



Il controllo degli investimenti esteri nell'ordinamento dell'Unione europea: alcuni profili critici e l'opportunità di una più intensa armonizzazione

di LORENZO GROSSIO e CECILIA NOTA*

SOMMARIO: 1. Introduzione: obiettivi e ambito di indagine. – 2. L'evoluzione dell'approccio dell'Unione nella disciplina degli investimenti esteri diretti. – 2.1. Il tradizionale *favor* per l'attrazione di investimenti esteri diretti *vis-à-vis* l'attuale necessità di forme di regolazione sovranazionali. – 2.2. Un cambio di paradigma: il Regolamento (UE) 2019/452 e le sue implicazioni per i decisori nazionali. – 2.3. Verso un più intenso intervento normativo nel controllo degli investimenti esteri diretti? L'attuale proposta di riforma del Regolamento (UE) 2019/452. – 3. La possibilità di una più profonda armonizzazione: il carattere esclusivo della competenza UE in materia di politica commerciale comune a fronte degli obblighi minimi dettati dal Regolamento (UE) 2019/452. – 4. Le conseguenze dell'attuale livello di armonizzazione: un caso studio nell'ambito della sicurezza cibernetica. – 4.1. La disciplina del *golden power* nell'ordinamento italiano: gli ampi margini di discrezionalità lasciati al decisore pubblico. – 4.2. (*Segue*): un meccanismo di *screening* degli investimenti frammentario e scarsamente analitico. – 4.3. Un termine di raffronto: il meccanismo di *screening* italiano a confronto con quello francese e spagnolo. – 5. Conclusioni: la necessità di una più profonda armonizzazione e il valore aggiunto di un "modello europeo" vincolante per lo *screening* degli investimenti a livello nazionale.

1. Introduzione: obiettivi e ambito di indagine.

Nell'attuale contesto geopolitico, segnato da interdipendenze economiche sempre più profonde e da crescenti tensioni strategiche, la regolazione degli investimenti esteri diretti è

* Rispettivamente, Assegnista di ricerca in Diritto dell'Unione europea, Dipartimento di Giurisprudenza, Università degli Studi di Torino; Dottoranda di ricerca in Scienze Strategiche e Giuridiche dell'Innovazione per la Difesa e la Sicurezza, Università degli Studi di Torino e Centro Alti Studi per la Difesa. Il presente contributo costituisce lo sviluppo scientifico di una ricerca condotta nell'ambito del progetto "Mappatura degli asset tecnologici strategici per l'esercizio del *golden power*", finanziato dalla Fondazione Compagnia di San Paolo e condotto congiuntamente dalla SIOI Piemonte e Valle d'Aosta (P.I.: Prof. Alberto Oddenino, Università degli Studi di Torino) e dal Politecnico di Torino (Responsabile: Prof. Stefano Sacchi, Politecnico di Torino). L'articolo riflette esclusivamente le opinioni dell'Autrice e dell'Autore e non impegna né la Fondazione Compagnia di San Paolo, né la SIOI Piemonte e Valle d'Aosta.

Il lavoro è frutto delle riflessioni condivise di entrambi gli Autori. Tuttavia, in particolare, Lorenzo Grossio ha redatto i parr. 2.1, 3 e 4.3, mentre i parr. 2.2, 2.3, 4.1 e 4.2 vanno attribuiti a Cecilia Nota. I parr. 1 e 5 sono stati redatti congiuntamente dagli Autori.

assurta ad esigenza essenziale per la protezione degli interessi dell'Unione e dei suoi Stati membri. A fronte di tale necessità, mancava fino a pochi anni fa una disciplina sovranazionale volta a regolare le operazioni di investimento poste in essere da attori extra-UE. In assenza di armonizzazione, solamente alcuni Stati membri avevano previsto autonomi meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti votati alla tutela dei propri interessi nazionali. Tra questi va annoverato il meccanismo italiano cd. *golden power*.

Nel contesto poc'anzi tratteggiato, l'adozione del regolamento (UE) 2019/452 ha rappresentato un mutamento di paradigma, in quanto costituisce la prima cornice normativa sovranazionale in materia di controllo degli investimenti esteri diretti¹. Esso trova applicazione nei confronti degli investimenti diretti effettuati da investitori «esteri», intesi quali soggetti situati in Stati terzi. Nonostante tale innovazione, che interrompe la precedente tendenza dell'Unione a favorire l'attrazione di investimenti esteri nel mercato interno, la disciplina in materia risulta ancora parziale e lacunosa. Infatti, piuttosto che prevedere un'adeguata armonizzazione dei meccanismi nazionali di controllo degli investimenti esteri, il regolamento (UE) 2019/452 si limita ad istituire una cornice normativa generale², la quale lascia impregiudicata l'ampia discrezionalità esercitabile da parte degli Stati membri nell'attività di controllo degli investimenti esteri³.

A fronte di tale frammentazione normativa, è giocoforza osservare che la tutela della cd. «sicurezza economica» nel contesto dell'Unione europea costituisce oggi un'esigenza non solo nazionale, ma propriamente comune a tutti gli Stati membri⁴. Il potenziale pregiudizio per la sicurezza derivante dagli investimenti esteri si riverbera sul mercato interno nel suo complesso, in particolare in ragione degli stretti legami di interdipendenza tra gli Stati membri che caratterizzano le relative filiere e catene di approvvigionamento. Il rischio derivante dalla frammentazione normativa è ancor più esacerbato dall'attuale tendenza delle autorità nazionali verso l'impiego della propria discrezionalità amministrativa in materia di controllo degli investimenti esteri per il perseguimento di obiettivi attinenti alla sfera della politica – piuttosto che della sicurezza – economica. Quest'ultimo approccio, facilitato dall'assenza nel

¹ Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione, in *GUUE* L 79I, del 21 marzo 2019.

² Come peraltro espressamente chiarito dall'art. 1 del regolamento (UE) 2019/452, cit.

³ Come rilevato dalla recente relazione speciale della Corte dei conti dell'Unione europea relativa all'attuazione del regolamento (UE) 2019/452: v. Corte dei conti, *Relazione speciale 27/2023 – Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, disponibile all'indirizzo <https://www.eca.europa.eu/it/publications?ref=SR-2023-27> (consultato da ultimo il 4 gennaio 2026).

⁴ Sul punto, v. Comunicazione congiunta della Commissione e dell'Alto Rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, 20 giugno 2023, *Strategia europea per la sicurezza economica*, JOIN(2023) 20 final; Comunicazione della Commissione, del 24 gennaio 2024, *Impulso alla sicurezza economica dell'Europa: introduzione a cinque nuove iniziative*, COM(2024) 22 final; nonché, da ultimo, la Comunicazione congiunta della Commissione e dell'Alto Rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, del 3 dicembre 2025, *Rafforzare la sicurezza economica dell'UE*, JOIN(2025) 977 final. Sul tema, in dottrina, v. S. PUGLIESE, *L'evoluzione della nozione di sicurezza dell'Unione europea tra crisi sistemiche, innovazione tecnologica e tutela dei valori*, Bari, 2025, pp. 162-166; C. CELLERINO, *L'UE tra sicurezza militare e sicurezza economica: ruolo, limiti e potenzialità della disciplina UE sul controllo alle esportazioni dei beni a duplice uso*, in *Rivista Quaderni AISDUE*, 2025, p. 237 ss.; F. CASOLARI, *Supranational Security and National Security in Light of the EU Strategic Autonomy Doctrine: The EU-Member States Security Nexus Revisited*, in *European Foreign Affairs Review*, 2023, p. 323 ss.; A. LICASTRO, *Salvaguardia dell'autonomia strategica dell'Unione europea e tutela della competitività del mercato unico. La linea sottile fra golden power e antitrust*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2025, p. 609 ss.

regolamento (UE) 2019/452 di disposizioni di armonizzazione dei relativi meccanismi nazionali, è emerso con particolare evidenza dalla recente prassi italiana dell'impiego dei poteri speciali nell'ambito del meccanismo cd. *golden power*⁵.

Proprio nell'ottica di un rafforzamento della protezione del mercato interno rispetto ai potenziali rischi che derivano da investimenti esteri diretti, la Commissione ha proposto nel 2024 una riforma del regolamento (UE) 2019/452 che, al momento in cui si scrive, è in procinto di essere adottato in forma definitiva nell'ambito della procedura legislativa ordinaria a seguito dell'accordo politico raggiunto dai due co-legislatori in sede di trilogio⁶. A fronte delle attuali prospettive di evoluzione normativa, il presente contributo si interroga sull'intensità

⁵ Si veda, in particolare, la cd. vicenda Unicredit-Banco BPM. Con il DPCM 18 aprile 2025, n. 769, il governo italiano ha esercitato i poteri speciali di cui al d.l. n. 21 del 2012, riguardo all'offerta di scambio volontaria di UniCredit con oggetto la totalità delle azioni di Banco BPM S.p.A., imponendo una serie di prescrizioni. A ciò è seguito un ricorso da parte di UniCredit al TAR del Lazio, il quale si è pronunciato il 12 luglio 2025 parzialmente accogliendo il ricorso e censurando l'esercizio da parte del governo dei poteri speciali (TAR Lazio, sent. 12 luglio 2025, n. 13748). Sulla questione si è anche espressa la Commissione europea con una lettera di messa in mora ai sensi dell'art. 258 TFUE, contestando la potenziale violazione del Regolamento (UE) 1024/2013, della Direttiva 2013/36/UE, così come degli artt. 49 e 63 TFUE. A riguardo, si veda: M. M. PAGANO, *Golden power e operazioni bancarie: la sentenza del TAR Lazio sul caso UniCredit/Banco BPM*, in questa *Rivista*, 8 settembre 2025, disponibile all'indirizzo <https://rivista.eurojus.it/golden-power-e-operazioni-bancarie-la-sentenza-del-tar-lazio-sul-caso-unicredit-banco-bpm/> (consultato da ultimo il 4 gennaio 2026); L. PICOTTI, *Risiko bancario e Golden Power: l'intervento del governo su UniCredit-Banco Bpm*, in *Osservatorio Golden Power*, 1 maggio 2025, disponibile all'indirizzo <https://www.osservatoriogoldenpower.eu/risiko-bancario-e-golden-power-lintervento-del-governo-su-unicredit-banco-bpm/> (consultato da ultimo il 4 gennaio 2026); L. SCIPIONE, *Il golden power alla prova del diritto. Riflessioni alla luce della sentenza del TAR Lazio sul caso UniCredit-Banco BPM*, in *Diritto del Risparmio*, 2025, p. 1 ss. Sul tema delle implicazioni dell'esercizio dei poteri speciali tramite il meccanismo *golden power* nel settore creditizio in rapporto agli obblighi che discendono dall'ordinamento dell'Unione europea, v. M. PIGNATTI, *Golden power ed enti creditizi: le ragioni di un difficile rapporto*, Torino, 2025; D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell'Unione europea: il caso delle banche*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2021, p. 26 ss.; F. RIGANTI, *Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal governo delle banche al governo nelle banche?*, in *Banca Impresa Società*, 2022, p. 108 ss.

⁶ Al momento in cui si scrive, si sono positivamente conclusi i negoziati interistituzionali avviati nel giugno 2025 (Commissione, *Interinstitutional Talks Begin on EU's Revised FDI Screening Mechanism*, 17 giugno 2025, disponibile all'indirizzo https://policy.trade.ec.europa.eu/news/interinstitutional-talks-begin-eus-revised-fdi-screening-mechanism-2025-06-17_en (consultato da ultimo il 4 gennaio 2026)), i quali hanno portato il Parlamento, il Consiglio e la Commissione a raggiungere un accordo politico su un testo condiviso che sarà con ogni probabilità adottato in prima lettura (Consiglio, *Investimenti esteri diretti: Consiglio e Parlamento raggiungono un accordo politico per migliorare il controllo degli IED*, Comunicato stampa dell'11 dicembre 2025, disponibile all'indirizzo <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2025/12/11/foreign-direct-investment-council-and-parliament-reached-political-agreement-to-improve-fdi-screening/> (consultato da ultimo il 3 aprile 2026)). In particolare, il testo negoziato in sede di trilogio è stato adottato dalla Commissione per il commercio internazionale (INTA) del Parlamento europeo (v. Parlamento *Legislative Train Schedule – Revision of the Foreign Direct Investment (FDI) Screening Regulation*, 20 marzo 2026, disponibile all'indirizzo: <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-an-economy-that-works-for-people/file-revision-of-the-fdi-screening-regulation?sid=10101> (consultato da ultimo il 3 aprile 2026) e successivamente approvato senza modifiche dalla Plenaria del Parlamento quale propria posizione in prima lettura (v. la risoluzione legislativa del Parlamento europeo, del 19 maggio 2026, sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, COM(2024)0023 – C9-0011/2024 – 2024/0017(COD)). La posizione del Parlamento è ora all'attenzione del Consiglio per l'approvazione definitiva in prima lettura (Consiglio, *Progetto di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 (prima lettura) – Adozione dell'atto legislativo*, doc. n. 9644/26, del 29 maggio 2026).

dell'armonizzazione della disciplina in materia di controllo degli investimenti esteri diretti prevista dal regolamento (UE) 2019/452 e prospettata dalla relativa proposta di riforma.

In tale prospettiva, la diffusione dei meccanismi di controllo sugli investimenti esteri diretti, ormai adottati dalla quasi totalità degli ordinamenti degli Stati membri per tutelare i propri asset strategici, evidenzia la dimensione sovranazionale dell'istituto, giustificando l'opportunità di un'analisi comparata tra ordinamenti nazionali – quali quello italiano, francese e spagnolo – al fine di valutare differenze, convergenze e possibili traiettorie evolutive in una prospettiva coerente con il diritto dell'Unione. Pertanto, sul piano metodologico, la presente indagine coniuga l'analisi analitico-dogmatica, tesa a ricostruire in chiave sistematica il quadro giuridico sovranazionale, con un approccio comparatistico fondato sullo studio delle discipline e prassi operative nazionali che si sono sviluppate nell'alveo del quadro definito dal regolamento. L'analisi comparatistica è tesa a individuare potenziali esempi positivi nell'esercizio dello *screening* e controllo degli investimenti esteri diretti, tali indicare – a fronte della proposta di regolamento oggi in discussione – la direzione per ulteriori forme di armonizzazione.

La struttura del lavoro riflette l'impostazione appena descritta. In primo luogo, esso offre una ricostruzione analitico-dogmatica del quadro giuridico sovranazionale e dell'evoluzione che lo ha caratterizzato (2). Tale analisi è preliminare ad una riflessione rispetto sia all'inadeguatezza del livello di armonizzazione che caratterizza il regolamento (UE) 2019/452 in rapporto alla nuova proposta oggi in discussione, sia all'ampiezza dei poteri che i Trattati conferiscono all'Unione nella regolazione degli investimenti esteri diretti (3). Una volta accertata la possibilità sul piano del diritto primario dell'Unione europea di una più intensa armonizzazione, l'articolo dimostra l'opportunità di una simile evoluzione normativa a livello sovranazionale attraverso una comparazione tra lo stato dell'arte che caratterizza i meccanismi di *screening* italiano, francese e spagnolo, prendendo in esame la prassi da essi sviluppata nell'ambito della sicurezza cibernetica (4). Tale comparazione è volta a mettere in luce le conseguenze pregiudizievoli dell'attuale (scarso) livello di armonizzazione e trarre indicazioni utili alla definizione di un possibile modello europeo più efficace. L'ultima sezione del contributo delinea le conclusioni dell'indagine proposta (5).

2. L'evoluzione dell'approccio dell'Unione nella disciplina degli investimenti esteri diretti.

2.1. Il tradizionale *favor* per l'attrazione di investimenti esteri diretti *vis-à-vis* l'attuale necessità di forme di regolazione sovranazionali.

La regolazione degli investimenti esteri diretti costituisce ambito di interesse sia per la disciplina nazionale, sia per l'ordinamento dell'Unione. Tuttavia, i due livelli normativi si sono caratterizzati tradizionalmente per approcci divergenti alla materia. Da un lato, gli ordinamenti di numerosi Stati membri da tempo approntano strumenti giuridici volti a tutelare gli asset strategici da eventuali influenze straniere veicolate attraverso operazioni di investimento⁷. Dall'altro lato, sul piano dell'ordinamento dell'Unione, gli investimenti esteri diretti

⁷ Sul rapporto che sussiste tra protezione degli asset strategici nazionali ed esercizio della competenza esclusiva degli Stati membri in materia di tutela della «sicurezza nazionale», v. O. BALSAMO, *Sicurezza nazionale e controllo degli investimenti esteri diretti: il ruolo dell'art. 4, par. 2, TUE*, in *Unione europea e diritti*, 2026, p. 19 ss.

costituiscono uno strumento di particolare rilevanza per la sicurezza economica⁸ e il funzionamento del mercato interno dell'Unione⁹.

Nella dimensione interna dell'ordinamento dell'Unione, gli investimenti esteri diretti rilevano per l'ambito di applicazione della libera circolazione dei capitali, garantita dall'art. 63 TFUE, la quale impone l'eliminazione di ogni restrizione ai movimenti di capitali e ai pagamenti tra gli Stati membri e tra questi ultimi e gli Stati terzi. Come noto, ogni libertà fondamentale del mercato interno non è assoluta, in quanto sono possibili legittime limitazioni al loro godimento ai sensi della normativa nazionale, purché nei limiti delle condizioni stabilite dai Trattati – segnatamente, nell'ambito della libera circolazione dei capitali, dall'art. 65 TFUE. Tra queste rientrano, per le misure distintamente applicabili ai movimenti di capitale extra-UE, le limitazioni motivate dalla tutela dell'«ordine pubblico» e della «pubblica sicurezza», legittime nella misura in cui proporzionate al perseguimento di tali obiettivi. È in tale cornice di diritto primario che si inscrivono i meccanismi nazionali di controllo degli investimenti esteri diretti a tutela degli asset strategici. In quanto strumenti che implicano una limitazione ai movimenti di capitale, la verifica della loro compatibilità con la disciplina del mercato interno risiede nel necessario bilanciamento tra l'interesse sovranazionale e gli interessi nazionali attinenti alla tutela della sicurezza – intesa in senso ampio – degli Stati membri¹⁰. In tale quadro, sono invece di natura distinta le deroghe motivate da esigenze di «sicurezza nazionale» o di «difesa» di cui all'art. 346 TFUE, in quanto riconducibili a un più ristretto concetto di sicurezza intesa quale “sicurezza militare esterna”, volta a tutelare l'integrità territoriale, gli interessi strategici e l'indipendenza politica di uno Stato¹¹. Nell'ambito in esame, tali deroghe possono senz'altro operare congiuntamente con riferimento a distinti aspetti dei meccanismi nazionali di controllo degli investimenti esteri diretti. Guardando al *golden power* italiano, l'esercizio dei poteri speciali nel settore della difesa e della sicurezza nazionale è connesso ai presupposti di cui all'art. 346 TFUE, mentre la legittimità di quelli riferiti ai c.d. settori delle *public utilities* deve essere ricondotta alle finalità relative alla tutela dell'«ordine pubblico» e della «pubblica sicurezza» previste per le libertà fondamentali del mercato interno.

Sul piano esterno, la disciplina degli investimenti esteri diretti rientra nella competenza esclusiva dell'Unione in materia di politica commerciale comune, ai sensi dell'art. 207 TFUE. Nell'esercizio di tale competenza, in linea con la libertà che caratterizza in via di principio la loro circolazione intra-UE, l'Unione ha tradizionalmente manifestato un atteggiamento favorevole rispetto all'attrazione di tali investimenti extra-UE, in quanto catalizzatori di crescita economica e occupazionale, così come per l'apporto di risorse finanziarie vitali per il sostegno

⁸ V. nota n. 4 *supra*.

⁹ Sul punto, v. A. ALÌ, *The Intersection of EU and its Member States' Security in Light of the Foreign Direct Investments Screening Regulation*, in *La Comunità Internazionale*, 2020, pp. 439 ss.; D. GALLO, *Investimenti esteri diretti e golden power*, oggi, in *Unione europea e diritti*, 2025, p. 615 ss.

¹⁰ Sul punto, v. G. D'AGNONE, *Il regolamento 2019/452 che istituisce un quadro per lo screening degli investimenti esteri diretti: uno strumento in evoluzione*, in *Rivista Quaderni AISDUE*, 2025, p. 261 ss., in particolare p. 276;

¹¹ Sulla distinzione tra tale concetto, di matrice nazionale, e la sicurezza economica dell'Unione, v. D. GALLO, *Investimenti esteri diretti e golden power*, oggi, cit., p. 10. Sulla rilevanza dell'art. 346 TFUE, più in generale, v. P. KOUTRAKOS, *Public Security Exceptions and EU Free Movement Law*, in P. KOUTRAKOS, N. SHUIBNE, P. SYPRIS (eds), *Exceptions from EU Free Movement Law: Derogation, Justification, and Proportionality*, Oxford, 2016, p. 190 ss.

dei progetti e dei programmi dell'Unione¹². Tuttavia, gli avvenimenti che hanno caratterizzato lo scenario globale in anni recenti hanno suscitato crescenti preoccupazioni sulle implicazioni strategiche associate al fenomeno degli investimenti esteri diretti¹³. L'acquisizione, sia parziale sia totale, di infrastrutture e asset nazionali da parte di soggetti extra-UE e le implicazioni di tali operazioni per la sicurezza dell'Unione nel suo complesso hanno messo in luce la necessità che la regolazione degli investimenti esteri diretti costituisca ambito d'azione non solo della sfera nazionale, ma anche di quella sovranazionale. Nonostante un buon numero di Stati membri già disponesse di un proprio meccanismo di *screening* degli investimenti esteri, l'assenza di un quadro normativo sovranazionale costituiva una significativa debolezza per l'Unione nel suo complesso¹⁴. Tale circostanza è stata resa particolarmente evidente dai recenti avvenimenti che hanno interessato lo scenario internazionale e posto in dubbio la capacità dell'Unione di porsi come attore sul piano globale. In particolare, la pandemia di Covid-19¹⁵ e la crisi energetica conseguente all'invasione russa dell'Ucraina hanno evidenziato la necessità di una risposta comune a esigenze di approvvigionamento mutevoli che pongono sfide cruciali per la sicurezza nazionale degli Stati membri¹⁶. Se la nozione classica di 'sicurezza', a cui si ispirano tradizionalmente i meccanismi nazionali di controllo degli investimenti esteri, riguarda principalmente la protezione contro minacce all'integrità dello Stato¹⁷, col tempo essa si è evoluta fino a includere un novero di minacce ben più ampio, tanto da coinvolgere anche quelle di natura economica¹⁸. In particolare, l'elevato grado di integrazione e interdipendenza che caratterizza il mercato interno e le catene di approvvigionamento nazionali in settori critici¹⁹ ha

¹² Comunicazione della Commissione, del 13 settembre 2017, *Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando nel contempo gli interessi fondamentali*, COM(2017) 494 final. Sul tema, si vedano i contributi pubblicati in: G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2020.

¹³ A. BUSSY, H. ZHENG, *Responses of FDI to Geopolitical Risks: The Role of Governance, Information, and Technology*, in *International Business Review*, 2023, p. 1 ss.

¹⁴ S. ROBERT, *Foreign Investment Control Procedures as a Tool for Enforcing EU Strategic Autonomy*, in *European Papers*, 2023, p. 517 ss.

¹⁵ Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo (UNCTAD), *Investment policy responses to the Covid-19 pandemic*, in *Investment Policy Monitor*, 2020, p. 4.

¹⁶ Si pensi, *inter alia*, alle difficoltà di approvvigionamento delle materie prime critiche e alla recente risposta dell'Unione europea tramite il Regolamento (UE) 2024/1252 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 aprile 2024, che istituisce un quadro atto a garantire un approvvigionamento sicuro e sostenibile di materie prime critiche e che modifica i regolamenti (UE) n. 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1724 e (UE) 2019/1020, in *GUUE* L 2024/1252, del 3 maggio 2024. In tal senso, si veda: C. NOTA, *The Critical Raw Materials Act and Strategic Partnerships: a Sound Foundation for an Enhanced Geopolitical Role of the European Union?*, in N. IDRIZ, E. KASSOTI, J. LARIK (eds), *The Legal Implications of the EU's Geopolitical Awakening*, The Hague, 2025, p. 95 ss.

¹⁷ Sul concetto tradizionale di «sicurezza», *ex multis*, v. D. A. BALDWIN, *The Concept of Security*, in *Review of International Studies*, 1997, p. 5 ss.

¹⁸ J. MA, *International Investment and National Security Review*, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2019, p. 899 ss.; R. NEWNHAM, *Oil, Carrots, and Sticks: Russia's Energy Resources as a Foreign Policy Tool*, in *Journal of Eurasian Studies*, 2011, p. 134 ss.; L. LONARDO, *EU Law Against Hybrid Threats: A First Assessment*, in *European Papers*, 2021, p. 1075 ss.

¹⁹ Come messo in luce, tra gli altri, dal cd. "Rapporto Letta" sul futuro del mercato interno dell'Unione: E. LETTA, *Much more than a Market. Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, Aprile 2024, disponibile all'indirizzo <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf> (consultato da ultimo il 1° aprile 2026), p. 95. Sul punto v. anche *Intervista a Enrico Letta: "Speed, security and solidarity. Così l'Unione europea potrà affrontare le sfide future"*, in *Unione europea e diritti*, 2025, p. 161 ss.

messo in luce la necessità di individuare e mitigare possibili rischi di natura sistemica e transnazionale che tali circostanze pongono per la sicurezza o per l'ordine pubblico.

Del resto, la capacità di far fronte a tali esigenze in modo comune costituisce uno degli elementi centrali dell'autonomia strategica, obiettivo che caratterizza in modo preminente l'azione dell'Unione negli ultimi anni²⁰. Tale concetto si sostanzia nella capacità dell'Unione di agire sulla scena internazionale in modo autonomo, coerente e credibile, senza dipendere da attori esterni per la difesa dei propri interessi essenziali e dei propri valori, pur mantenendo una vocazione al multilateralismo e all'apertura economica²¹. L'allargamento del concetto di "sicurezza" si pone, da un lato, in piena sintonia con l'attuale enfasi posta dal dibattito politico-istituzionale sul rafforzamento dell'autonomia strategica dell'Unione; dall'altro lato, tale fenomeno comporta quale conseguenza l'inclusione nell'ambito dell'autonomia strategica di settori non strettamente correlati al settore difesa e, conseguentemente, l'ampliamento del novero dei settori qualificati come strategici in virtù della loro preminenza per l'economia, il benessere sociale e l'adempimento delle funzioni governative essenziali²². Si tratta, beninteso, di settori oggi strettamente correlati, in quanto fenomeni quali la globalizzazione e il progresso tecnologico hanno generato una forte interdipendenza tra difesa, settore digitale, infrastrutture strategiche, energia, trasporti, medicina e prodotti farmaceutici, e alimenti.

Tale stretta relazione tra settori manifesta profondi elementi di vulnerabilità, in quanto potenziali minacce rivolte a un asset strategico sono suscettibili di riverberare i propri effetti sull'intero sistema. Il fenomeno, talvolta definito come «weaponised interdependence»²³, caratterizza oggi tutti gli Stati membri dell'Unione – nonché l'Unione nel suo complesso – richiedendo così soluzioni nuove e comuni.

La necessità di una regolazione sovranazionale degli investimenti esteri diretti si inserisce proprio in tale più ampio contesto. Nonostante i notevoli benefici sul piano economico derivanti da tali forme di investimento, un'incontrollata permeabilità dell'Unione da parte di tali capitali potrebbe esporre gli Stati membri a minacce nei settori strategici. Alla luce della stretta interdipendenza che caratterizza oggi tali settori e le relative catene di approvvigionamento, tali minacce si riverberano su tutti gli Stati membri, determinando così un indebolimento dell'Unione nel suo complesso e nella sua proiezione internazionale.

²⁰ Sul punto, *ex multis*, v. C. BEAUCILLON, *Strategic Autonomy: A New Identity for the EU as a Global Actor*, in *European Papers*, 2023, p. 417 ss.; S. ROBERT, *Foreign Investment Control Procedures as a Tool to Enforce EU Strategic Autonomy*, in *European Papers*, 2023, p. 513 ss.

²¹ *Ex multis*, v. N. TOCCI, *European Strategic Autonomy: What It Is, Why We Need It, How to Achieve It*, IAI, 2021, disponibile all'indirizzo: <https://www.iai.it/sites/default/files/9788893681780.pdf> (consultato da ultimo il 1 aprile 2026); F. CASOLARI, *Supranational Security and National Security in Light of the Strategic Autonomy Doctrine*, in *European Foreign Affairs Review*, 2023, p. 323 ss.; G. PEROTTO, *The Legal Framework of the EU Defence Industry and the Pursuit of Strategic Autonomy*, in *European Papers*, 2023, p. 475 ss.

²² Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo (UNCTAD), *Investment policy responses to the Covid-19 pandemic*, Investment Policy Monitor, May 2020, p. 4.

²³ Circa la nozione di «*weaponised interdependence*» si veda: H. FARRELL, A. L. NEWMAN, *Weaponized Interdependence: How Global Economic Networks Shape State Coercion*, in *International Security*, 2019, p. 42 ss.; F. NICOLAS, *The Risk of Weaponized Interdependence and the Benefit of a Cooperative Approach*, ISPI, 12 marzo 2022, disponibile all'indirizzo: <https://www.ispionline.it/en/publication/risk-weaponized-interdependence-and-benefit-cooperative-approach-34183> (consultato da ultimo il 1° aprile 2026). Circa i rischi posti da tale fenomeno nei confronti dell'Unione europea: J. BORRELL, *Why European Strategic Autonomy Matters*, 3 dicembre 2020, disponibile all'indirizzo https://www.eeas.europa.eu/eeas/why-european-strategic-autonomy-matters_en (consultato da ultimo il 1° aprile 2026).

A fronte della precedente assenza di meccanismi sovranazionali di controllo degli investimenti esteri diretti in un quadro geopolitico sempre più deteriorato, alcuni Stati membri hanno sollecitato un’iniziativa regolatoria a livello di Unione. In particolare, gli Stati più esposti alle strategie potenzialmente ostili di alcuni investitori stranieri – tra cui l’Italia e la Francia – si sono adoperati affinché l’Unione agisse per garantire una migliore protezione degli asset europei dalle acquisizioni straniere²⁴.

2.2. Un cambio di paradigma: il Regolamento (UE) 2019/452 e le sue implicazioni per i decisori nazionali.

Il legislatore sovranazionale ha risposto a tali esigenze attraverso l’adozione del regolamento (UE) 2019/452, il quale rappresenta un vero e proprio cambio di paradigma²⁵. Esso, infatti, costituisce il punto di rottura definitiva della tradizionale divaricazione normativa tra la limitazione degli investimenti esteri diretti, finalità in precedenza perseguita esclusivamente dalla disciplina nazionale, e il piano sovranazionale, tradizionalmente volto a creare un contesto favorevole all’attrazione degli investimenti esteri diretti. L’istituzione di un quadro normativo di diritto dell’Unione in materia fa assurgere al livello sovranazionale la tutela di interessi strategici nel quadro della regolazione degli investimenti esteri. Di conseguenza, la contrapposizione tra l’attrazione degli investimenti esteri diretti per la sicurezza economica dell’Unione e la loro limitazione per la tutela di interessi strategici non si esaurisce più nella distinzione tra il piano sovranazionale e quello nazionale. A seguito dell’adozione del regolamento (UE) 2019/452, tale contrapposizione si inserisce pienamente

²⁴ Già nel 2017, Francia, Germania e Italia esprimevano alla Commissione europea la necessità di un ripensamento del quadro normativo sovranazionale in materia di investimenti esteri diretti: Y. LE GUERNIGOU, L. THOMAS, *France, Germany, Italy Urge Rethink of Foreign Investment in EU*, in *Reuters*, 14 febbraio 2017, disponibile all’indirizzo: <https://www.reuters.com/article/idUSKBN15T1NC/> (consultato da ultimo il 1 aprile 2026). Si tratta, del resto, di una tendenza non circoscritta alla sola Unione, in quanto il rafforzamento dei meccanismi di *screening* degli investimenti esteri caratterizza in tempi recenti un numero considerevole di Paesi in tutto il mondo; si veda: L. BENCIVELLI, V. FAUBERT, F. LE GALLO, P. NÉGRIN, *The Rise of Foreign Investment Screening in Advanced Economies*, in *Centre for Economic Policy Research*, 16 novembre 2023, disponibile all’indirizzo: <https://cepr.org/voxeu/columns/rise-foreign-investment-screening-advanced-economies> (consultato da ultimo il 1° aprile 2026).

²⁵ Sulle implicazioni e conseguenze sul piano normativo dell’introduzione della disciplina di cui al regolamento, *ex multis*, v. D. GALLO, *Sovranità (europea?) e controllo degli investimenti esteri*, in *Quaderni di AISDUE*, 2022, pp. 194 ss.; A. MOBERG, S. HINDELANG, *The Art of Casting Political Dissent in Law: The EU’s Framework for the Screening of Foreign Direct Investment*, in *Common Market Law Review*, 2020, p. 1427 ss.; C. PETTINATO, *The New EU Regulation on Foreign Direct Investment Screening: Rationale and Main Elements*, in G. NAPOLITANO (eds), *Foreign Direct Investment screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2020, p. 57 ss.; M. RESCIGNO, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell’Europa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2020, p. 847 ss.; G. SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2020, p. 569 ss.; E. GRANDE, *Il regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti (IDE) e il meccanismo di cooperazione*, in R. CHIEPPA, C.D. PIRO, R. TUCCILLO (eds), *Golden Power*, 2023, p. 287 ss.; T. VERELLEN, *When Integration by Stealth Meets Public Security: The EU Foreign Direct Investment Screening Regulation*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2021, p. 19 ss.; M. CREMONA, *Regulating FDI in the EU Legal Framework*, in J. H. J. BOURGEOIS (eds), *EU Framework for Foreign Direct Investment Control*, The Hague, 2020, p. 31 ss.; S. VELLUCCI, *The New Regulation on the Screening of FDI: The Quest for a Balance to Protect EU’s Essential Interests*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2019, p. 123 ss.; S. HINDELANG, A. MOBERG, *The Art of Casting Political Dissent in Law: The EU’s Framework for the Screening of Foreign Direct Investment*, in *Common Market Law Review*, 2020, p. 1427 ss.

nel livello normativo dell'Unione europea. Quale parte integrante di una più ampia strategia volta a rafforzare la proiezione internazionale dell'Unione²⁶, il regolamento costituisce un esercizio di bilanciamento tra la tradizionale apertura dell'Unione agli investimenti esteri e la predisposizione di adeguati strumenti di controllo, specialmente in settori strategici²⁷.

Beninteso, il regolamento (UE) 2019/452 non sostituisce i preesistenti meccanismi nazionali di *screening*²⁸, e nemmeno detta disposizioni di armonizzazione caratterizzate da una particolare intensità²⁹. Al contrario, come suggerisce il titolo stesso del Regolamento, quest'ultimo istituisce un "quadro" per il controllo degli investimenti esteri diretti, volto a rafforzare l'azione degli Stati membri perseguendo tre obiettivi principali.

In primo luogo, esso incoraggia gli Stati membri che ancora non disponevano di un meccanismo di controllo degli investimenti esteri ad istituirne uno a norma della disciplina nazionale. Tuttavia, va sottolineato come il regolamento vigente ad oggi non preveda un obbligo in tal senso. Infatti, l'art. 3, par. 1, si limita a prevedere che «gli Stati membri *possono* mantenere, modificare o adottare meccanismi per controllare gli investimenti esteri diretti nel loro territorio» (corsivo degli autori). In secondo luogo, il regolamento prevede alcune disposizioni volte a rafforzare la trasparenza e la prevedibilità delle procedure di regolazione già esistenti a livello nazionale. Infine, la disciplina UE in esame istituisce un meccanismo di cooperazione tra le autorità nazionali preposte a tale controllo e la Commissione europea. Tale meccanismo garantisce sia uno scambio costante di informazioni, sia la possibilità per gli Stati membri e la Commissione di presentare osservazioni sui possibili impatti sulla sicurezza e l'ordine pubblico degli investimenti sottoposti a controlli da parte di altri Stati membri o che coinvolgono asset in più Stati membri o ancora incida negativamente su progetti e programmi di interesse per l'UE.

Nel perseguimento di tali obiettivi, l'azione dell'Unione si caratterizza per uno spettro piuttosto ampio. Infatti, l'art. 2, par. 1, del regolamento chiarisce che rientra nell'ambito di applicazione della disciplina gli investimenti qualificabili come «diretti», ossia quelli intesi «a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica»³⁰. Al contempo,

²⁶ Sul punto, v. S. ROBERT, *Foreign Investment Control Procedures as a Tool for Enforcing EU Strategic Autonomy*, in *European Papers*, 2023, p. 515.

²⁷ Comunicazione della Commissione, del 26 marzo 2020, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento (UE) 2019/452 (regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti)*, in *GUUE* 2020/C 99 I/01, del 26 marzo 2020.

²⁸ Del resto, come il regolamento stesso chiarisce al considerando n. 7, esso «non pregiudica la responsabilità esclusiva degli Stati membri per quanto riguarda la tutela della loro sicurezza nazionale, in conformità dell'articolo 4, paragrafo 2, TUE, così come non pregiudica la tutela degli interessi essenziali della sicurezza degli Stati membri conformemente all'articolo 346 TFUE».

²⁹ Sul punto si veda: G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2019, p. 2 ss.; J. SNELL, *EU Foreign Direct Investment Screening: Europe qui protegee?*, in *European Law Review*, 2019, p. 137 ss.

³⁰ Al contrario, il considerando n. 9 precisa che il regolamento non trova applicazione nei confronti degli investimenti di portafoglio, ossia quelli di natura meramente finanziaria in assenza di un legame durevole e diretto tra l'investitore e il target dell'operazione in termini di controllo e partecipazione effettiva alla sua gestione. Tale distinzione tra le due categorie di investimenti è ben radicata nella giurisprudenza della Corte di giustizia relativa

rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento esclusivamente quegli investimenti realizzati da persone fisiche o giuridiche localizzate in Stati terzi³¹. Restano dunque escluse le operazioni poste in essere da soggetti intra-UE.

Con riguardo all'esercizio della potestà di controllo a livello nazionale, è interessante notare come il regolamento indichi alcuni fattori discriminanti che gli Stati membri possono tenere in considerazione per valutare la sussistenza di un pregiudizio per la sicurezza o l'ordine pubblico tale da giustificare l'adozione di misure di controllo. Simili disposizioni realizzano un'armonizzazione minima dei fattori attraverso i quali i decisori nazionali sono chiamati ad analizzare il carattere strategico di un determinato asset oggetto di investimento estero, nonché l'incidenza di quest'ultimo sugli interessi oggetto di tutela. Seppur il regolamento qualifichi formalmente tali fattori come indicatori dell'incidenza degli investimenti esteri sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, tali criteri costituiscono *de facto* discriminanti di natura qualitativa utili ad abbozzare un primo perimetro degli asset strategici che necessitano di tutela. Infatti, i fattori discriminanti in esame concernono, oltre alle le qualità soggettive dell'investitore, la natura dell'investimento e dell'asset nazionale coinvolto. In particolare, l'art. 4, par. 1, del regolamento pone particolare enfasi sulla potenziale incidenza dell'investimento su alcuni settori-chiave. Tra questi figurano, in primo luogo, le infrastrutture critiche, sia fisiche che virtuali, attinenti ai settori dell'energia, dei trasporti, dell'acqua, della salute, delle comunicazioni, dei media, del trattamento o dell'archiviazione di dati, così come le infrastrutture aerospaziali, della difesa, elettorali o finanziarie. Nella medesima prospettiva, la disposizione in esame richiama gli Stati membri ad attenzionare gli investimenti esteri che coinvolgono tecnologie critiche, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori e la sicurezza cibernetica, le tecnologie di stoccaggio dell'energia, la tecnologia quantistica e nucleare, le nanotecnologie e le biotecnologie, così come i prodotti a duplice uso, tra cui figurano in modo preminente le tecnologie aerospaziali. Del resto, è ben noto come gli investimenti in questi settori possano avere implicazioni significative per la sicurezza nazionale e la competitività. In terzo luogo, l'art. 4 del regolamento indica quale ambito strategico la sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, quali l'energia, le materie prime e la sicurezza alimentare, nonché gli strumenti e le infrastrutture che garantiscono l'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali. Infine, la libertà e il pluralismo dei media costituisce l'ultimo settore oggetto di attenzione da parte del regolamento (UE) 2019/452, in quanto tali mezzi costituiscono asset chiave per la stabilità democratica. Pertanto, gli investimenti esteri diretti che potrebbero minacciare la libertà di stampa e l'indipendenza dei media sono sottoposti a particolare attenzione nel quadro definito dal regolamento.

alle partecipazioni idonee a consentire un'influenza effettiva sulla società rispetto a quelle detenute a fini meramente finanziari. Si veda, *ex multis*, Corte giust., 12 dicembre 2006, causa C-446/04, *Test Claimants in the FII Group Litigation*, ECLI:EU:C:2006:774.

³¹ Art. 2, par. 2, regolamento (UE) 2019/452, cit.

2.3. Verso un più intenso intervento normativo nel controllo degli investimenti esteri diretti? L'attuale proposta di riforma del regolamento (UE) 2019/452.

In una recente relazione, la Corte dei Conti dell'Unione europea ha evidenziato una serie di criticità rilevanti nell'attuazione del regolamento (UE) 2019/452³². Pur riconoscendo che il quadro europeo ha rafforzato la cooperazione tra gli Stati membri, la Corte sottolinea che persistono limiti strutturali che ne riducono l'efficacia complessiva del sistema in esame³³. Tra le principali, si segnalano la persistente eterogeneità dei meccanismi di *screening* nazionali dovuta allo scarso livello di armonizzazione previsto dal regolamento³⁴, così come un livello ancora insufficiente di cooperazione tra gli Stati membri e la Commissione, specialmente in relazione alla frammentarietà che caratterizza l'acquisizione e la condivisione delle informazioni rilevanti³⁵. Inoltre, la Corte dei Conti ha rilevato come l'attuale disciplina manchi di strumenti efficaci per garantire che gli investimenti in oggetto non eludano il controllo a causa di differenze procedurali tra ordinamenti nazionali³⁶.

Le criticità evidenziate dalla Corte dei Conti hanno contribuito a stimolare la Commissione a presentare nel 2024 una proposta di regolamento intesa ad abrogare e sostituire la disciplina vigente³⁷. Tale proposta nasce in un contesto di crescenti tensioni geopolitiche e rapide trasformazioni tecnologiche, le quali sollecitano una maggiore attenzione alla protezione della sicurezza economica dell'Unione nel suo complesso. Il perseguimento di quest'ultima finalità richiede un approccio regolativo integrato, capace di assicurare un adeguato livello di protezione degli asset strategici e, al contempo, di superare le criticità connesse all'utilizzo distorto dei meccanismi nazionali di controllo per il perseguimento di «motivi di natura puramente economica, connessi alla promozione dell'economia nazionale e al buon funzionamento di quest'ultima»³⁸.

³² Corte dei conti, relazione speciale 27/2023, del 6 dicembre 2023, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE – Il quadro è stato istituito, ma i suoi notevoli limiti impediscono una gestione efficace dei rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico*, disponibile all'indirizzo: <https://www.eca.europa.eu/it/publications?ref=SR-2023-27> (consultato da ultimo il 1° aprile 2026).

³³ *Ivi*, pp. 24-29.

³⁴ *Ivi*, pp. 20 e 33-35.

³⁵ *Ivi*, pp. 36-40.

³⁶ La Corte ha infatti rilevato che, pur essendo in teoria gli strumenti operativi e le risorse adeguati a sostenere l'attuazione del meccanismo di cooperazione, le relazioni della Commissione non sono sufficientemente incentrate né sui rischi individuati né sugli approcci comuni per prevenirli (*Ivi*, pp. 51-57).

³⁷ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, COM(2024) 23 def. Sul tema, in particolare per ciò che concerne il rispetto del principio di sussidiarietà, si segnala: D. GALLO, *La recente proposta della Commissione sul controllo degli investimenti esteri diretti, il principio di sussidiarietà e il Parlamento italiano*, in questa *Rivista*, 2024, p. 148 ss.

³⁸ Sul punto, v. Corte giust., 13 luglio 2023, causa C-106/22, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*, ECLI:EU:C:2023:568, punti 64-66, che ha confermato i limiti imposti dal diritto dell'Unione all'autonomia degli Stati membri nel controllo degli investimenti esteri diretti anche in settori strategici, come illustrato da E. TINTI, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti al vaglio della Corte: giudici liberisti, Avvocato generale protezionista?*, in *Quaderni di AISDUE*, 2023, pp. 351-359; v. anche Corte giust., 27 febbraio 2019, causa C-563/17, *Associação Peço a Palavra e a.*, ECLI:EU:C:2019:244, punto 70; 21 dicembre 2016, causa C-201/15, *AGET Iraklis*, ECLI:EU:C:2016:972, punto 72. Sulle implicazioni della recente giurisprudenza della Corte di giustizia per l'evoluzione della disciplina sovranazionale in materia di controllo degli investimenti esteri diretti, v. M. MEROLA, A. G. NAVAS, *Gli investimenti esteri diretti nel Regolamento eurounitario: la posizione della Corte di giustizia e la proposta di modifica del Regolamento*, in questa *Rivista*, 2024, p. 197 ss.

Tra le principali novità, si segnala come la proposta intenda estendere l'applicazione del Regolamento anche a quegli investitori che, seppur costituiti all'interno dell'Unione, sono oggetto di controllo da parte di soggetti di Paesi terzi³⁹. Questa categoria di investitori, precedentemente non ricompresa nell'ambito di applicazione della disciplina UE, dovrebbe in futuro essere soggetta a specifici obblighi di notifica e controllo, riflettendo l'importanza crescente di monitorare ogni tipo di ingresso di capitali stranieri che potrebbe avere un impatto sulle risorse e tecnologie strategiche dell'Unione. Ma non si tratta dell'unica novità che risponde a tale linea evolutiva. Infatti, la proposta prevede altresì di includere nell'ambito di applicazione del regolamento gli investimenti cd. *greenfield*, ovvero quelli che vedono un investitore localizzato in uno Stato terzo creare nuovi stabilimenti secondari o avviare nuove imprese all'interno del territorio dell'Unione⁴⁰.

La proposta si caratterizza altresì per un'armonizzazione più intensa rispetto alla disciplina vigente. In primo luogo, il nuovo regolamento dovrebbe prevedere un obbligo in capo a ciascuno Stato membro di dotarsi di un meccanismo di controllo degli investimenti esteri diretti⁴¹. In secondo luogo, essa stabilisce altresì alcuni requisiti minimi che i meccanismi di *screening* degli investimenti esteri di ogni Stato membro sono tenuti a rispettare. Secondo quanto previsto dal considerando n. 21 del testo di regolamento oggi in fase di adozione, l'impianto della futura disciplina sovranazionale in materia di controllo degli IED dovrebbe basarsi su un approccio *risk-based*, il quale comporta obblighi incrementali al crescere del livello di rischio per la sicurezza o l'ordine pubblico. È interessante notare come, nell'economia della proposta di regolamento, questi ultimi concetti vengano a più riprese parametrati non tanto alla dimensione nazionale – com'è invece consueto nell'ambito della disciplina delle deroghe all'esercizio delle libertà fondamentali UE – quanto piuttosto all'Unione nel suo complesso. Infatti, il considerando n. 20 disvela una distinzione tra i casi in cui il rischio derivante dall'investimento è di natura transnazionale, tale da «incidere negativamente sulla sicurezza o sull'ordine pubblico *nell'Unione*» (corsivo degli autori), e i casi in cui gli Stati membri ritengano che altre forme di investimento colpiscano negativamente *asset* e catene di approvvigionamento «che lo Stato membro interessato consideri essenziali per la *propria* sicurezza o il *proprio* ordine pubblico» (corsivo degli autori). È alla prima categoria di casi che trovano applicazione gli obblighi più stringenti di *screening*. In particolare, la disciplina dei meccanismi nazionali di controllo dovrebbe prevedere un obbligo di autorizzazione preventiva – e dunque, a priori, anche di previa notifica al decisore pubblico – per ogni operazione di investimento estero il cui soggetto *target* eserciti attività nei settori critici definiti dall'art. 4, par. 4. Tra questi ultimi, si segnalano i prodotti a duplice uso soggetti a controlli sulle esportazioni, i semiconduttori, le materie prime critiche, i trasporti, l'energia, nonché i servizi di pagamento.

³⁹ Infatti, come previsto dall'art. 2, par. 1, lett. a), del testo di regolamento concordato in sede di trilaterale, il concetto di «investimento estero diretto» a cui la disciplina trova applicazione è definito come un'operazione «carried out either by a foreign investor itself or through a foreign investor's subsidiary in the Union» (corsivo degli autori).

⁴⁰ Considerando n. 17 della Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, cit.

⁴¹ *Ivi*, art. 3, par. 1.

Qualora, invece, l'investimento non sia soggetto all'obbligo di notifica e di autorizzazione, la riforma introduce un meccanismo di controllo *post-closing*. Gli Stati membri sarebbero, infatti, obbligati a prevedere la possibilità per il decisore di intervenire in un periodo di tempo compreso tra 15 mesi e 5 anni dopo il completamento di un'operazione, qualora emerga che essa possa pregiudicare la sicurezza o l'ordine pubblico⁴². Questo potere, denominato *call-in* nella prassi⁴³, introduce un ulteriore strumento di controllo che mira a garantire che anche le operazioni non soggette inizialmente a notifica possano essere riesaminate alla luce di nuove informazioni o rischi emersi successivamente.

La riforma prevede altresì un rafforzamento del coordinamento tra Stati membri nelle operazioni che coinvolgono più Stati membri UE ed un rafforzamento del ruolo della Commissione. In particolare, la proposta introduce una più chiara individuazione dei casi in cui può essere attivato il meccanismo di cooperazione sovranazionale⁴⁴, con l'obiettivo di concentrare le risorse su quelle operazioni che presentano un effettivo rischio comune per la sicurezza e l'ordine pubblico. Questa misura si inserisce in una strategia più ampia volta a rendere più efficiente il controllo degli investimenti esteri diretti, bilanciando la necessità di proteggere gli interessi strategici dell'UE con quella di mantenere l'Unione aperta agli investimenti stessi⁴⁵. La necessità di notifiche simultanee e di un allineamento nelle tempistiche di revisione mira a evitare le inefficienze e i disallineamenti che in passato hanno compromesso l'efficacia del controllo sulle operazioni di investimento multinazionali. A tal fine, l'art. 15, par. 2, della bozza di regolamento adottata in sede di trilogia attribuisce alla Commissione il potere di adottare sotto forma di atto di esecuzione un modulo standardizzato per la comunicazione delle informazioni rilevanti degli investimenti oggetto di notifica nell'ambito del meccanismo di cooperazione. Di converso, la disciplina delle informazioni che gli investitori esteri sono tenuti a comunicare al decisore pubblico nazionale ai fini dell'ottenimento dell'autorizzazione preventiva dovrebbe rimanere appannaggio degli ordinamenti degli Stati membri.

3. La possibilità di una più profonda armonizzazione: il carattere esclusivo della competenza UE in materia di politica commerciale comune a fronte degli obblighi minimi dettati dal Regolamento (UE) 2019/452.

A fronte del quadro normativo vigente e delle sue attuali linee di sviluppo, è ora opportuno interrogarsi circa il livello di armonizzazione della materia in esame e l'adeguatezza di quest'ultimo rispetto alla necessità di rispondere alle sfide che caratterizzano la regolazione degli investimenti esteri diretti nell'attuale scenario globale. Come sottolineato nei paragrafi precedenti, il vigente regolamento (UE) 2019/452 si caratterizza per un'armonizzazione d'intensità particolarmente scarsa. Non solo esso non prevede un obbligo in capo agli Stati membri di istituire meccanismi di *screening*: anche la disciplina del funzionamento di tali

⁴² Art. 4, par. 2, lett. c).

⁴³ Il termine '*call-in*' è utilizzato prevalentemente nella prassi e nella dottrina di alcuni ordinamenti nazionali per indicare il potere dell'autorità di sottoporre a controllo operazioni non previamente notificate; esso è espressamente impiegato, ad esempio, nel sistema britannico di *screening* degli investimenti esteri, v. *National Security and Investment Act 2021*.

⁴⁴ Art. 5 della Proposta.

⁴⁵ Esigenza, quest'ultima, richiamata espressamente dal considerando n. 1 della Proposta.

strumenti autorizzatori è rimessa in massima parte alla disciplina nazionale. Tale aspetto è particolarmente evidente nell'individuazione dei fattori discriminanti per la valutazione del carattere strategico dell'asset oggetto di investimento e del potenziale pregiudizio che quest'ultimo può arrecare agli interessi pubblici tutelati. Infatti, se il regolamento esplicita alcuni elementi che necessitano di particolare attenzione nell'applicazione del meccanismo di *screening*, essi si caratterizzano per un'ampiezza e un'astrazione particolarmente elevate, caratteristiche che finiscono per frustrare la necessità di una fattiva armonizzazione dell'attività valutativa tra decisori pubblici degli Stati membri. Tale lacuna costituisce un potenziale pregiudizio non solo per la prevedibilità nell'impiego dello strumento di *screening* – che talvolta viene impiegato in maniera strumentale per la tutela di interessi di politica economica e/o industriale⁴⁶ – ma anche per l'efficacia della tutela di interessi di sicurezza pubblica sempre più comuni all'Unione nel suo complesso, come del resto messo in evidenza dalla relazione della Corte dei Conti europea poc'anzi richiamata⁴⁷.

La proposta di revisione del Regolamento attualmente in discussione dinanzi al legislatore dell'Unione rappresenta senz'altro un rafforzamento del livello di armonizzazione sovranazionale in materia. Tuttavia, va sottolineato che essa non incide affatto sul profilo problematico messo in evidenza nella presente indagine, consistente nell'assenza di armonizzazione dell'attività valutativa del decisore pubblico.

Appare dunque opportuno chiedersi se una più profonda armonizzazione della materia in esame sia possibile alla luce del quadro di diritto primario vigente. La risposta a tale interrogativo è certamente positiva. Va infatti ricordato che, a seguito dell'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, la regolazione degli investimenti esteri diretti ricade nell'ambito di applicazione della competenza esclusiva in materia di politica commerciale comune, ai sensi dell'art. 207 TFUE⁴⁸. Tale disposizione segna un superamento della precedente impostazione, che prevedeva una distinzione tra commercio di beni, già ricompreso nella politica commerciale comune, e commercio di servizi. In assenza di una base giuridica esplicita per la regolazione degli investimenti, gli Stati membri conservavano un ampio margine di intervento in materia⁴⁹. A seguito del Trattato di Lisbona, tutte le dimensioni rilevanti del commercio internazionale, inclusi i servizi, i diritti di proprietà intellettuale e, segnatamente, gli investimenti esteri diretti, rientrano nel perimetro della competenza esterna esclusiva dell'Unione in materia⁵⁰.

⁴⁶ V. *supra*, nota n. 6.

⁴⁷ V. *supra*, nota n. 32.

⁴⁸ Tale sviluppo normativo si inserisce nel quadro dell'emersione di una più ampia politica europea degli investimenti, la cui effettiva portata ha tuttavia sollevato interrogativi nella prassi con riguardo tanto all'estensione materiale della competenza dell'Unione quanto ai rapporti con le residue competenze statali. Sul punto, si veda: A. DIMOPOULOS, *European Union*, in T. KRAJEWSKI, R. HOFFMANN (eds), *Research Handbook on Foreign Investment*, Cheltenham, 2019, p. 434 ss.

⁴⁹ Sul punto, v. A. DIMOPOULOS, *EU Foreign Investment Law*, Oxford, 2011, p. 75; G. PITRUZZELLA, *Foreign direct investment screening in EU*, in G. NAPOLITANO (eds), *Foreign Direct Investment screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2020, p. 63.

⁵⁰ La disciplina risultante dal Trattato di Lisbona esclude dall'ambito di applicazione materiale di tale politica gli investimenti di portafoglio. Tuttavia, tale circostanza non comporta affatto l'assenza di una competenza esterna dell'Unione in tali ambiti, potendo essa derivare dall'esercizio sul piano esterno da parte dell'Unione della competenza concorrente in materia di disciplina del mercato interno. Sul punto, v. A. DIMOPOULOS, *op. cit.*, p. 94; W. SHAN, S. ZHANG, *The Treaty of Lisbon: Half Way Toward a Common Investment Policy*, in *European Journal of International Law*, 2010, pp. 1049 e 1064; S. PUGLIESE, *Il rischio nel diritto dell'Unione europea tra principi*

Proprio il par. 2 dell'art. 207 TFUE costituisce la base giuridica del regolamento oggi vigente. Ciò non implica, tuttavia, la possibilità di una completa armonizzazione delle discipline nazionali in materia di *screening* degli investimenti. Come la dottrina pone in evidenza⁵¹, la natura esclusiva della competenza UE ai sensi della politica commerciale comune si esplica essenzialmente nei rapporti con gli Stati terzi e non comporta di per sé una sostituzione automatica delle competenze degli Stati membri sul piano interno nelle medesime materie che ricadono nell'ambito di tale politica, se non nei limiti in cui l'intervento regolativo sovranazionale sia necessario per l'efficace esercizio della competenza da parte dell'Unione sul piano esterno⁵². In particolare, l'art. 207, par. 6, TFUE esclude espressamente che l'esercizio della competenza in materia di politica commerciale possa determinare l'armonizzazione delle normative nazionali nei settori in cui i Trattati escludono tale possibilità⁵³.

Ne deriva che, nonostante la titolarità esclusiva dell'Unione in materia di regolazione degli investimenti esteri diretti sul piano esterno, il margine di autonomia regolatoria degli Stati membri in sede di *screening* nazionale rimane significativo sul piano interno⁵⁴. Ecco dunque la ragione per la quale, seppur adottata nell'ambito di una competenza esclusiva, la disciplina in esame non impone un modello armonizzato di procedimento di controllo, né sostituisce i regimi nazionali, ma si limita a istituire un meccanismo di cooperazione tra Stati membri e Commissione, finalizzato allo scambio informativo e all'espressione di osservazioni da parte delle autorità nazionali e dell'Unione in merito a investimenti potenzialmente lesivi della sicurezza o dell'ordine pubblico. È anche per la medesima ragione che la Commissione, nel delineare il contenuto minimo del regolamento (UE) 2019/452, si è limitata a predisporre un modulo standard per la notifica e a raccomandare che gli Stati membri si conformino a criteri comuni, senza imporre una disciplina vincolante e uniforme in materia.

In tal modo, la *governance* europea degli investimenti esteri diretti si configura come un sistema multilivello, nell'ambito del quale l'estensione dell'intervento normativo sovranazionale e l'intensità dell'armonizzazione da esso realizzata si pongono come strumentali rispetto all'efficace perseguimento degli obiettivi della politica commerciale comune sul piano esterno. Ne consegue che, sul piano teorico, una più intensa armonizzazione della disciplina in esame è certamente ammessa nella misura in cui un minor intervento normativo dell'Unione risulti insufficiente a garantire un adeguato perseguimento degli

di precauzione, proporzionalità e standardizzazione, Bari, 2017, pp. 105-106; F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il golden power italiano*, in questa Rivista., p. 169.

⁵¹ C. KADDOUS, *The Transformation of the EU Common Commercial Policy*, in P. EECKHOUT, M. LÓPEZ-ESCUDERO (eds), *The European Union's External Action in Times of Crisis*, Oxford, 2016, p. 429 ss.; M. BLUNGENBERG, F. BLANDFORD, *Investment Screening – a New Era of European Protectionism?*, in M. HAHN, G. VAN DER LOO (eds), *Law and Practice of the Common Commercial Policy: The First 10 years after the Treaty of Lisbon*, Leiden, 2021, pp. 161-184; R. BARATTA, *La politica commerciale comune dopo il Trattato di Lisbona*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2012, pp. 403-422; A. DIMOPOULOS, *European Union*, in T. KRAJEWSKI, R. HOFFMANN (eds), *Research Handbook on Foreign Investment*, Cheltenham, 2019, p. 434 ss.; B. THORBJORN DANIEL, *Comment on “In Search for an EU Competence to Establish an Investment Screening Mechanism and Restricting Effects Flowing from Fundamental Freedoms, Fundamental Rights, and Other EU Primary Law*, in S. HINDELAND, A. MOBERG (eds), *YSEC Yearbook of Socio-Economic Constitutions: a Common European Law on Investment Screening*, 2020, pp. 467-477.

⁵² Sul punto, v. A. DIMOPOULOS, *op. cit.*, pp. 74 e 98.

⁵³ *Ivi*, p. 98.

⁵⁴ F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il golden power italiano*, *cit.*, p. 170.

obiettivi sottesi alla regolazione degli investimenti esteri diretti nell'ambito della politica commerciale comune ai sensi dei Trattati.

Un intervento normativo di ancor maggiore intensità potrebbe essere realizzato attraverso l'interpolazione tra l'art. 207 TFUE e l'art. 114 TFUE, il quale attribuisce all'Unione il potere di armonizzare gli ordinamenti nazionali al fine di garantire il buon funzionamento del mercato interno⁵⁵. Tale è la scelta perseguita dalla Commissione nell'ambito della nuova proposta di regolamento, la quale prevede il richiamo ad entrambe le basi giuridiche quale fondamento della nuova disciplina. Come illustrato dalla relazione di accompagnamento della Commissione, l'art. 114 TFUE costituisce «la base giuridica appropriata per un intervento che impone agli Stati membri di controllare determinati investimenti nel mercato interno e di affrontare le differenze tra i meccanismi di controllo degli Stati membri, che possono ostacolare le libertà fondamentali e avere un effetto diretto sul funzionamento del mercato interno»⁵⁶. Pertanto, se da un lato il richiamo all'art. 207 TFUE di per sé solo limiterebbe l'intensità dell'armonizzazione alla misura necessaria a perseguire gli obiettivi attinenti alla regolazione degli investimenti esteri nella dimensione esterna, l'art. 114 TFUE consente di parametrare l'intervento normativo dell'Unione anche in funzione delle ripercussioni di tali ultimi sul funzionamento del mercato interno. Beninteso, i due profili possono, in molti casi, coincidere. Tuttavia, tale duplicità di basi giuridiche parrebbe garantire al legislatore dell'Unione un più ampio margine d'azione nel quadro dei Trattati rispetto a quanto ad oggi previsto dal regolamento vigente e dalla proposta di riforma oggi in discussione. Infatti, oltre a prevedere un obbligo di predisposizione di meccanismi di *screening* a livello nazionale per alcune tipologie di investimenti e di cooperazione tra Stati membri e Commissione, la disciplina sovranazionale ben potrebbe prevedere un'armonizzazione dei criteri di autorizzazione delle operazioni di investimento in funzione della tutela degli interessi comuni.

Il margine di maggior intervento sovranazionale qui teorizzato deve necessariamente essere ricostruito non solo alla luce degli artt. 207 e 114 TFUE, ma anche dell'art. 4, par. 2, TUE, che riserva all'esclusiva competenza degli Stati membri la tutela della «sicurezza nazionale»⁵⁷. Nella materia del controllo degli investimenti esteri diretti, quest'ultima

⁵⁵ Sulle implicazioni dell'utilizzo dell'art. 114 TFUE come base giuridica in materia di regolazione degli investimenti esteri diretti, v. S. POLI, D. GALLO, *Enhancing European Technological Sovereignty: The Foreign Investment Screening Regulation and Beyond*, in K. ARMSTRONG, J. SCOTT, A. THIES (eds), *Liber Marise Cremona*, Oxford, 2024, p. 215 ss.

⁵⁶ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, cit., p. 11.

⁵⁷ Sul tema competenza esclusiva degli Stati membri in materia di sicurezza nazionale, a titolo esemplificativo e certamente non esaustivo, v.: F. FERRARO, *Brevi note sulla competenza esclusiva degli Stati membri in materia di sicurezza nazionale*, in *I Post di AISDUE*, 2019, p. 95 ss.; B. DE WITTE, *Exclusive Member States Competences – Is There Such a Thing?*, in S. GARBEN, I. GOVAERE (eds), *The Division of Competences between the EU and the Member States*, London, 2017, p. 59 ss. Va tuttavia sottolineato come la porzione più rilevante dell'analisi dottrinale dell'art. 4, par. 2, TUE si sia concentrata principalmente sul diverso – ancorché correlato – profilo relativo al rispetto da parte dell'Unione dell'identità costituzionale dei singoli Stati membri: sul punto, a titolo esemplificativo, v. L. F. M. BESSELINK, *Respecting Constitutional Identity in the EU*, in *Common Market Law Review*, 2012, p. 671 ss.; M. BONELLI, *National Identity and European Integration Beyond 'Limited Fields'*, in *European Public Law*, 2021, p. 537 ss.; F. CASOLARI, *Il processo di europeizzazione delle identità nazionali degli Stati membri: riflessioni sulle traiettorie del costituzionalismo europeo*, in *Rivista Quaderni AISDUE*, 2024, p. 267 ss.; P. DE PASQUALE, *Competenze proprie degli Stati e obblighi derivanti dall'appartenenza all'Unione europea*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2019, p. 5 ss.; G. DI FEDERICO, *L'identità nazionale degli Stati membri nel diritto dell'Unione europea. Natura e portata dell'art. 4, par. 2, TUE*, Napoli, 2017; ID., *Il ruolo*

disposizione potrebbe essere intesa quale limite all'azione normativa dell'Unione, ponendosi così in contrapposizione con le basi giuridiche poc'anzi richiamate. Tuttavia, la dinamica funzionale su cui si fonda l'intervento normativo sulla scorta degli artt. 207 e 114 TFUE permette di ricondurre a sistema il rapporto tra la competenza dell'Unione in materia di controllo degli investimenti esteri diretti e quella degli Stati membri in materia di sicurezza nazionale. Infatti, come sottolineato in precedenza, sia l'art. 207 TFUE, sia l'art. 114 TFUE ammettono una regolazione sovranazionale della materia degli investimenti esteri diretti sul piano interno più profonda rispetto all'attuale disciplina solamente nella misura in cui tale intervento normativo sia necessario a evitare un pregiudizio rispetto all'efficace perseguimento di uno degli obiettivi sottesi a tali disposizioni – vale a dire, rispettivamente, l'azione esterna dell'Unione in materia di politica commerciale e il buon funzionamento del mercato interno⁵⁸. Come recentemente sottolineato in dottrina, tale circostanza implica che un intervento normativo sovranazionale così giustificato travalichi la dimensione della sicurezza nazionale riferita a singoli Stati membri, per attestarsi invece nell'alveo della tutela della «sicurezza economica» dell'Unione nel suo complesso⁵⁹.

È dunque la logica funzionale propria delle basi giuridiche di cui agli artt. 207 (nella sua dimensione interna) e 114 TFUE a modellare il confine tra la «sicurezza economica» dell'Unione e la «sicurezza nazionale» degli Stati membri di cui all'art. 4, par. 2, TUE. Da un lato, ogni misura giustificata dalla necessità di ovviare a pregiudizi od ostacoli al perseguimento degli obiettivi propri a tali basi giuridiche nella materia degli investimenti esteri diretti dovrebbe dirsi orientata alla sicurezza economica dell'Unione nel suo complesso, ammettendo così l'intervento regolativo sovranazionale previo rispetto dei principi generali di sussidiarietà e proporzionalità. Dall'altro lato, ogni forma di regolazione che superi tale logica funzionale finirebbe per oltrepassare il confine della sicurezza economica per invadere, invece, l'alveo della competenza esclusiva degli Stati membri in materia di tutela della propria «sicurezza nazionale», così come definita dall'art. 4, par. 2, TUE.

4. Le conseguenze dell'attuale livello di armonizzazione: un caso studio nell'ambito della sicurezza cibernetica.

Accertata la possibilità sul piano teorico di realizzare una più intensa armonizzazione, è ora opportuno domandarsi se tale opzione politico-normativa sia necessaria nell'attuale contesto. La presente sezione argomenta in favore di una risposta in senso affermativo attraverso l'analisi di un caso di studio. Ogni meccanismo di *screening* degli investimenti esteri diretti prevede l'obbligo di notifica di un determinato novero di operazioni di investimento. È sulle informazioni contenute in tale notifica che si fonda la valutazione del decisore pubblico;

dell'art. 4, par. 2, TUE nella soluzione dei conflitti interordinamentali, in *Quaderni Costituzionali*, 2019, p. 333 ss.; F. X. MILLET, *L'Union européenne et l'identité constitutionnelle des États membres*, Paris, 2012; A. VON BOGDANDY, S. SCHILL, *Overcoming Absolute Primacy: Respect for National Identity Under the Lisbon Treaty*, in *Common Market Law Review*, 2011, p. 1417 ss.

⁵⁸ Sulla logica funzionale che caratterizza l'art. 114 TFUE e la dimensione interna della competenza normativa dell'Unione in base all'art. 207 TFUE, rispettivamente e per tutti, v. S. WEATHERILL, *The Competence to Harmonise and its Limits*, in P. KOUTRAKOS, J. SNELL (eds), *Research Handbook on the Law of the EU's Internal Market*, Cheltenham, 2017, p. 82 ss.; A. DIMOPOULOS, *op. cit.*

⁵⁹ O. BALSAMO, *op. cit.*, p. 63.

ed è sempre sulle categorie di informazioni richieste e ottenute che ogni decisore pubblico fonda la propria metodologia per la valutazione amministrativa del carattere strategico di un asset oggetto di investimento e del potenziale pregiudizio di quest'ultimo. Come messo in luce nelle precedenti sezioni, tali due fasi – raccolta delle informazioni e sviluppo della metodologia valutativa – costituiscono aree procedurali ad oggi sostanzialmente escluse dall'armonizzazione sovranazionale (4.1). Tuttavia, tale caratteristica comporta profonde disomogeneità tra gli Stati membri. In particolare, la disciplina italiana si caratterizza per un meccanismo di notifica scarsamente analitico, il quale impedisce al decisore pubblico di avvalersi di un patrimonio informativo standardizzato sul quale fondare un'efficace metodologia valutativa⁶⁰. Tale circostanza lascia ampi margini discrezionali al decisore amministrativo, frustrando il coerente perseguimento degli obiettivi di tutela sottesi alla normativa UE (4.2). Di converso, altri Stati membri – quali la Francia e la Spagna – prevedono meccanismi di notifica ben più analitici, capaci di garantire che la decisione autorizzatoria venga assunta sulla base di un patrimonio informativo omogeneo (4.3). Come si vedrà, tale circostanza non è casuale: a differenza dell'Italia, entrambi gli Stati membri analizzati in chiave di raffronto hanno scelto di strutturare il proprio meccanismo di notifica sulla scorta di un modello non vincolante proposto dalla Commissione.

4.1. La disciplina del *golden power* nell'ordinamento italiano: gli ampi margini di discrezionalità lasciati al decisore pubblico.

L'attuale regime italiano di controllo degli investimenti esteri – il c.d. *golden power*, disciplinato dal d.l. n. 21 del 2012 e ss.mm.ii.⁶¹ – costituisce il punto di arrivo di un lungo processo di evoluzione normativa, il quale vede il proprio prodromo nell'istituto del meccanismo c.d. *golden share*⁶², introdotto dal d.l. 31 maggio 1994, n. 332⁶³.

Nella sua disciplina originaria, il regime *golden power* si caratterizzava per un ambito di applicazione piuttosto ristretto. Inizialmente limitato ai settori della difesa, della sicurezza nazionale, delle telecomunicazioni, dell'energia e dei trasporti, nel tempo, l'ambito di applicazione del *golden power* è stato progressivamente esteso a settori ad alta tecnologia e a beni e attività riguardanti il 5G – particolarmente rilevanti per il settore della sicurezza cibernetica – nonché a tutti i settori-chiave definiti dal regolamento (UE) 2019/452. Il regime

⁶⁰ A. ODDENINO, S. SACCHI, C. NOTA, L. GROSSIO, C. GAGLIESI, A. DI PALMA, F. RIGANTI, M. PIGNATTI, *Conoscere per tutelare. Spunti di metodo per una più efficace individuazione degli asset strategici in tema di sicurezza cibernetica*, Torino, 2024.

⁶¹ D.l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modificazioni dalla l. 11 maggio 2012, n. 56, in *GURI* n. 111, del 14 maggio 2012.

⁶² T. AJELLO, *Le golden shares nell'ordinamento comunitario: certezza del diritto, tutela dell'affidamento degli investitori e "pregiudiziale" nei confronti dei soggetti pubblici*, in *Il Diritto Unione Europea*, 2007, p. 811 ss.

⁶³ D.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, con l. 30 luglio 1994 n. 474, in *GURI* n. 177, del 30 luglio 1994). Tale meccanismo ha determinato un cambio di paradigma per il ruolo dello Stato nell'economia, il quale passa così da "imprenditore" a "regolatore". In dottrina, sul punto, v. L. ARNAUDO, *À l'économie comme à la guerre. Note su golden power, concorrenza e geo-economia*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2017, p. 436; F. GASPARI, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici. La nuova golden share tra diritto interno, comunitario e comparato*, Torino, 2015; M. LAMANDINI, *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2016, pp. 671–679; G. SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo comparato*, in *Contratto e Impresa – Europa*, 2015, p. 619 ss.

originario prevedeva un generale obbligo di notifica dell'operazione – indipendentemente dal carattere UE o extra-UE del soggetto investitore – nei settori della difesa o della sicurezza nazionale. In tutti gli altri settori rilevanti per la disciplina del *golden power*, la notifica alla Presidenza del Consiglio era richiesta solamente con riguardo ad investimenti effettuati da entità non-UE che acquisivano, direttamente o indirettamente, una partecipazione di controllo nella società target.

La pandemia di Covid-19 ha segnato un mutamento significativo della disciplina, caratterizzato da un netto ampliamento dell'ambito di applicazione dell'obbligo di notifica⁶⁴. Infatti, il d.l. n. 23 del 2020, c.d. Decreto Liquidità⁶⁵, ha esteso in via temporanea l'obbligo di notifica poc'anzi richiamato agli investitori UE operanti in settori diversi dalla difesa e dalla sicurezza nazionale. Il regime temporaneo è cessato il 31 dicembre 2022 e una nuova disciplina permanente è entrata in vigore il 1° gennaio 2023. In base al nuovo regime, l'obbligo di notifica delle operazioni di investimento estero si applica alle operazioni di investimento poste in essere dai seguenti soggetti: investitori italiani, UE ed extra-UE in caso di acquisizioni dirette o indirette di una partecipazione di controllo unica o congiunta; investitori extra-UE in caso di acquisizioni dirette o indirette di partecipazioni di minoranza non di controllo – intese quali quote di capitale pari ad almeno il 10% o al 10% dei diritti di voto – a condizione che il valore dell'investimento superi 1 milione di euro; e investitori extra-UE in caso di acquisizioni di partecipazioni che comportino il superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50% del capitale della società target. Con riguardo agli investimenti nel settore 5G, il d.l. 21 marzo 2022, n. 21 ha inoltre previsto un'estensione agli investitori UE dell'obbligo di notifica precedentemente applicabile alle sole entità extra-UE⁶⁶.

I mutamenti normativi degli ultimi anni sono stati accompagnati da un aumento significativo del numero di operazioni esaminate dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri⁶⁷. Tuttavia, tale fenomeno non costituisce unicamente il frutto dell'ampliamento dei presupposti applicativi dell'obbligo di notifica. Infatti, la persistente ambiguità delle disposizioni che definiscono il perimetro dei settori strategici oggetto dell'esercizio di *golden power* ha portato alla presentazione di molte notifiche di natura meramente precauzionale, mirate essenzialmente a evitare l'eventuale imposizione di sanzioni per mancata notifica⁶⁸.

⁶⁴ Sul tema, si veda: A. ALÌ, *Il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea e la protezione delle attività strategiche europee nel contesto dell'emergenza da Covid-19*, in P. ACCONCI, E. BARONCINI (eds), *Gli effetti dell'emergenza Covid-19 su commercio, investimenti e occupazione. Una prospettiva italiana*, Bologna, 2020, p. 183 ss.

⁶⁵ D.l. 8 aprile 2020, n. 23, convertito con modificazioni dalla l. 5 giugno 2020, n. 40, in *GURI* n. 143, del 6 giugno 2020.

⁶⁶ R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *federalismi.it*, 2022, n. 16, p. 1 ss.

⁶⁷ Come posto in evidenza dalla Relazione della Presidenza del Consiglio relativa all'anno 2021, lo scrutinio tende ad essere particolarmente intenso per gli investimenti in settori come la sanità e, in particolare, il 5G, semiconduttori e l'alta tecnologia rilevante per la sicurezza cibernetica del Sistema Paese, specialmente quando coinvolgono determinate categorie di investitori non UE (Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione al Parlamento in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni ai sensi dell'art. 3 bis, decreto-legge del 15 marzo 2012, n. 21 e s. m. i.*, 2022).

⁶⁸ Secondo i dati, circa il 54% delle notifiche presentate nel 2022 ed il 57% nel 2023 ha portato a una dichiarazione di non applicabilità della legislazione in esame (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*

4.2. (Segue): un meccanismo di *screening* degli investimenti frammentario e scarsamente analitico.

Il mero fatto che l'impresa target dell'investimento estero rientri nei settori oggetto della disciplina in esame non costituisce un presupposto sufficiente per l'esercizio dei poteri speciali. Infatti, oltre alla sussistenza di un pregiudizio per gli interessi pubblici derivante dall'investimento in questione, al decisore pubblico è altresì richiesta una valutazione del carattere strategico dell'asset oggetto dell'operazione in esame.

È proprio in quest'ultimo passaggio del processo decisionale che si sostanzia la più ampia discrezionalità in capo all'autorità amministrativa. In particolare, l'ampiezza del margine discrezionale lasciato al decisore pubblico italiano è accentuata dalle caratteristiche peculiari del meccanismo di notifica degli investimenti esteri istituito dal d.l. n. 21 del 2012. Infatti, l'acquisizione in sede di *screening* degli investimenti di un patrimonio informativo ampio e sistematicamente organizzato in relazione alle singole operazioni di mercato permetterebbe alla Presidenza del Consiglio dei Ministri di disporre di alcuni elementi chiari e standardizzati per valutare il carattere strategico degli asset coinvolti. In simili circostanze, pur in assenza di una metodologia predefinita, la necessità di basare la propria valutazione sulla scorta di specifiche informazioni costituirebbe un elemento idoneo a quantomeno circoscrivere la sfera di discrezionalità.

Ciononostante, il meccanismo italiano di *screening* appare frammentario e scarsamente standardizzato, in quanto definisce con un limitato grado di precisione ed analiticità le informazioni necessarie ai fini della valutazione da parte del decisore pubblico. Tale approccio, che lascia così un ampio margine di manovra al soggetto notificante nella descrizione dell'operazione oggetto di notifica e delle sue relative ripercussioni, è frutto di una scelta discrezionale dell'amministrazione italiana. Come già sottolineato, al momento in cui si scrive, la disciplina UE in materia non impone agli Stati membri l'adozione di un modulo di notifica armonizzato che includa l'acquisizione di un preciso novero di informazioni. La definizione della documentazione per la notifica delle operazioni di investimento è in principio rimessa alle autorità nazionali. Tuttavia, va ricordato come il regolamento (UE) 2019/452 abbia istituito un meccanismo di cooperazione tra Stati membri nel controllo degli investimenti esteri diretti, il cui funzionamento potrebbe risultare ostacolato da eccessive differenze nel patrimonio informativo acquisito da ciascuno Stato membro in sede di *screening*. Per prevenire simili ostacoli, la Commissione europea ha in effetti sviluppato un modulo di notifica standard messo a disposizione degli Stati membri⁶⁹, invitando questi ultimi a richiedere informazioni analoghe nell'ambito del proprio meccanismo di notifica nazionale senza pregiudizio per l'eventuale acquisizione di dati ulteriori. Il modulo standard sviluppato dalla Commissione è particolarmente analitico nella richiesta di specifiche informazioni ed è impiegato nell'ambito

nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, 2023; 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*, 2024).

⁶⁹ Disponibile all'indirizzo <https://circabc.europa.eu/ui/group/be8b568f-73f3-409c-b4a4-30acfcec5283/library/b64b1f9f-80f6-4152-8d53-2cade4d95659/details?download=true> (consultato da ultimo il 3 aprile 2026).

del meccanismo di *screening* di vari Stati membri tra cui, come si vedrà, la Francia e la Spagna⁷⁰.

Non invece l'Italia: la notifica nell'ambito del *golden power* avviene esclusivamente attraverso dei modelli definiti a livello nazionale e decisamente meno dettagliati. Come conseguenza di tale scelta discrezionale, il decisore italiano si ritrova privo di un insieme standardizzato di informazioni su cui fondare la propria decisione, circostanza che a sua volta accentua la già ampia discrezionalità che caratterizza la valutazione del carattere strategico degli asset oggetto di *screening*.

Esistono infatti tre differenti moduli di notifica nell'ambito del *golden power*. I primi due sono stati approvati con D.S.G. 17 novembre 2020 e il terzo con D.S.G. 3 maggio 2021. Essi sono: il Modulo di Notifica A, previsto per i settori difesa e sicurezza nazionale; il Modulo di Notifica B, previsto per i settori energia, trasporti, comunicazioni; e il Modulo di Notifica «Reti di Telecomunicazione Elettronica a Banda Larga con Tecnologia 5G». I moduli sono trasmessi al Dipartimento per il Coordinamento Amministrativo (DICA), istituito nell'ambito della Presidenza del Consiglio dei Ministri.

I moduli A e B si caratterizzano per una struttura e un contenuto in massima parte coincidente. Con riguardo alle caratteristiche dell'investimento oggetto di notifica, essi si limitano a richiedere una descrizione generale in forma tendenzialmente libera dell'operazione e dei suoi effetti. Tale sezione si caratterizza per un ampio margine di libertà lasciato al soggetto notificante nel descrivere l'operazione in oggetto, in quanto il documento non impone l'indicazione di specifici dati. Si registra, invece, una maggiore analiticità con riguardo ai campi dedicati all'identificazione della società target e del soggetto notificante. Infatti, il modulo richiede l'indicazione dei dati relativi all'attività economica svolta, gli Stati in cui tali società operano, il rispettivo fatturato annuo, il numero di dipendenti, l'assetto proprietario e le partecipazioni al capitale sociale.

Il Modulo di Notifica C, applicabile agli investimenti aventi ad oggetto «Reti di Telecomunicazione Elettronica a Banda Larga con Tecnologia 5G», presenta rilevanti differenze rispetto alle informazioni richieste e alla documentazione da allegare. Circa la descrizione degli investimenti oggetto di notifica, esso richiede l'indicazione di dettagli specifici relativi ai contratti rientranti nell'ambito dell'operazione, ivi inclusi durata, corrispettivo, clausole di salvaguardia, nonché la descrizione tecnica e certificazione degli apparati coinvolti. Inoltre, il modulo richiede l'allegazione di copia del contratto o dell'accordo sottoscritto, comprensivo di eventuali revisioni o proroghe, nonché di copia delle comunicazioni effettuate ai centri di comunicazione istituiti dalla disciplina sul perimetro nazionale di sicurezza cibernetica⁷¹.

Il modulo dedicato agli investimenti nel settore del 5G si distingue, dunque, per un più ampio spettro di informazioni richieste in sede di notifica e per una più articolata richiesta documentale, giustificati dal contenuto altamente tecnico delle informazioni necessarie. Tuttavia, tale caratteristica non è accompagnata da altrettanta analiticità nella struttura delle consegne poste al soggetto notificante in sede di compilazione. Infatti, in analogia con

⁷⁰ V. *infra*, par. 4.3.

⁷¹ Art. 1, co. 6, lett. a), del d.l. 21 settembre 2019, n. 105, convertito con modificazioni dalla l. 18 novembre 2019, n. 133, in *GURI* n. 272, del 20 novembre 2019.

l'approccio lasco che caratterizza le richieste di informazione dei moduli A e B, la presentazione delle informazioni richieste è rimessa ad una «descrizione della notifica» la cui strutturazione e composizione è rimessa alla cura del soggetto notificante.

Tuttavia, in entrambi i casi, il tasso di analiticità delle informazioni richieste è decisamente inferiore rispetto al modulo definito dalla Commissione, che si caratterizza per campi con richieste di dati specifiche e ben definite, tali da limitare al minimo la discrezionalità del soggetto notificante nella descrizione dell'operazione. La modalità con cui tali informazioni sono richieste nei moduli di notifica italiani inficia, di fatto, la loro rappresentazione analitica, poiché mancano voci standardizzate in cui il soggetto notificante sia chiamato a riportare il singolo dato richiesto. Di conseguenza, la descrizione generale dell'investimento richiesta dalla modulistica italiana lascia al soggetto notificante un maggiore margine di manovra nella definizione del contenuto della notifica, pregiudicando l'acquisizione da parte del decisore pubblico di un patrimonio informativo completo e standardizzato.

Peraltro, l'assenza di criteri predeterminati e la limitata standardizzazione delle informazioni acquisite in sede di notifica si riflettono in un esercizio dei poteri speciali caratterizzato da una discrezionalità particolarmente ampia e, talvolta, opaca⁷². Infatti, la carenza di una metodologia strutturata in merito all'individuazione degli asset strategici, esacerbata da moduli di notifica poco analitici, ha determinato negli anni una prassi decisionale frammentaria, spesso eterogenea e difficilmente prevedibile. Proprio l'analisi della prassi applicativa dell'art. 1-bis del d.l. n. 21/2012 in materia di tecnologia 5G e semiconduttori nel settore della sicurezza cibernetica ha confermato l'assenza di un quadro coerente nella valutazione delle notifiche⁷³. L'analisi ha individuato, in via induttiva, alcuni fattori esplicativi che sembrano ricorrere con maggiore frequenza nei casi in cui i poteri speciali sono effettivamente esercitati. Tra questi, assumono particolare rilievo la provenienza geografica dell'ente fornitore, soprattutto se extra-UE, il contesto geopolitico e la presenza di componenti materiali o infrastrutturali nell'oggetto dell'operazione. Al contrario, elementi come le dimensioni degli enti coinvolti, il tipo di operazione o la composizione partitica del governo si sono rivelati meno significativi dal punto di vista predittivo⁷⁴.

Tali evidenze empiriche hanno confermato la sussistenza della correlazione poc'anzi ipotizzata. In difetto dell'acquisizione di un patrimonio informativo ampio e standardizzato riguardo alle operazioni di investimento oggetto di notifica, tale da garantire lo sviluppo di una metodologia per la valutazione del carattere strategico degli asset in esame, il meccanismo italiano di *screening* rischia di operare in maniera poco trasparente e scarsamente prevedibile, minando l'efficace perseguimento degli interessi pubblici coinvolti e, di conseguenza, degli obiettivi di tutela sottesi al Regolamento (UE) 2019/452.

⁷² Sul punto, v. F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il golden power italiano*, cit., p. 180.

⁷³ A. ODDENINO, S. SACCHI, C. NOTA, L. GROSSIO, C. GAGLIESI, A. DI PALMA, F. RIGANTI, M. PIGNATTI, *op. cit.*

⁷⁴ *Ivi*, pp. 48-51.

4.3. Un termine di raffronto: il meccanismo di *screening* italiano a confronto con quello francese e spagnolo.

Rispetto al procedimento di notifica *golden power*, i meccanismi di *screening* istituiti da altri Paesi UE denotano un approccio ben più analitico e strutturato nella raccolta di dati e informazioni rilevanti per la valutazione del carattere strategico degli asset target. Tale è il caso dei sistemi francese e spagnolo. Al riguardo, è particolarmente interessante notare come un simile approccio virtuoso sia conseguenza di una forma di ravvicinamento – ancorché di natura non vincolante – derivante dal livello normativo sovranazionale. Infatti, pur in assenza di obblighi formali in tal senso, il decisore pubblico francese e spagnolo hanno entrambi scelto di modellare il proprio meccanismo di notifica degli investimenti esteri sulla scorta del “modulo armonizzato” predisposto dalla Commissione europea.

In analogia con l’approccio già seguito con riguardo all’analisi del sistema *golden power*, è opportuno mettere brevemente in luce le caratteristiche istituzionali dei meccanismi di controllo presi in esame. In Francia, il controllo degli investimenti esteri diretti si basa su un quadro normativo avente il proprio fulcro nel Codice Monetario e Finanziario. Tale fonte impone l’autorizzazione preventiva del Ministero dell’Economia per le operazioni che potrebbero pregiudicare la sicurezza nazionale o l’ordine pubblico.

Con l’adozione del decreto 2019/1590⁷⁵ e l’ordinanza ministeriale del 31 dicembre 2019⁷⁶, il governo francese ha aggiornato e ampliato le sue misure di controllo, introducendo un sistema di *screening* più rigoroso in risposta a crescenti preoccupazioni riguardanti la sicurezza economica e la sovranità tecnologica. Il decreto ha meglio specificato i contorni di settori chiave, come le tecnologie critiche e i dati sensibili, ampliando la portata delle autorizzazioni necessarie per gli investimenti esteri. Il decreto richiede, inoltre, notifiche preventive per una gamma più ampia di operazioni, inclusi investimenti che potrebbero comportare una partecipazione significativa o il controllo di società operanti in settori strategici.

Nel contesto della pandemia, non diversamente dall’Italia, la Francia ha rafforzato ulteriormente il proprio regime di controllo degli investimenti esteri con il decreto 2020/892⁷⁷, riducendo la soglia di rilevanza dell’operazione ai fini della sua notifica dal 25% al 10% per le acquisizioni di partecipazioni in società quotate in settori strategici e, in particolare, estendendo il dovere di notifica dell’operazione anche agli investitori provenienti dagli Stati membri dell’UE. Il decreto 2023/1293 del 28 dicembre 2023 ha, infine, reso permanente la soglia di rilevanza del 10% poc’anzi richiamata⁷⁸.

⁷⁵ Décret n° 2019-1590 du 31 décembre 2019 relatif aux investissements étrangers en France. Disponibile all’indirizzo <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000039727443> (consultato da ultimo il 3 aprile 2026).

⁷⁶ Arrêté du 31 décembre 2019 relatif aux investissements étrangers en France. Disponibile all’indirizzo <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000039727569/> (consultato da ultimo il 3 aprile 2026).

⁷⁷ Décret n° 2020-892 du 22 juillet 2020 relatif à l’abaissement temporaire du seuil de contrôle des investissements étrangers dans les sociétés françaises dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé. Disponibile all’indirizzo <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000042138111> (consultato da ultimo il 3 aprile 2026).

⁷⁸ Décret n° 2023-1293 du 28 décembre 2023 relatif aux investissements étrangers en France. Disponibile all’indirizzo <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000048706234> (consultato da ultimo il 3 aprile 2026).

La documentazione standardizzata di notifica degli investimenti esteri diretti predisposta dall'autorità francese si caratterizza per un elevato grado di analiticità. Oltre a richiedere la compilazione e allegazione del modulo armonizzato predisposto dalla Commissione europea⁷⁹, la notifica francese deve essere corredata da ulteriori informazioni. Rispetto all'esperienza italiana, quest'ultima richiesta si caratterizza per l'individuazione di voci ben definite nel loro contenuto, le quali lasciano ben poco margine di manovra al soggetto notificante nella selezione delle informazioni rilevanti. Mantenendo un minimo livello di astrazione volto a garantire una successiva comparazione, è possibile sussumere i dati richiesti in tre categorie: (i) caratteristiche dell'investitore notificante; (ii) caratteristiche del soggetto target; (iii) caratteristiche dell'operazione oggetto della notifica.

Con riguardo alla prima categoria di informazioni, emerge una chiara attenzione da parte del decisore francese alla struttura del capitale dell'investitore, il quale è tenuto ad indicare non soltanto dati finanziari generici e l'organigramma del gruppo, ma anche l'eventuale presenza nel capitale di fondi di investimento e i relativi controllanti, l'identità dell'ultimo soggetto controllante l'investitore, nonché tutti i contributi al capitale ricevuti da enti pubblici di Stati terzi negli ultimi cinque anni. Inoltre, il modulo si sofferma sull'identificazione dell'attività svolta dal soggetto investitore, con particolare riguardo alle differenti categorie di prestazioni, servizi e prodotti forniti così come i mercati nazionali, europei e globali in cui opera. La posizione dell'investitore sul mercato è presumibilmente oggetto di approfondita analisi da parte del decisore pubblico francese, in quanto il modulo di notifica richiede l'indicazione della quota da esso detenuta in ciascun mercato in cui opera, così come una lista dei principali soggetti concorrenti.

Ai fini della valutazione del carattere strategico degli asset coinvolti, la categoria di informazioni relativa alla società target (ii) riveste sicuramente carattere centrale. Anche in questo caso, l'organigramma di gruppo, la struttura del capitale della società target, i contributi al capitale ricevuti da parte di autorità pubbliche di Paesi terzi negli ultimi cinque anni, così come la quota di mercato detenuta dalla società target sono oggetto di precisa richiesta di informazione. Inoltre, il modulo richiede l'indicazione del volume di affari della società target, così come il volume di affari consolidato del gruppo, negli ultimi tre anni. Simili richieste informative non appaiono sorprendenti, in quanto si tratta di informazioni sicuramente utili ad individuare la rilevanza strategica della società destinataria dell'investimento estero diretto. In tal contesto, l'autorità francese pone attenzione altresì alla posizione della società target nella rispettiva catena di approvvigionamento nazionale ed europea. Infatti, il soggetto notificante è chiamato ad indicare non soltanto i principali concorrenti della società target, ma anche la lista dei suoi principali clienti. Quest'ultima scelta sembrerebbe dettata dalla volontà di attenzionare il ruolo di tale ente nel Sistema Paese francese, un aspetto certamente cruciale per la valutazione di un'eventuale rilevanza strategica. Infine, anche gli asset coinvolti nell'operazione di investimento sono oggetto di una specifica voce: il soggetto notificante deve fornirne una lista analitica qualora l'operazione coinvolga acquisizioni in tutto o in parte di rami di azienda.

Infine, le caratteristiche dell'operazione (iii) costituiscono l'ultima macro-categoria di informazioni oggetto di notifica. Anche in questo contesto si registra il medesimo grado di approfondimento e analiticità delle voci. Infatti, il modulo non si limita a richiedere una

⁷⁹ V. *supra*, nota n. 69.

descrizione della natura e volume dell'investimento, ma anche delle sue conseguenze e del contesto in cui si inserisce. In particolare, l'investitore è chiamato ad indicare le modifiche alla struttura di governance della società target risultanti dall'investimento, così come l'impatto dell'operazione sul capitale di quest'ultima. Inoltre, la notifica si estende alla dichiarazione della strategia globale in cui l'investimento si inserisce, al fine presumibile di basare la successiva valutazione su una più ampia fotografia del contesto rilevante.

Molte delle informazioni richieste dal decisore pubblico francese emergono anche dal sistema di notifica spagnolo. Quest'ultimo, nella versione oggi vigente, costituisce il risultato di un profondo cambio di paradigma che ha interessato il controllo degli investimenti esteri diretti in tale Stato membro. Prima della pandemia di Covid-19, la legislazione spagnola manteneva una generale apertura agli investimenti esteri, senza distinzioni significative di regime applicabile a investitori residenti nell'UE e a quelli situati al di fuori di essa. La principale fonte normativa in materia, la legge 19/2003⁸⁰, poneva limitazioni ai movimenti di capitale e alle transazioni economiche con l'estero solamente in settori specifici, tra cui la difesa nazionale.

Con l'avvento della pandemia, il panorama normativo spagnolo è significativamente. A partire da marzo 2020⁸¹, il governo spagnolo ha introdotto un meccanismo di *screening* preventivo per gli investimenti in alcuni settori strategici, in linea con il regolamento (UE) 2019/452. Tali misure sono state attuate per salvaguardare la sicurezza nazionale, l'ordine pubblico e la salute pubblica, introducendo controlli che si estendevano anche agli investitori provenienti da Stati membri dell'UE e dell'EFTA.

Questa fase iniziale di modifiche è stata seguita da ulteriori sviluppi normativi. Nel luglio 2023, il governo spagnolo ha adottato il regolamento 571/2023⁸², che consolida e rafforza il regime di controllo degli investimenti esteri diretti. Il nuovo regolamento specifica i settori strategici sottoposti a controllo e fornisce indicazioni per l'autovalutazione degli investitori, introducendo una struttura di monitoraggio meglio definita.

Il meccanismo di *screening* degli investimenti esteri diretti in Spagna prevede un obbligo di notifica per investimenti che soddisfano determinati criteri, quali l'acquisizione di una percentuale significativa di partecipazione al capitale sociale di una società spagnola, l'acquisizione di controllo su una società, così come ulteriori forme di investimenti in settori strategici.

Ai fini della notifica dell'operazione, il decisore spagnolo ha predisposto un modulo altamente analitico, le cui voci sono tratte dal modello predisposto dalla Commissione europea⁸³. Tale scelta è sicuramente lodevole, in quanto facilita la cooperazione tra Stati membri nell'ambito del meccanismo di cui al regolamento (UE) 2019/452 attraverso

⁸⁰ Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, disponible all'indirizzo: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-13471> (consultato da ultimo l'8 aprile 2026).

⁸¹ Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, disponible all'indirizzo: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2020/03/17/8/con> (consultato da ultimo l'8 aprile 2026).

⁸² Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones exteriores, disponible all'indirizzo: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2023/07/04/571/con> (consultato da ultimo l'8 aprile 2026).

⁸³ *Ibidem*.

l'acquisizione di un set ben definito ed analitico di informazioni, evitando al contempo eventuali duplicazioni tra il modulo nazionale e quello armonizzato.

Guardando alle informazioni richieste in sede di notifica, è possibile notare notevoli somiglianze con il meccanismo francese. Per ragioni di omogeneità nell'attività di comparazione, l'analisi che segue muoverà dalla precedente categorizzazione delle voci oggetto di notifica, distinguendo così tra (i) caratteristiche dell'investitore notificante; (ii) caratteristiche del soggetto target; (iii) caratteristiche dell'operazione oggetto della notifica.

Riguardo alla prima categoria, emerge una chiara attenzione alla struttura del capitale dell'investitore analoga a quella che caratterizza il meccanismo di *screening* francese. Infatti, anche il modulo spagnolo richiede l'indicazione dei contributi ricevuti da governi, enti pubblici e forze armate di un Paese terzo, così come l'eventuale controllo diretto o indiretto dell'investitore da parte del governo di un Paese terzo, comprese le relative forze armate. Per quanto concerne l'individuazione delle attività svolte, il modulo spagnolo presenta un'attenzione ancora maggiore rispetto a quello francese, poiché richiede l'indicazione di investimenti o attività già effettuati in settori quali sicurezza, ordine pubblico o salute pubblica all'interno dell'Unione. Infine, per quanto concerne la struttura amministrativa, la notifica deve includere l'indicazione del team incaricato di gestire l'investimento nei successivi tre anni.

Spostando l'attenzione sulle (ii) caratteristiche della società target, anche il modulo spagnolo prevede apposite voci dedicate, rispettivamente, alla struttura azionaria della società e del gruppo e alla dichiarazione di finanziamenti pubblici nazionali o dell'Unione europea nell'ambito di progetti a cui l'ente target ha preso parte o di cui ha beneficiato. Inoltre, è richiesta l'indicazione dell'eventuale stipulazione di contratti con enti pubblici, segno di un'attenzione particolare verso la posizione dell'impresa target nel Sistema Paese e nella fornitura di beni o servizi a favore di enti pubblici.

Per quanto concerne l'oggetto sociale, il meccanismo di *screening* tiene in debita considerazione l'eventuale svolgimento da parte dell'ente target di attività nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, di particolare rilevanza per la sicurezza cibernetica, così come in altri settori particolarmente sensibili. Tale enfasi si riflette nell'elencazione dei singoli asset detenuti dall'ente target, la quale appare ancor più analitica rispetto al sistema francese. Infatti, nel modulo di notifica spagnolo, particolare attenzione è riservata alla natura degli asset oggetto di investimento. Il soggetto notificante è tenuto a dichiarare l'eventuale possesso, gestione o fornitura di beni o servizi iscritti nel catalogo nazionale delle infrastrutture strategiche. In particolare, rientrano in tale categoria anche le tecnologie critiche e prodotti *dual use* ai sensi dell'art. 2, par. 1, del regolamento (UE) 2021/821.

Inoltre, il modulo richiede espressamente l'indicazione del potenziale coinvolgimento di quegli asset indispensabili per la fornitura di servizi essenziali relativi al mantenimento delle funzioni sociali di base, alla salute, alla sicurezza, al benessere sociale ed economico dei cittadini, o per l'efficace funzionamento delle istituzioni governative e delle amministrazioni pubbliche. Viene anche richiesto di notificare l'eventuale accesso a informazioni sensibili relative a tali asset, incluse anche dati non pubbliche o riservate.

Rientrano tra beni e servizi rilevanti, a titolo esemplificativo, le infrastrutture e le risorse funzionali all'approvvigionamento idrico, al sistema energetico (inclusi petrolio, gas ed

elettricità), alle telecomunicazioni, ai servizi di trasporto, ai servizi sanitari, ai servizi essenziali per la sicurezza alimentare, alle strutture di ricerca nonché al sistema finanziario e fiscale. Infine, anche l'accesso o il controllo su mezzi di comunicazione è contemplato tra i fattori suscettibili di rilevanza strategica ai fini della valutazione dell'investimento. Il richiamo ad un catalogo nazionale di asset strategici è certamente indicativo del livello di analiticità del meccanismo in esame, il quale permette al decisore spagnolo di fondare l'analisi del carattere strategico del target dell'investimento sulla base di elementi definiti.

Con riguardo, infine, alle (iii) caratteristiche dell'operazione oggetto della notifica, il modulo francese e quello spagnolo seguono linee direttrici tendenzialmente sovrapponibili. Dopo una descrizione della natura e delle ragioni dell'investimento, così come del suo volume, il meccanismo iberico richiede l'indicazione delle modifiche alla struttura di governance dell'impresa target all'esito dell'operazione. Seguendo il modello francese, il modulo domanda altresì un'analisi del piano di investimento in cui l'operazione si inserisce. Non mancano, tuttavia, alcuni elementi eterogenei rispetto al modulo francese. In primo luogo, il modello spagnolo richiede che l'analisi della strategia globale di investimento enuclei anche le relative ricadute occupazionali a livello nazionale. In secondo luogo, il medesimo modulo dedica apposite voci all'indicazione dell'eventuale carattere transfrontaliero dell'operazione, caratteristica che potrebbe comportare la sua sottoposizione a *screening* anche in altri Stati membri dell'Unione. Tuttavia, tale previsione è facilmente spiegabile: come rimarcato in precedenza, il modulo di notifica spagnolo è modellato sulla base del documento armonizzato predisposto dalla Commissione europea proprio allo scopo di facilitare la cooperazione tra autorità nazionali in caso di notifiche multiple.

5. Conclusioni: la necessità di una più profonda armonizzazione e il valore aggiunto di un “modello europeo” vincolante per lo *screening* degli investimenti a livello nazionale.

L'analisi condotta ha messo in luce i limiti strutturali dell'attuale quadro normativo europeo per il controllo degli investimenti esteri diretti. Sebbene il regolamento (UE) 2019/452 abbia rappresentato un importante cambio di paradigma, istituendo il primo meccanismo di cooperazione sovranazionale in materia, la sua natura di armonizzazione minimale lascia ampi e problematici margini di discrezionalità agli Stati membri. Tale impostazione genera una notevole frammentazione dei regimi nazionali, minando l'efficacia complessiva della protezione di asset che hanno una rilevanza strategica non soltanto per i singoli Stati membri, ma anche per l'Unione nel suo complesso.

L'esame del caso italiano ha confermato le criticità derivanti da questo approccio. Il meccanismo del *golden power*, pur essendo uno strumento fondamentale per la tutela della sicurezza nazionale, opera sulla base di un'ampia discrezionalità amministrativa, esacerbata da un sistema di notifica frammentario. La mancanza di una metodologia di valutazione strutturata e di moduli di notifica standardizzati e altamente analitici impedisce al decisore pubblico di fondare le proprie valutazioni su un patrimonio informativo omogeneo e predefinito, alimentando l'incertezza per gli operatori e riducendo la prevedibilità dell'azione amministrativa.

Di contro, l'analisi comparata con i regimi di Francia e Spagna offre un'indicazione riguardo alla possibile via da percorrere a livello sovranazionale. Entrambi gli Stati membri hanno adottato meccanismi di notifica più analitici e strutturati, basando la raccolta delle informazioni sul modello di notifica non vincolante proposto dalla Commissione europea. Questa scelta dimostra il valore aggiunto di un approccio metodologico comune, capace di ridurre la discrezionalità, aumentare la trasparenza informativa e garantire una valutazione del rischio più approfondita e coerente. La differenza tra l'approccio francese e spagnolo e quello italiano evidenzia la necessità di rendere un simile modello europeo non più facoltativo, ma vincolante per tutti gli Stati membri.

La riforma della disciplina in materia, presentata dalla Commissione nel 2024 e oggi in fase di adozione in prima lettura, costituisce un importante passo nella giusta direzione. L'introduzione di un obbligo per tutti gli Stati membri di dotarsi di un meccanismo di *screening*, l'estensione del suo ambito di applicazione agli investimenti *greenfield* e a quelli realizzati da entità UE sotto controllo estero, e la definizione di requisiti minimi per i settori da sottoporre ad autorizzazione preventiva, rappresentano iniziative utili a rispondere alle carenze strutturali finora evidenziate.

Tuttavia, l'analisi comparatistica proposta dimostra come una standardizzazione dei moduli di notifica degli investimenti – operata attraverso la previsione di un obbligo per le autorità nazionali di ricorrere al modulo armonizzato già approntato dalla Commissione – potrebbe fornire un ulteriore e decisivo contributo in tale direzione. Rispetto a tale prospettiva, l'art. 15, par. 2, del regolamento di riforma, oggi in fase di adozione, si limita a investire la Commissione della predisposizione in forma vincolante, mediante un atto di esecuzione, di un modulo armonizzato esclusivamente ai fini della notifica degli investimenti nell'ambito del meccanismo di cooperazione sovranazionale. Nell'attuale – e futura – assenza di vincoli sovranazionali in merito all'articolazione dei moduli di notifica nell'ambito dei meccanismi nazionali di *screening*, la scelta di aderire al modello predisposto dalla Commissione è stata fatta propria dai decisori pubblici francese e spagnolo, permettendo loro di acquisire un patrimonio informativo omogeneo e completo utile alla valutazione degli investimenti esteri diretti. Questi ultimi esempi virtuosi si pongono in contrasto con il meccanismo di *screening* italiano, ove persiste uno scarso livello di analiticità e approfondimento informativo che favorisce ampi margini di discrezionalità nell'esercizio dei poteri speciali.

Alla luce della prospettiva di evoluzione normativa qui invocata, una precisazione conclusiva appare opportuna. A fronte dell'indisponibilità di dati che mettano in correlazione l'elevata analiticità dell'acquisizione di informazioni in sede di *screening* con il grado di trasparenza e prevedibilità della prassi del decisore pubblico francese e spagnolo, è possibile fin da ora escludere che la previsione di un modulo armonizzato e vincolante per gli Stati membri possa rappresentare la panacea per superare le criticità derivanti dall'ampia discrezionalità esercitata dal potere pubblico nel controllo degli investimenti esteri diretti. Un ampio margine di valutazione a favore del potere esecutivo appare, infatti, inevitabile alla luce del legame inscindibile e funzionale che sussiste tra il controllo degli investimenti esteri diretti, da un lato, e la tutela dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza nazionali – settori particolarmente sensibili per la sovranità nazionale e che rientrano, a norma dell'art. 4, par. 2, TUE nell'alveo delle «funzioni essenziali dello Stato». Tuttavia, pur non potendo comprimere

tale margine di apprezzamento, la misura qui proposta permetterebbe quantomeno di superare un fattore – ossia la scarsa analiticità del patrimonio informativo su cui fondare l’esercizio dei poteri speciali – che nel contesto italiano contribuisce in maniera rilevante ad esacerbare la discrezionalità del decisore. Più precisamente, l’armonizzazione delle richieste informative alla base del meccanismo di *screening* implicherebbe una standardizzazione in forma altamente analitica dei presupposti di fatto della decisione, rendendo così più difficile per il decisore pubblico ricorrere in via strumentale ad argomentazioni attinenti all’ordine pubblico e alla pubblica sicurezza per perseguire surrettiziamente finalità puramente economiche.

Muovendo da tali considerazioni, è possibile ritenere in sede conclusiva che, per proteggere efficacemente la propria autonomia strategica e la sicurezza del mercato interno, l’Unione sia oggi chiamata a superare l’attuale modello di cooperazione e procedere verso una più profonda armonizzazione dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti. Lo sviluppo di un “modello europeo” vincolante per lo *screening* di questi ultimi, fondato su criteri oggettivi e su una raccolta informativa analitica e standardizzata, così come auspicato nel presente contributo, rappresenta dunque una necessità strategica per affrontare con coerenza ed efficacia le sfide di un panorama globale in costante mutamento.