ospitante sospende la procedura di controllo finché la Commissione adotta una decisione a norma dei paragrafi 9 ter e 9 quater del presente articolo. Lo Stato membro ospitante informa l'investitore estero della sospensione".

113 Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 151, con cui si introdurrebbe un art. 9 bis.

114 Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 100, che introduce il termine "decisioni" nella rubrica dell'art. 7 del testo originariamente proposto dalla Commissione UE.

115 Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 103.

116 Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n. 119.

117 Commissione UE, *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., art. 14. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamento n.ro 195, in cui si aggiunge il riferimento secondo cui la decisione deve anche basarsi su "rischi documentati".

istituita dalla Commissione UE<sup>118</sup>.

In questa attività il ruolo della Commissione UE in materia di IED si inserisce nel contesto delle valutazioni compiute dagli Stati membri in relazione a quelli che sono individuati quali interessi essenziali nazionali. Il rafforzamento del ruolo delle Istituzioni UE, realizzato mediante un intervento fondato sul principio di sussidiarietà rispetto ai singoli Stati membri, permetterebbe di limitare le possibili elusioni delle regole e di promuovere un'effettiva armonizzazione della disciplina europea, in un quadro volto a sostenere la sicurezza economica dell'UE.

Tale evoluzione delle Istituzioni UE pare trovare riscontro non solo nella giurisprudenza della Corte di Giustizia UE che, nell'interpretare le fonti del diritto dell'ordinamento giuridico europeo definisce limiti e criteri entro cui gli Stati membri possono esercitare poteri speciali connessi alla tutela di interessi a carattere nazionale, ma anche nelle competenze già conferite alle istituzioni europee in ambiti contigui.

In questa direzione, la valutazione preliminare condotta dalla Commissione UE nell'ambito del caso *UniCredit/BPM* rappresenta un passaggio significativo. Detta decisione, nel riconoscere le rispettive competenze della Commissione e della BCE, sembra infatti segnare un superamento delle valutazioni discrezionali – e talvolta politicamente orientate – operate a livello nazionale, delineando per tale via un nuovo modello di confronto sovranazionale, coordinato dalle istituzioni dell'Unione. Va da sé che la riforma della normativa in materia di IED potrà essere valutata solo a seguito della concreta attuazione, ma alcune considerazioni possono essere già adesso svolte.

Le modifiche al Regolamento UE 2019/452 devono essere analizzate sul piano di sistema, avuto riguardo al ruolo che le Istituzioni europee sono chiamate a svolgere nei settori strategici del diritto dell'economia. In tale contesto, il loro intervento assume un rilievo sovranazionale, potenzialmente idoneo a colmare le carenze derivanti dall'assenza di un'autentica *unità di intenti* tra gli Stati membri. Da quest'angolo visuale, tale rafforzamento del ruolo delle istituzioni europee potrebbe divenire leva di un più ampio processo di razionalizzazione dell'assetto economico-istituzionale, favorendo la definizione di un modello di *governance* che sappia coniugare efficacia ed efficienza, preservando la sicurezza e l'interesse economico comune europeo, pur senza ostacolare la competitività e l'attrattività degli investimenti esteri.

Un coordinamento più efficace dovrebbe prevedere un sistema di scambio informativo tempestivo e sicuro che preveda il coinvolgimento sinergico delle Istituzioni UE, incluse quelle di settore come la BCE, l'ESMA o l'EBA. L'integrazione delle

<sup>118</sup> Commissione UE, *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., art. 7, par. X. Si v. le modifiche approvate in prima lettura dal Parlamento UE in data 8 maggio 2025, cit., emendamenti n.ro 124 e 168.

competenze di Autorità che già dispongono di conoscenze specifiche dei mercati di riferimento, potrebbe consentire di affrontare con tempestività i rischi emergenti anche mediante l'adozione di misure preventive.

In definitiva, la riforma della disciplina europea in materia di IED rappresenta un passaggio tecnico necessario per delineare un nuovo paradigma di *governance economica* dell'UE. L'obiettivo dovrebbe essere quello di costruire un modello di coordinamento realmente integrato, fondato su una cooperazione leale e informata tra gli Stati membri e le Istituzioni europee, in grado di garantire una solida sicurezza economica e, in prospettiva, un autentico spazio economico europeo fondato sulla visione condivisa del bene pubblico europeo.