

# Investimenti esteri diretti e *golden power*, *oggi*\*

Daniele Gallo\*\*

SOMMARIO: 1. Perimetrazione dell'indagine. - 2. Il regolamento UE n. 452/2019 sugli investimenti esteri diretti, anche nella prospettiva della disciplina italiana sul *golden power*. - 3. La proposta di modifica del regolamento UE n. 452/2019 sugli investimenti esteri diretti e le possibili ricadute sul "modello italiano". - 4. Il rapporto tra il regolamento UE n. 452/2019, il *golden power* e il regolamento CE n. 139/2004 relativo alle concentrazioni tra imprese. - 5. Conclusioni.

## 1. *Perimetrazione dell'indagine*

Il punto di vista scelto in questo contributo è quello dei rapporti, più o meno tesi, tra ordinamento dell'Unione europea e ordinamento italiano, con riferimento al rispetto delle norme UE sul mercato interno contenute negli articoli 49 ss. TFUE (libertà di stabilimento) e 63 ss. TFUE (libera circolazione

---

\* Il contributo costituisce la versione rielaborata e aggiornata (alla luce degli sviluppi di ottobre e novembre 2025) dell'intervento svolto, il 26 settembre 2025, a Courmayeur, Centro congressi, Sala Mont Blanc, in occasione del XXXVIII Convegno di studio in onore di Adolfo Beria di Argentine nel 25° anniversario dalla scomparsa "*Golden power e autorità di vigilanza: rapporti tra Stato e mercato*", in corso di pubblicazione nella collana *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, a cura di P. Montalenti e M. Notari. L'autore ringrazia i professori F. Ghezzi, A. Sacco Ginevri e la dott.ssa C. Burelli per il dialogo che ha preceduto il completamento del lavoro.

\*\* Professore ordinario di Diritto dell'Unione europea, Luiss Guido Carli di Roma.

dei capitali) e alla promozione e limitazione degli investimenti esteri diretti in seno all'Unione<sup>1</sup>.

I profili scelti sono tre.

Il primo è centrato su alcune caratteristiche del regolamento UE n. 452/2019 sul controllo degli investimenti esteri diretti, con qualche cenno

---

<sup>1</sup> Ci si limita a rinviare, in merito al controllo degli investimenti esteri diretti in seno all'Unione, ai seguenti riferimenti bibliografici: J. DE KOK, *Towards a European Framework for Foreign Investment Reviews*, in *ELR*, n. 1, 2019, p. 24 ss.; A. DIMOPOULOS, *European Union*, in M. KRAJEWSKI, R. T. HOFFMANN (eds.), *Research Handbook on Foreign Direct Investment*, Cheltenham-Northampton, 2019, p. 434 ss.; G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *RRM*, n. 1, 2019, p. 2 ss.; J. SNELL, *EU Foreign Direct Investment Screening: Europe qui protege?*, in *ELR*, n. 2, 2019, p. 137 ss.; S. VELLUCCI, *The New Regulation on the Screening of FDI: The Quest for a Balance to Protect EU's Essential Interests*, in *DCI*, n. 1, 2019, p. 123 ss.; M. CREMONA, *Regulating FDI in the EU Legal Framework*, in *EU Framework for Foreign Direct Investment Control*, in J. H. J. BOURGEOIS (ed.), Alphen aan den rijn, 2020, p. 31 ss.; S. HINDELANG, A. MOBERG, *The Art of Casting Political Dissent in Law: The EU's Framework for the Screening of Foreign Direct Investment*, in *CMLR*, n. 1, 2020, p. 1427 ss.; A. DIMOPOULOS, *EU Investment Agreements: A New Model for the Future*, in J. CHAISSE, L. CHOUKROUNE, S. JUSOH (eds.), *Handbook of International Investment Law and Policy*, Singapore, 2021, p. 2263 ss.; B. THORBJØRN DANIEL, *Comment on "In Search for an EU Competence to Establish an Investment Screening Mechanism and Restricting Effects Flowing from Fundamental Freedoms, Fundamental Rights, and Other EU Primary Law"*, *ibidem*, p. 467 ss.; C. HERRMANN, M. HOFFMANN, *Investment in the European Union: Competences, Structures, Responsibility and Policy*, *ibidem*, p. 2213 ss.; J. WARCHOL, *The Birth of the EU Screening Regulation*, *ibidem*, p. 53 ss.; L. LONARDO, *EU Law Against Hybrid Threats: A First Assessment*, in *EP*, n. 2, 2021, p. 1075 ss.; L. S. OTTO, *What Is a Foreign Direct Investment? Understanding Third Country Direct Investments Conceptually and in Practise*, in S. HINDELANG, A. MOBERG (eds.), *YSEC Yearbook of Socio-Economic Constitutions 2020: a Common European Law on Investment Screening (CELIS)*, Cham, 2021, p. 507 ss.; M. BLUNGENBERG, F. BLANDFORD, *Investment Screening – a New Era of European Protectionism?*, in M. HAHN, G. VAN DER LOO, *Law and Practice of the Common Commercial Policy: The First 10 Years after the Treaty of Lisbon*, *Studies in EU External Relations*, Leiden, 2021, p. 167 ss.; M. NETTESHEIM, *Screening for What Threat: Preserving "Public Order and Security", Securing Reciprocity in International Trade, or Supporting Certain Social, Environmental, or Industrial Policies?*, in S. HINDELANG, A. MOBERG (eds.), *op. cit.*, p. 481 ss.; S. SIMON, *Investment Screening: The Return of Protectionism? A Political Account*, *ibidem*, p. 43 ss.; T. VERELLEN, *When Integration by Stealth Meets Public Security: The EU Foreign Direct Investment Screening Regulation*, in *LIEI*, n. 1, 2021, p. 19 ss.; D. GALLO, *Sovranità (europea?) e controllo degli investimenti esteri*, in *Atti convegni AISDUE*, n. 10, 2022, p. 19 ss.; M. MISRA, *Thinking Past Naivete: Investment Screening by the EU as a Problem of (Mis)trust in International Relations*, in *European Foreign Affairs Review*, special issue, 2023, p. 117 ss.; S. ROBERT, *Foreign Investment Control Procedures as a Tool to Enforce EU Strategic Autonomy*, in *EP*, n. 2, 2023, p. 513 ss.; T. VERELLEN, A. HOFER, *The Unilateral Turn in EU Trade and Investment Policy*, in *European Foreign Affairs Review*, special issue, 2023, p. 1 ss.; S. POLI, D. GALLO, *Enhancing European Technological Sovereignty: The Foreign Investment Screening Regulation and Beyond*, in A. ARMSTRONG, J. SCOTT, A. THIES (eds.), *Liber Marise Cremona*, Oxford, 2024, p. 215 ss.

svolto anche in merito al connesso tema della compatibilità del *golden power* italiano<sup>2</sup> con il diritto dell'Unione<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Cfr., nella giurisprudenza italiana, TAR Lazio sent. 13 aprile 2022, n. 4488; Cons. Stato sent. 9 gennaio 2023, n. 289, n. 4488; Corte cost. sent. 15 giugno 2024, n. 105; TAR Lazio sent. 12 luglio 2025, n. 13748. Per alcuni dati recenti sulla pratica del *golden power* in Italia si vedano M. CARPAGNANO, *Cosa è successo in materia di Golden Power nel secondo trimestre 2025*, in *Osservatorio Golden Power*, 2025; A. SACCO GINEVRI, A. GEMMI, L. LORENZON, *CELIS Country Note on Italy*, in *CELIS*, 2025, dove è scritto che «the European Regulation on FDI absorbed 508 notifications and 140 pre-notifications; defence and national security 55 notifications and 10 prenotifications; and the other 10 notifications concerned 5G technology. More than half of the 2023 transactions were found to be outside the scope of application, with a higher percentage of inapplicability for pre-notifications. Cases of vetoes and opposition were reduced to half compared to 2022, from four to two (Safran/Microtecnica and Petro Mat Fzco/FbmHudson Italiana – regarding the latter Bergamobased company, the current government also opposed the sale to BM Carpenterie Oil & Gas S.r.l. and Officine Piccoli S.a.). At the same time, there was a slight increase in the use of mitigation measures “reflecting the increase in the number of transactions received and the changed international context,” that is, marked by efforts to de-risk strategic dependencies on states such as Russia and China in light of the Covid-19 pandemic and the war in Ukraine». Per un approfondimento sull'anno 2024 cfr. Senato della Repubblica, *LXV n. 3 - Relazione concernente l'attività svolta dal Governo in materia di poteri speciali (“Golden power”), riferita all'anno 2024*, comunicata alla Presidenza il 30 giugno 2025, 26, dove si riporta che «in relazione ai procedimenti notificati dalle imprese nell'anno 2024, l'Italia ha trasmesso 68 notifiche riguardanti investimenti diretti esteri, di cui 4 notifiche sono state trasmesse nel corso del 2025». In dottrina, sul *golden power* italiano si vedano, *ex multis*, R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, in *Rivista di diritto societario*, n. 3, 2018, p. 681 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers tra sovranismo e globalizzazione*, in *RTDE*, 2019, p. 151 ss.; G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *GDA*, 2019, p. 549 ss.; A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *GCOM*, n. 2, 2021, p. 282 ss.; F. FIORDIPONTI, *La situazione d'emergenza, necessità e occasione per potenziare i meccanismi di golden power*, in *dirittobancario.it*, 2021, p. 1 ss.; G. SABATINO, *The 'Golden Power' on Foreign Investments in EU Law in the Light of Covid Crisis*, in *European Company Law*, n. 6, 2021, p. 189 ss.; A. SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *RTDP*, n. 3, 2022, p. 743 ss.; L. BELVISO, *Golden Power: profili di diritto amministrativo*, Torino, 2022; C. SERENI LUCARELLI, *L'esercizio dei golden powers: criticità attuali e prospettive future*, in *GCOM*, n. 6, 2023, p. 1011 ss.; M. CLARICH, *La disciplina del golden power tra Stato, mercato ed equilibri geopolitici*, in *ivi*, n. 4, 2024, p. 702 ss.; M. SCIPIONE, *Il golden power come strumento attivo per una politica industriale “sostenibile”*, *ivi*, n. 4, 2024, p. 838 ss.

<sup>3</sup> Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento e del Consiglio, del 19 marzo 2019, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione. Sul tema si vedano le riflessioni già svolte in D. GALLO, *Sovranità (europea?)*, cit.; S. POLI, D. GALLO, *op. cit.*

Il secondo profilo riguarda la proposta di modifica del regolamento UE n. 452/2019<sup>4</sup>, del 25 gennaio 2024, dal giugno 2025 oggetto di negoziati tra Parlamento europeo, Consiglio e Commissione nel quadro del c.d. trilogio<sup>5</sup>.

Il terzo e ultimo profilo concerne la relazione tra il regolamento UE n. 452/2019, il regolamento CE n. 139/2004 relativo alle concentrazioni tra imprese<sup>6</sup> e l'ordinamento italiano, vista in particolare alla luce della recente vicenda BpM/Unicredit<sup>7</sup>.

La duplice finalità dell'analisi consiste nell'illustrare i tratti fondamentali del regolamento UE e gli aspetti, problematici e non, della disciplina interna sul *golden power*<sup>8</sup>, anche tenuto conto degli obblighi imposti a Stati e imprese ai

---

<sup>4</sup> COM(2024) 23 final del 24 gennaio 2024, proposta di regolamento del Parlamento e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento e del Consiglio.

<sup>5</sup> Cfr. la *news* della Commissione europea dal titolo “*Interinstitutional talks begin on EU’s revised FDI screening mechanism*”, 17 giugno 2025. Si vedano, altresì, le riflessioni di H. SCHRAMM, P. AGGARWAL, *CELIS Update on Investment Screening and Economic Security – June 2025*, in *CELIS*, 2025, reperibile *online*; L. HOENKOHLE, *From Fragmentation to Harmonisation, From Investment to Security? – Entering the Trilogues on the Revision of the FDI Screening Regulation*, in *Kluwer Competition Law Blog*, 2025.

<sup>6</sup> Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese (“Regolamento comunitario sulle concentrazioni”).

<sup>7</sup> Sul caso cfr. *Unicredit lancia offerta pubblica di scambio volontaria su Banco Bpm. Orcel: non abbiamo ambizioni su Mps*, 2024, in *Il Sole 24 ore*, 2024, per un ultimo aggiornamento, cfr. *Unicredit, inviata lettera Ue a Italia: obblighi su offerta Banco Bpm violano regole*, in *Il Sole 24 ore*, 2025; *UniCredit: riaccende scontro golden power, banca va al Consiglio di Stato*, in *Il Sole 24 ore*, 2025; *Golden power, la Ue apre la procedura di infrazione contro l'Italia*, in *Il Sole 24 ore*, 2025. Si rinvia, inoltre, al DPCM del 23 aprile 2025 recante l'esercizio di poteri speciali, con prescrizioni, in relazione all'offerta di scambio volontaria, da parte di Unicredit, avente ad oggetto la totalità delle azioni di Banco BPM S.p.a., e alla notizia circa l'invio di una lettera di messa in mora all'Italia nell'ambito della procedura d'infrazione INFR(2025) 2152: Commissione europea, *Pacchetto infrazioni di novembre: decisioni principali*, 8. *Stabilità finanziaria, servizi finanziari e Unione dei mercati dei capitali*, La Commissione invita l'ITALIA a conformarsi alla normativa bancaria dell'UE, 2025, p. 10. Cfr., tra le fonti di natura giornalistica, *Golden power su banche, Ue apre procedura di infrazione per l'Italia*, in *Il Sole 24ore*.

<sup>8</sup> Sul tema della compatibilità del *golden power* italiano con il diritto UE nel settore bancario si vedano le riflessioni di D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell'Unione europea: il caso delle banche*, in *RRM*, n. 1, 2021, p. 26 ss.; R. LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *RTDE*, n. 2, 2020, p. 228 ss.; M. PIGNATTI, *Golden power ed enti creditizi: le ragioni di un difficile rapporto*, Torino, 2025. Sulla vicenda BpM/Unicredit si veda L. PICOTTI, *Risiko bancario e Golden Power: l'intervento del governo su Unicredit-Banco Bpm*, in *Osservatorio Golden Power*, 2025. In giurisprudenza cfr. TAR Lazio sent. 12 luglio 2025, n. 13748, cit. Cfr., tra le fonti di natura giornalistica, F. MICHELETTI, *Brussels dismisses Italy’s security fears over UniCredit merger*, in *politico.eu*, 2025; F. MICHELETTI, *Italian court hands Meloni partial victory in UniCredit banking merger battle*, *ivi*, 2025; F. MICHELETTI *Brussels on a collision course with Rome over Italian bank mergers*, *ivi*, 2025; F. MICHELETTI, *Von der Leyen tries to keep Meloni onside by stalling action over banking saga*, in *ivi*, 2025; G.

sensi del regolamento CE n. 139/2004, e nel verificare se, ed eventualmente in che termini, esista un problema di illegittimità del diritto italiano, dal punto di vista del diritto UE.

## 2. Il regolamento UE n. 452/2019 sugli investimenti esteri diretti, anche nella prospettiva della disciplina italiana sul golden power

Con riguardo al primo profilo sopra indicato, vanno svolte sette considerazioni.

La prima: il regolamento segna un momento di svolta rispetto al passato, essendo il segnale di un ordine giuridico, quello europeo<sup>9</sup>, il quale, seppure con ritardo, ha intercettato e inquadrato fenomeni e trasformazioni in atto nel mercato unico, tra cui la proliferazione di operatori commerciali extra-UE, diversi dei quali riconducibili sostanzialmente a Paesi terzi, in particolare alla Cina<sup>10</sup>, in settori strategici e d'interesse generale nei Paesi membri dell'Unione. Il regolamento, pur non mirando ad armonizzare il controllo degli investimenti esteri diretti ai sensi dell'art. 114 TFUE, rappresenta, senza dubbio, un passo in avanti verso una maggiore cooperazione tra Unione e Stati membri e una maggiore integrazione tra ordinamenti nazionali in tema di investimenti esteri diretti e *screening*. In particolare, le istituzioni UE anticipano quanto avvenuto durante la crisi da covid in altre aree, soprattutto nella materia degli aiuti di Stato<sup>11</sup> e in un ambito strettamente collegato agli investimenti esteri diretti qual

---

BARBATI, *Unicredit presenta ricorso contro il golden power del governo: che succede ora, possibile misura Ue*, in *Euronews*, 2025.

<sup>9</sup> D. GALLO, *Ordine giuridico del mercato 2.0 e Unione europea*, in *EJ*, n. 2, 2023, p. 136 ss.; D. GALLO, P. DE PASQUALE, *Intervista a Enrico Letta: "Speed, security and solidarity. Così l'Unione europea potrà affrontare le sfide future"*, in questa *Rivista*, n. 1, 2025, p. 161 ss.

<sup>10</sup> Si vedano, *ex multis*, F. BASSAN, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Cheltenham-Northampton, 2011; F. BASSAN, *Sovereign wealth funds: A definition and classification*, in *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, in F. BASSAN, *op. cit.*, p. 41 ss.; D. GALLO, *The Rise of Sovereign Wealth Funds (SWFs) and the Protection of Public Interest(s): The Need for a Greater External and Internal Action of the European Union*, in *European Business Law Review*, n. 4, 2016, p. 459 ss. Da ultimo, sul punto, cfr. nei *mass media* A. BARBERA, *Stretta sugli investimenti di Pechino. Bruxelles studia il Golden power*, in *La Stampa*, 2025.

<sup>11</sup> Cfr. comunicazione della Commissione sul quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19, soggetta a modifiche attraverso gli atti seguenti: Modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19; Modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza della Covid-19; Terza modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza della Covid-19; Quarta modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza

è quello delle sovvenzioni estere<sup>12</sup>; sovvenzioni che non raramente vengono (direttamente o indirettamente) concesse da Stati terzi a soggetti che investono nel territorio europeo. In particolare, il regolamento anticipa una tendenza nella misura in cui l'Unione interviene, comprimendo la portata del fenomeno della globalizzazione, per assicurare il contemperamento tra interessi confliggenti, sicurezza e autonomia strategica dell'Unione<sup>13</sup>, da un lato, e,

---

del COVID-19 e modifica dell'allegato della comunicazione della Commissione agli Stati membri sull'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea all'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine; Quinta modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza della COVID-19 e modifica dell'allegato della comunicazione della Commissione agli Stati membri sull'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea all'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine; Sesta modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza della COVID-19 e modifica dell'allegato della comunicazione della Commissione agli Stati membri sull'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea all'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine.

<sup>12</sup> Regolamento (UE) 2022/2560 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno.

<sup>13</sup> Sulla strategia economica europea si vedano M. DAMEN, *EU Strategic Autonomy 2013–2023: From Concept to Capacity*, in *European Parliamentary Research Service*, 2022, p. 1 ss.; T. GEHRKE, *EU Open Strategic Autonomy and the Trappings of Geoeconomics*, in *European Foreign Affairs Review*, 2022, p. 61 ss.; F. HOFFMEISTER, *Strategic Autonomy in the European Union's External Relations Law*, in *CMLR*, n. 3, 2023, p. 667 ss.; J. MIRÓ, *Responding to the Global Disorder: The EU's Quest for Open Strategic Autonomy*, in *Global Society*, n. 2, 2023, p. 315 ss.; S. ROBERT, *Foreign Investment Control Procedures as a Tool to Enforce EU Strategic Autonomy*, in *EP*, n. 2, 2023, p. 513 ss.; A. STEINBACH, *The EU's Turn to "Strategic Autonomy": Leeway for Policy Action and Points of Conflict*, in *EJIL*, n. 4, 2023, p. 973 ss. Con particolare attenzione al settore tecnologico si vedano L. FLORIDI, *The Fight for Digital Sovereignty: What It Is, and Why It Matters, Especially for the EU*, in *Philosophy & Technology*, n. 3, 2020, p. 369 ss.; E. CELESTE, *Digital Sovereignty in the EU: Challenges and Future Perspectives*, in F. FABBRINI, E. CELESTE, J. QUINN, *Data Protection Beyond Borders. Transatlantic Perspectives on Extraterritoriality and Sovereignty*, Portland, 2021, p. 211 ss.; S. POLI, *Il rafforzamento della sovranità tecnologica europea e il problema delle basi giuridiche*, in *Post di AISDUE*, n. 5, 2021, p. 69 ss.; M. VARJU, *The Protection of Technology Sovereignty in the EU: Policy, Powers and the Legal Reality*, in *ELR*, n. 4, 2022, p. 568 ss.; C. BEAUCILLON, *Strategic Autonomy: A New Identity for the EU as a Global Actor*, in *EP*, n. 2, 2023, p. 417 ss.; S. POLI, *Reinforcing Europe's Technological Sovereignty Through Trade Measures: The EU and Member States' Shared Sovereignty*, *ibidem*, p. 429 ss.; N. A. SMUHA, *Digital Sovereignty in the European Union: Five Challenges from a Normative Perspective*, in G. BARRETT, P. C. MÜLLER-GRAFF, J. P. RAGEADE, V. VADÁSZ (eds.), *European Sovereignty: The Legal Dimension*, Cham, 2024, p. 127 ss. Sulla connessione tra sovranità tecnologica e sicurezza economica si vedano C. BERTRAND, *La souveraineté numérique européenne: une «pensée en acte»?*, in *RTDEur*, 2021, p. 249 ss.; D. GALLO, S. POLI, *op. cit.*

dall'altro, l'apertura agli investimenti esteri<sup>14</sup>; contemperamento che informa anche il Rapporto Letta<sup>15</sup> e il Rapporto Draghi<sup>16</sup>.

La seconda considerazione: il regolamento comunitarizza esigenze improntate alla protezione della sicurezza<sup>17</sup> e all'ordine pubblico. Il regolamento, quindi, eleva, a livello del diritto UE, alcuni valori dal piano, derogatorio e nazionale, a quello, *positivo*, della regola europea condivisa. Ciò avviene attraverso lo strumento procedurale, cioè attraverso un meccanismo di cooperazione che mette in relazione gli Stati con la Commissione e gli Stati tra loro. In quest'ottica, e per garantire l'effetto utile del regolamento, è scritto che le autorità nazionali devono evitare l'elusione del controllo introdotto grazie al regolamento rispetto a situazioni nelle quali l'investitore è di proprietà di una persona fisica o giuridica di un Paese terzo o controllata da quest'ultimo<sup>18</sup>.

La terza considerazione: il fatto che il regolamento includa molteplici settori dai chiari connotati economici<sup>19</sup>, non limitandosi alla difesa, va letto alla

---

<sup>14</sup> Si veda, recentemente, O. PALLOTTA, G. M. POLITO, *Intervista a Roberto Chieppa: "Mercato interno, golden power e autonomia strategica europea: quale equilibrio?"*, in questa *Rivista*, n. 2, 2025, p. 487 ss.

<sup>15</sup> E. LETTA, *Much More Than a Market*, 2024, pp. 66 e 135.

<sup>16</sup> M. DRAGHI, *The future of European competitiveness Part A - A competitiveness strategy for Europe*, Bruxelles, 2024, p. 20; M. DRAGHI, *The future of European competitiveness Part B - In-depth analysis and recommendations*, 2024, p. 222.

<sup>17</sup> Per alcune osservazioni sulle nozioni di sicurezza nazionale e sovranazionale, viste alla luce delle trasformazioni attuali, si vedano, *inter alia*, F. FERRARO, *Brevi note sulla competenza esclusiva degli Stati membri in materia di sicurezza nazionale*, in *Post di AISDUE*, n. 7, 2019, p. 95 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*, n. 4, 2023, p. 323 ss.

<sup>18</sup> Cfr. il *considerando* 10 del regolamento n. 452/2019, nella parte in cui è affermato che «Gli Stati membri che dispongono di un meccanismo di controllo, dovrebbero provvedere, nel rispetto del diritto dell'Unione, alle misure necessarie ad evitare l'elusione dei loro meccanismi di controllo e delle relative decisioni»; cfr. altresì l'art. 3, par. 6: «gli Stati membri che dispongono di un meccanismo di controllo mantengono, modificano o adottano le misure necessarie a individuare e prevenire l'elusione dei meccanismi di controllo e delle decisioni di controllo».

<sup>19</sup> L'art. 4 del regolamento elenca i fattori che possono essere presi in considerazione dagli Stati membri e dalla Commissione nel valutare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico. In particolare, il par. 1 consente di considerare gli effetti potenziali su: «a) infrastrutture critiche, fisiche o virtuali, tra cui energia, trasporti, acqua, salute, comunicazioni, media, trattamento o archiviazione dei dati, infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie, nonché strutture sensibili e investimenti in terreni o immobili essenziali per il loro utilizzo; b) tecnologie critiche e prodotti a duplice uso, quali quelli di cui all'art. 2, punto 1, del regolamento (CE) n. 428/2009, comprendenti l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché nanotecnologie e biotecnologie; c)

luce della più recente politica europea connotata dalla ricerca e dalla salvaguardia della sicurezza economica<sup>20</sup>. Nozione quest'ultima il cui significato non è così scontato: in primo luogo, la sicurezza economica<sup>21</sup> non è più un ossimoro, come pareva fosse fino a qualche anno fa. Quel che per decenni è stato insegnato agli studenti secondo cui la sicurezza è causa legittima di restrizione del mercato se l'obiettivo non è economico, se, dunque, non è

---

sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui energia, materie prime e sicurezza alimentare.»

<sup>20</sup> COM(2024) 26 final del 24 gennaio 2024, proposta di raccomandazione del Consiglio relativa al rafforzamento della sicurezza della ricerca. Cfr., altresì, COM(2024) 22 final del 24 gennaio 2024, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio Impulso alla sicurezza economica dell'Europa: introduzione a cinque nuove iniziative, p. 1, con cui la Commissione stabilisce «un'impostazione globale in tema di sicurezza economica europea» adottando cinque nuove iniziative, parte del c.d. "pacchetto": COM(2024) 23 final del 24 gennaio 2024, cit.; COM(2024) 24 final del 24 gennaio 2024, Libro bianco sul controllo delle esportazioni; COM(2024) 25 final del 24 gennaio 2024, Libro bianco sugli investimenti in uscita; COM(2024) 26 final del 24 gennaio 2024, cit.; COM(2024) 27 final del 24 gennaio 2024, Libro bianco sulle opzioni per migliorare il sostegno alla ricerca e allo sviluppo che coinvolgono tecnologie con potenziale duplice uso.

<sup>21</sup> Sulle origini del concetto di sicurezza economica si vedano C. R. NEU, C. Wolf, *The economic dimensions of national security*, in *RAND*, 1994, p. 1 ss.; V. CABLE, *What Is International Economic Security?*, in *Royal Institute of International Affairs*, n. 2, 1995, p. 305 ss.; M. PAULSEN, *The Past, Present, And Potential Of Economic Security*, in *The Yale Journal of International Law*, vol. 50, 2025, p. 1 ss. Sul nesso tra investimenti esteri e sicurezza, economica e non, in Europa e non solo, si vedano E. GRAHAM, P. KRUGMAZ, *Foreign direct investment in the United States*, Washington, 1995; T. H. MORAN, L. OLDENSKI, *Foreign direct investment in the United States: benefits, suspicions, and risks with special attention to FDI from China*, Washington, 2013; J. VELTERN, *FDI Screening Mechanisms on the Grounds of 'Security or Public Order' and 'Public Policy or Public Security'*, in J. VELTEN (ed.), *European Yearbook of International Economic Law, Screening Foreign Direct Investment in the EU*, vol. 26, Cham, 2022, p. 57 ss.; J. VELTERN, *Flexibility for FDI Screening on Broader Grounds Than 'Security or Public Order'*, *ibidem*, p. 127 ss.; C. CELLERINO, *L'UE tra sicurezza militare e sicurezza economica: ruolo, limiti e potenzialità della disciplina UE sul controllo alle esportazioni dei beni a duplice uso*, in *Quaderni AISDUE*, 2024, p. 2 ss.; W. ZWARTKRUIS, *Foreign Direct Investment and Security: What is Actually the Problem?*, in J. HILLEBRAND POHL, T. PAPADOPOULOS, J. WIESENTHAL, *National Security and Investment Controls*, Cham, 2024, p. 27 ss.; G. DIMITROPOULOS, *Regulating Sovereign-Driven Investments in International Trade and Investment Agreements: The Role of Investment Screening Mechanisms*, in J. CHAISSE, L. CHOUKROUNE, S. JUSOH (eds.), *Handbook of International Investment Law and Policy – Volume I*, Singapore, 2020, p. 165 ss.; M. PADON, N. CUSIMANO, *The Future of International Trade and the European Economic Security Strategy*, in *Global Trade and Customs Journal*, 2020, p. 79 ss.; J. ZEMÁNEK, *National and European Sovereignty in the European Union: An Irresolvable Conflict? The Position of the Czech Constitutional Court*, in G. BARRETT, P. C. MULLER-GRAFF, J.P. RAGEADE, V. VADÁSZ (eds.), *European Sovereignty: The Legal Dimension*, 2024, Cham, p. 103 ss.; L. LONARDO, *Internal market meets geopolitics: recent case law on freedom of establishment*, in questa *Rivista*, n. 3, 2025, p. 1 ss.

associato alla salvaguardia di una politica industriale,<sup>22</sup> deve essere relativizzato: oggi, la sicurezza economica diventa valore e finalità dell’ordinamento dell’Unione. A dimostrazione della caratterizzazione economica del concetto di sicurezza nel regolamento è sufficiente ricordare il riferimento ivi contenuto all’infrastruttura finanziaria, di cui al suo art. 4, par. 1, lett. d). Un concetto, quello d’infrastruttura finanziaria, interpretato, dal legislatore di parecchi Stati membri, incluso quello italiano, nel senso di ricomprendervi il settore creditizio-assicurativo<sup>23</sup>.

In secondo luogo, la nozione di sicurezza economica, oramai tratto costitutivo del diritto dell’Unione, apre a considerazioni nuove, in punto di diritto, considerato che l’art. 4, par. 2 TUE<sup>24</sup>, una delle norme costituzionali chiavi del diritto primario in materia di distribuzione delle competenze tra Unione e autorità nazionali, esplicitamente riserva la sicurezza alla competenza esclusiva degli Stati e lo fa collocandola a fianco alla locuzione «identità nazionale», andando oltre quanto prevede l’art. 346, par. 1, lett. b) TFUE<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> Si tratta della cosiddetta “*doctrine of non economic considerations*”, su cui si vedano, per tutti, L. DANIELE, *Diritto del Mercato Unico europeo e dello Spazio di Libertà, Sicurezza e Giustizia*, Milano, 2025, in particolare p. 263; C. BARNARD, *The Substantive Law of the EU: The Four Freedoms*, Oxford, 2025, in particolare pp. 514, 534-535, 574; D. GALLO, *La progressive et inévitable avancée des considérations économiques dans le domaine des justifications d’intérêt général aux restrictions du marché intérieur*, in C. BLUMANN, F. PICOD (sous la direction de), *Annuaire de droit de l’Union européenne*, Paris, 2016, p. 86 ss.

<sup>23</sup> Cfr., quanto all’Italia, l’art. 2, par. 5, del decreto legge del 15 marzo 2012, n. 21, convertito in legge 11 maggio 2012, n. 56, il quale prevede che: «[...] nei settori delle comunicazioni, dell’energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo, sono soggetti all’obbligo di notifica di cui al primo periodo anche gli acquisti, a qualsiasi titolo, di partecipazioni da parte di soggetti appartenenti all’Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia, di rilevanza tale da determinare l’insediamento stabile dell’acquirente in ragione dell’assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell’acquisto, ai sensi dell’articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58». Si veda, per uno sguardo comparato, H. SCHRAMM, *CELIS Update on Investment Screening and Economic Security – April 2025*, in *CELIS*, 2025; F. JALINOUS, O. BERG, *Foreign direct investment reviews 2025: A global perspective*, in *White&Case*, 2025.

<sup>24</sup> «L’Unione rispetta l’uguaglianza degli Stati membri davanti ai trattati e la loro identità nazionale insita nella loro struttura fondamentale, politica e costituzionale, compreso il sistema delle autonomie locali e regionali. Rispetta le funzioni essenziali dello Stato, in particolare le funzioni di salvaguardia dell’integrità territoriale, di mantenimento dell’ordine pubblico e di tutela della sicurezza nazionale. In particolare, la sicurezza nazionale resta di esclusiva competenza di ciascuno Stato membro». Cfr. nella sterminata dottrina, *inter alia*, 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, in particolare pp. 142-155.

<sup>25</sup> «b) Ogni Stato membro può adottare le misure che ritenga necessarie alla tutela degli interessi essenziali della propria sicurezza e che si riferiscano alla produzione o al commercio di armi, munizioni e materiale bellico; tali misure non devono alterare le condizioni di concorrenza

Pertanto, mentre il concetto “classico” di sicurezza è riconducibile alla sovranità degli Stati, alla loro giurisdizione, quello di sicurezza economica va necessariamente inquadrato nella competenza dell’Unione<sup>26</sup>.

A titolo esemplificativo, è chiaro che al cuore dell’*affaire* Unicredit e BPM<sup>27</sup> si situi la stabilità finanziaria, quale finalità, differente dal mero interesse finanziario, che è economica e non economica nel contempo, e che, secondo la Corte di giustizia, costituisce «un interesse pubblico superiore»<sup>28</sup>. Nella Comunicazione della Commissione, del 26 marzo 2020, intitolata «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», al punto 4 è affermato che è «possibile adottare misure restrittive per affrontare minacce alla stabilità finanziaria»<sup>29</sup>. Quanto scritto è prova che, attualmente, a differenza del passato, restrizioni al mercato sono compatibili con il diritto UE anche qualora siano dettate «da motivi di ordine economico che perseguono un obiettivo d’interesse generale», come affermato nelle sentenze *Essent*<sup>30</sup> e *Xella*<sup>31</sup>. Riecheggia, di conseguenza, la natura mista, economica e non, della norma europea *par excellence* in tema di intervento pubblico nell’economia: l’art. 106, par. 2, TFUE sui servizi di interesse economico generale<sup>32</sup>. La stabilità finanziaria si atteggia a finalità intermedia e strumentale al perseguimento dello scopo, ultimo, di garantire il risparmio e l’erogazione di servizi essenziali prestati dalle banche a favore della collettività. Se si trattasse di obiettivo puramente economico, lo Stato non potrebbe autonomamente derogare alle norme sul mercato interno; trattandosi

---

nel mercato interno per quanto riguarda i prodotti che non siano destinati a fini specificamente militari».

<sup>26</sup> E. LETTA, *op. cit.*, p. 134: «Economic security is pivotal for the Single Market’s future».

<sup>27</sup> Cfr. in giurisprudenza TAR Lazio sent. n. 13748/2025, cit.

<sup>28</sup> Corte giust. 13 settembre 2022, C-45/21, *Banka Slovenije*, punto 79; 30 settembre 2016, C-526/14, *Tadej Kotnik e a. contro Državni zbor Republike Slovenije*, punto 69.

<sup>29</sup> 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).

<sup>30</sup> Corte giust. 11 settembre 2014, C-204/12 a C-208/12, *Essent Belgium NV contro Vlaamse Reguleringsinstantie voor de Elektriciteits – en Gasmarkt*, punti 53, 89, 104.

<sup>31</sup> Corte giust. 13 luglio 2023, C-106/22, *Xella Magyarorszá*, punto 65.

<sup>32</sup> «Le imprese incaricate della gestione di servizi di interesse economico generale o aventi carattere di monopolio fiscale sono sottoposte alle norme dei trattati, e in particolare alle regole di concorrenza, nei limiti in cui l’applicazione di tali norme non osti all’adempimento, in linea di diritto e di fatto, della specifica missione loro affidata. Lo sviluppo degli scambi non deve essere compromesso in misura contraria agli interessi dell’Unione».

di obiettivo, in ultima istanza, non economico, questa possibilità esiste, pur nel rispetto, evidentemente, del principio di proporzionalità.

La quarta considerazione: la Commissione, ai sensi degli articoli 6, 7 e 8 del regolamento, ha il potere di adottare pareri rispetto agli investimenti esteri diretti che le sono notificati, ma anche rispetto a investimenti che non sono oggetto di un controllo nazionale (e che dunque non le sono stati notificati) e indipendentemente dal fatto che altri Stati membri abbiano formulato osservazioni. I pareri, per un verso, sono un importante strumento a disposizione dell'Unione; per altro verso, la Corte di giustizia non si è ancora pronunciata sul se il parere possa essere sottoposto al controllo, diretto o indiretto, della Corte di giustizia, rispettivamente, ai sensi dell'art. 263 TFUE (ricorso per annullamento) e dell'art. 267 par. 1, lett. b) TFUE (rinvio pregiudiziale di validità). Sono atti non vincolanti, dal momento che lo Stato che effettua il controllo deve tenerli in debita considerazione ma può discostarsene<sup>33</sup>, di natura endoprocedimentale<sup>34</sup>, insuscettibili di limitare *de iure* la discrezionalità degli Stati membri e adottati nell'ambito di un procedimento composito che si conclude con una decisione dell'autorità nazionale, non della Commissione. Da qui la conclusione, in ossequio alla giurisprudenza UE<sup>35</sup>, che i pareri non possono essere oggetto di un ricorso per annullamento esperibile né dagli Stati coinvolti, dove l'investimento è

---

<sup>33</sup> Cfr. l'art. 6, par. 9 del regolamento: «lo Stato membro che effettua il controllo tiene in debita considerazione le osservazioni degli altri Stati membri di cui al paragrafo 2 e il parere della Commissione di cui al paragrafo 3. La decisione di controllo finale è adottata dallo Stato membro che effettua il controllo». Allo stesso modo, l'art. 7, par. 7, dispone che: «lo Stato membro in cui l'investimento estero diretto è in programma o è stato realizzato tiene in debita considerazione le osservazioni degli altri Stati membri e il parere della Commissione». Diversamente, in caso di investimenti esteri diretti suscettibili di incidere su progetti o programmi di interesse dell'Unione, l'art. 8, par. 2, lett. c) introduce un vero e proprio obbligo di “comply or explain”, prevedendo che: «lo Stato membro in cui l'investimento estero diretto è in programma o è stato realizzato prende nella massima considerazione il parere della Commissione e fornisce a quest'ultima una spiegazione qualora non lo segua».

<sup>34</sup> Sull'efficacia, *de facto* vincolante, degli atti di *soft law*, si richiama la giurisprudenza della Corte di giustizia, *ex multis*, cfr. Corte giust. 11 settembre 2003, C-207/01, *Altair Chimica*, punto 41; 15 settembre 2016, C-28/15, *Koninklijke KPN e altri*, punto 41; *Balgarska Narodna Banka*, sopra citata, punto 80. In dottrina si veda A. D'AGNONE, *Il regolamento 2019/452 che istituisce un quadro per lo screening degli investimenti esteri diretti: uno strumento in evoluzione*, in *Quaderni AISDUE*, anticipazione fascicolo, 2025, p. 1 ss.

<sup>35</sup> Cfr., in tale senso, Corte giust. 13 dicembre 1989, C-322/88, *Grimaldi*, punto 8; 13 giugno 2017, C-258/14, *Florescu e a.*, punto 30; 20 febbraio 2018, C-16/16 P, *Belgio/Commissione*, punto 44; 27 febbraio 2018, C-266/16, *Western Sahara Campaign UK*, punti 44, 46; 14 maggio 2019, C-391/16, C-77/17 e C-78/17, *M e a.* (Revoca dello status di rifugiato), punto 71; 25 marzo 2021, C-501/18, *Balgarska Narodna Banka*, punti 82 e 83; 15 luglio 2021, C-911/19, *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)*, punti 54 e 55.

effettuato, né, a *fortiori*, dagli investitori extra-UE o dalle società *targets*. D'altra parte, come si evince dall'esame della giurisprudenza UE<sup>36</sup>, il giudice nazionale potrebbe rivolgersi alla Corte di giustizia ex art. 267 par. 1, lett. b) TFUE, nell'ambito di un rinvio pregiudiziale di validità, per verificare se il parere reso dalla Commissione sia in contrasto con l'ordinamento UE. Insomma, l'investitore extra-UE, così come l'impresa *target*, avrebbero a disposizione lo strumento del ricorso indiretto, piuttosto che percorrere la via offerta dall'art. 263 TFUE.

La quinta considerazione: nel *considerando* 13 del regolamento è stabilito che Stato e Commissione tengono conto «della possibilità che un investitore estero sia controllato direttamente o indirettamente, ad esempio attraverso finanziamenti consistenti, comprese le sovvenzioni, da parte del governo di un paese terzo»<sup>37</sup>. Ovviamente, non c'è dubbio che i motivi della sicurezza e dell'ordine pubblico assumano contorni ancora più estesi se l'investimento proviene dai c.d. investitori sovrani, alcuni dei quali collegati a governi di Paesi terzi dove la *rule of law*, eufemisticamente, presenta sfumature diverse da quelle che invece presenta nella maggior parte degli Stati membri dell'Unione. È naturale che la “lunga mano” del capitalismo di Stato, quando si tratta di investitori sovrani riconducibili, più o meno formalmente, a Stati terzi, possa provocare inquietudine. È un'inversione, in ragione della provenienza dell'investitore, rispetto a quanto prescrive l'art. 345 TFUE<sup>38</sup> in tema di neutralità circa il regime di proprietà delle imprese<sup>39</sup>.

---

<sup>36</sup> Sul punto, da ultimo, cfr. *FBF c. ACPR*, sopra citata, punti 54 e 55, dove la Corte dichiara che: «il fatto che, come emerge dai punti da 39 a 49 della presente sentenza, gli orientamenti controversi siano privi di effetti giuridici vincolanti non è quindi tale da escludere la competenza della Corte a pronunciarsi sulla loro validità nell'ambito della presente causa». Si vedano le considerazioni di J. ALBERTI, *Un atto non vincolante può essere dichiarato invalido? Le Guidelines di EBA dinanzi alla Corte di giustizia*, in *DUE*, n. 2, 2022, p. 425 ss.; M. DOMINA, *The Broadening 'Soft Law' Powers of the European Banking Authority*, in *European Company Law*, n. 2, 2022, p. 22 ss.

<sup>37</sup> Cfr. altresì l'art. 2, par. 4, lett. a) del regolamento: «Nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione tengono altresì conto, in particolare, se: a) l'investitore estero sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, inclusi organismi statali o forze armate, di un paese terzo, anche attraverso l'assetto proprietario o finanziamenti consistenti».

<sup>38</sup> L'art. 345 TFUE così dispone: «i trattati lasciano del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati membri».

<sup>39</sup> G. NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign direct investment screening: open questions and future challenges*, Bologna, 2019, p. 121 ss.; G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti*, cit.

La sesta considerazione: come l'Italia, altri paesi<sup>40</sup> oramai prevedono un trattamento differenziato, in termini di obblighi di notifica, a seconda che gli investitori siano europei oppure extra UE. La disciplina in vigore in Italia, in particolare negli articoli 1 e 2 del decreto-legge n. 21 del 15 marzo 2012, in effetti, individua un regime meno favorevole nel caso in cui gli investitori siano extra-UE rispetto al trattamento riservato agli investitori UE. Per i primi: notifica per le partecipazioni che attribuiscono una quota almeno pari al 10%; per i secondi: notifica per partecipazioni che determinano l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società. Che un tale trattamento differenziato sia giustificato lo si ricava da quanto stabiliscono gli Orientamenti del marzo 2020, che espressamente ammettono che le restrizioni nei confronti di investitori extra-UE siano soggette a criteri di controllo più pervasivi di quelli applicabili alle restrizioni nei confronti di investitori europei. Come osservato in relazione alla nozione, comunitaria, di sicurezza economica, questa netta differenziazione cristallizzata a livello europeo, in spregio di quanto stabilisce testualmente l'art. 63 TFUE sulla libera circolazione dei capitali, applicabile ugualmente a europei ed extra UE, va sottolineata ed è anch'essa una novità, fatto salvo quanto la Corte di giustizia aveva affermato in *Test Claimants* e *Orange European Smallcap Fund* nel (solo) settore fiscale<sup>41</sup>.

La settima e ultima considerazione: la circostanza che l'ordinamento italiano preveda un trattamento differenziato tra europei ed extra UE pone evidentemente un problema a monte: la normativa italiana sui *golden powers*, in parte non così dissimile dalla più risalente normativa italiana sulle *golden shares*<sup>42</sup>, nell'applicarsi anche a soggetti europei, inclusi italiani, cioè società incorporate nell'ordinamento italiano, è in contrasto con il diritto UE? La domanda è di sicura rilevanza non soltanto nella prospettiva del diritto italiano, ma anche perché altri paesi presentano normative analoghe, anche se con sfumature, più o meno significative, differenti<sup>43</sup>. Le perplessità, volte a

<sup>40</sup> Cfr. l'art. 55, par. 2, della *Außenwirtschaftsverordnung* (AWV) tedesca; la legge sugli investimenti esteri polacca Dz. U. 2015 1272.

<sup>41</sup> Corte giust. 13 marzo 2007, C-524/04, *Test Claimants*, punti 93-96; Corte giust. 20 maggio 2008, C-194/06, *Staatssecretaris van Financiën contro Orange European Smallcap Fund NV*, punti 48 e 49.

<sup>42</sup> Nella sterminata letteratura sia consentito un rinvio a D. GALLO, *Corte di giustizia, golden shares e investimenti sovrani*, in *DCI*, n. 4, 2013, p. 916 ss.

<sup>43</sup> L'art. 1, comma 3 bis del decreto legge convertito con modificazioni dalla legge 11 maggio 2012, n. 56 recita: «qualora l'acquisto delle partecipazioni di cui al comma 1, lettere a) e c), sia effettuato da un soggetto esterno all'Unione europea, di cui all'articolo 2, comma 5-bis, il Governo può considerare altresì le seguenti circostanze: a) che l'acquirente sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, compresi organismi statali o forze

evidenziare l'indole protezionistica e contraria al mercato interno, nei confronti dell'ordinamento italiano, perciò, sarebbero trasferibili anche ad altri ordinamenti. Sul piano della giustificazione dei *golden powers* e della loro proporzionalità, potrebbe dirsi che un conto è la restrizione, di tipo temporaneo, originariamente prevista durante il covid-19 in Italia e un altro è la restrizione, di natura non temporanea, come quella attualmente in vigore<sup>44</sup>. Tuttavia, proprio la prassi in molti Paesi membri, così come la particolare attenzione rivolta dalle istituzioni UE alla sicurezza economica, illustrata sopra, va nel senso di ritenere che la compatibilità del *golden power* con il diritto UE con riguardo agli investitori europei dipende, in concreto, dalle loro caratteristiche, sul piano del diritto societario e dei rapporti con soggetti privati e pubblici extra-UE, e dal tipo di acquisizione che intendono effettuare.

---

armate, di un Paese non appartenente all'Unione europea, anche attraverso l'assetto proprietario o finanziamenti consistenti». In particolare, l'art. 2, comma 5-*bis*, definisce soggetto estero «5-bis. Per le finalità di cui all'articolo 1 e al presente articolo, per soggetto esterno all'Unione europea si intende: a) qualsiasi persona fisica che non abbia la cittadinanza di uno Stato membro dell'Unione europea; b) qualsiasi persona fisica che abbia la cittadinanza di uno Stato membro dell'Unione europea e che non abbia la residenza, la dimora abituale ovvero il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo o che non sia comunque ivi stabilita; c) qualsiasi persona giuridica che non abbia la sede legale o dell'amministrazione ovvero il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo o che non sia comunque ivi stabilita; d) qualsiasi persona giuridica che abbia stabilito la sede legale o dell'amministrazione o il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo, o che sia comunque ivi stabilita, e che risulti controllata, direttamente o indirettamente, da una persona fisica o da una persona giuridica di cui alle lettere a), b) e c); e) qualsiasi persona fisica o persona giuridica che abbia la cittadinanza di uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo che abbia stabilito la residenza, la dimora abituale, la sede legale o dell'amministrazione ovvero il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea, o che sia comunque ivi stabilita, qualora sussistano elementi che indichino un comportamento elusivo rispetto all'applicazione della disciplina di cui al presente decreto». Cfr. la nota 37 per alcuni esempi di ordinamenti che estendono l'obbligo di notifica a investitori europei, prevedendo delle soglie differenti da quelle previste per gli investitori extra-UE. Tra gli ordinamenti che hanno per oggetto anche gli investimenti europei, pur non prevedendo soglie diverse rispetto agli investimenti extra-UE, cfr. la *Emergency Ordinance* ungherese 46/2022; la sezione 1, par. 2, della legge 2023:560 svedese; quanto alla Francia, l'art. R151-1 del decreto n. 2019-1590.

<sup>44</sup> Al riguardo, si vedano le osservazioni di R. CHIEPPA, *Conclusioni*, in *Foreign Direct Investment Screenings - Il controllo degli investimenti esteri diretti*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *op. cit.*, p. 188 ss.; A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato*, cit.; R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del Golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione del 20 maggio 2022 n. 51*, in *federalismi.it*, 2022, p. 2 ss.; J. FORTUNA, *L'espansione della disciplina e dei casi di applicazione dei golden powers nella dimensione europea e italiana tra crisi pandemica, eventi geopolitici e cybersecurity*, in *Rivista di Diritti Comparati*, n. 1, 2025, p. 157 ss.

### 3. La proposta di modifica del regolamento UE n. 452/2019 sugli investimenti esteri diretti e le possibili ricadute sul “modello italiano”

La problematica evidenziata nel § 2 apre alla trattazione del secondo profilo oggetto di questa riflessione. Il profilo verde, come anticipato nel § 1, sulla proposta di un nuovo regolamento in tema di investimenti esteri diretti adottata dalla Commissione nel gennaio 2024, la quale, per com'è attualmente formulata, andrebbe a imporre (non “semplicemente” a raccomandare, come prefigurato nel regolamento) l'introduzione di un meccanismo di *screening* in tutti i Paesi, inclusa la Croazia, che ne è tuttora sprovvista, nonché Cipro, il cui meccanismo entrerà in vigore nell'aprile 2026, e la Grecia, dotata di un regime di recentissima attuazione<sup>45</sup>.

La proposta<sup>46</sup> è parte di un pacchetto di misure adottate dalla Commissione<sup>47</sup>, le quali, per un verso, differentemente dalla proposta, non sono legislative, e, per l'altro, come la proposta, rispondono al duplice obiettivo, che si situa al cuore della Strategia europea per la sicurezza economica del 20 giugno 2023<sup>48</sup>, di rafforzare la competitività in Europa e, nel contempo, tutelare gli interessi europei in settori chiave, tenuto conto altresì dell'esigenza di reciprocità nei rapporti con Paesi terzi<sup>49</sup>. Una proposta

<sup>45</sup> Si vedano P. CHRISTOFIDES, T. PAPADOPOULOS, *A New Cyprus Foreign Direct Investment Screening Legislative Bill Incoming*, in *CELIS*, 2025, reperibile online; H. SCHRAMM, M. A. SIMIUC, *CELIS Update on Investment Screening and Economic Security – November 2025*, in *CELIS*, 2025. Per dati, statistiche e informazioni cfr. COM(2025) 632 final del 14 ottobre 2025, Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione, p. 9; SWD(2025) 296 final del 14.10.2025, *Commission Staff Working Document Screening of FDI into the Union and its Member States Accompanying the document Report From The Commission To The European Parliament And The Council Fifth Annual Report on the screening of foreign direct investments into the Union*, p. 6. Per un commento alla relazione e per una panoramica generale si veda il commento di F. DOPPEN, A. HILL, *The Devil is in the Details – The Real Screening Report*, in *CELIS*, 2025.

<sup>46</sup> Sulla proposta si veda D. GALLO, *La recente proposta della Commissione sul controllo degli investimenti esteri diretti, il principio di sussidiarietà e il Parlamento italiano*, in *EJ*, 2024, p. 148 ss.

<sup>47</sup> Si veda M. PADOVAN, N. CUSIMANO, *The Future of International Trade and the European Economic Security Strategy*, in *Global Trade and Customs Journal*, n. 2, 2025, p. 79 ss.

<sup>48</sup> Cfr. JOIN(2023) 20 final del 20 giugno 2023, comunicazione congiunta al Parlamento europeo, al Consiglio europeo e al Consiglio sulla “Strategia Europea per la Sicurezza Economica”.

<sup>49</sup> Raccomandazione (UE) 2025/63 della Commissione sul riesame degli investimenti in uscita in settori tecnologici critici per la sicurezza economica dell'Unione. Si tratta di atti dai contorni parecchio rivoluzionari, perlomeno in potenza; su questa problematica si vedano L. STITZ, *The EU towards the screening of outbound investments*, in *EJ*, 2024, p. 1 ss.; J. FECHTER, *Next-level Screening? The Case of Outbound Investment Screening*, in J. H. POHL, T. PAPADOPOULOS, J. WIESENTHAL, J. WARCHOL, *Weaponising Investments*, Cham, 2023, p.

dall'indole palesemente armonizzatrice; ne è prova che l'art. 114 TFUE<sup>50</sup> è individuata come nuova base giuridica, insieme all'art. 207 TFUE sulla politica commerciale comune<sup>51</sup>. L'armonizzazione passa per la correzione di alcuni aspetti critici del regolamento: semplifica, armonizza, riduce gli oneri e i costi per Stati e imprese, soprattutto per quelle che intendono notificare operazioni in più di uno Stato membro, e rende più trasparenti le procedure che coinvolgono lo Stato ospite dell'investimento, gli altri Stati e l'Unione, nel solco di quanto rilevato nello *special report* del dicembre 2023 dalla Corte dei Conti europea<sup>52</sup>. In quest'ottica, la proposta individua nuove regole uniformi volte a guidare, in maniera più efficiente, Stati e Commissione, quanto ai termini e alle procedure per fornire osservazioni e pareri sugli investimenti esteri notificati, agli obblighi di informazione e alle prescrizioni comuni applicabili ai meccanismi di controllo, rispettivamente, negli articoli 8, 10 e 11. Inoltre, differentemente da quanto stabiliscono gli articoli 6 e 7 del regolamento, secondo cui lo Stato ospite dell'investimento estero deve "soltanto" prendere in dovuta considerazione i commenti e i pareri ricevuti in merito a detto investimento, senza essere obbligato a informare gli altri Stati e la Commissione delle decisioni prese a seguito di detti commenti e pareri, l'art. 7, par. 5 e 8, della proposta richiede allo Stato notificante di cooperare, *sul serio*, cioè di dare seguito ai commenti e ai pareri provenienti, rispettivamente, dagli altri Stati e dalla Commissione ed eventualmente – non essendo tali richieste vincolanti – motivare le ragioni di una diversa posizione rispetto a quella adottata da Stati e Commissione.<sup>53</sup>

---

79 ss.; V. VINCI, *Il riesame degli investimenti in uscita nei settori tecnologici critici nell'ambito della strategia europea per la sicurezza economica*, in *RRM*, n. 1, 2025, p. 268 ss.

<sup>50</sup> Cfr. l'art. 114 TFUE: «salvo che i trattati non dispongano diversamente, si applicano le disposizioni seguenti per la realizzazione degli obiettivi dell'articolo 26. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno».

<sup>51</sup> Al riguardo, l'art. 207, par. 1 TFUE dispone che: «la politica commerciale comune si basa su principi uniformi, in particolare per quanto riguarda le modifiche tariffarie, la conclusione di accordi tariffari e commerciali relativi agli scambi di beni e servizi, nonché gli aspetti commerciali della proprietà intellettuale, gli investimenti esteri diretti, l'armonizzazione delle misure di liberalizzazione, la politica di esportazione e le misure di difesa commerciale, comprese quelle da adottare in caso di dumping e sovvenzioni. La politica commerciale comune è condotta nel quadro dei principi e degli obiettivi dell'azione esterna dell'Unione».

<sup>52</sup> Cfr. Corte dei conti europea, *Report: Relazione speciale 27/2023: 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*, 2023, p. 1 ss.

<sup>53</sup> Cfr. altresì l'art. 8, lett. c) del regolamento.

La proposta è innovativa anche e soprattutto perché non ha per oggetto soltanto l'investimento effettuato dal soggetto extra-UE, come previsto nel regolamento n. 452/2019. Infatti, sottoposti allo *screening* devono essere, come riconosciuto nell'art. 2 della proposta, anche gli investimenti di qualsiasi tipo effettuati da un investitore estero «attraverso la propria impresa figlia nell'Unione». Rientrano, quindi, gli investimenti con «controllo estero», a prescindere dalla nazionalità dell'impresa che li effettua.

Sotto questo punto di vista, la proposta parrebbe collocarsi nel solco di ordinamenti, come quello italiano, che estendono la notifica e il *golden power* ad attori europei, come osservato nel § 2. Tuttavia, in primo luogo, un conto è che la condizione per l'attivazione dello *screening* sia il controllo esercitato dall'impresa extra UE sul soggetto europeo, un altro è che si prescinda dal controllo, come nel caso della disciplina italiana. In secondo luogo, nel sopra richiamato caso *Xella*, la Corte di giustizia ha escluso che l'acquirente, società di diritto ungherese, costituita cioè nell'Unione, potesse essere qualificato come investitore estero, non rilevando la provenienza degli azionisti, nemmeno laddove vi fosse un socio di controllo extra UE<sup>54</sup>. Del resto, il regolamento contiene una sola possibile eccezione al divieto di sua applicazione a soggetti europei nell'art. 3, par. 6, nella misura in cui è affermato che «gli Stati membri che dispongono di un meccanismo di controllo mantengono, modificano o adottano le misure necessarie a individuare e prevenire l'elusione dei meccanismi di controllo e delle decisioni di controllo».

Ciò detto, anche alla luce delle conclusioni, innovative ed evolutive, dell'Avv. generale Čapeta in *Xella*, secondo la quale «il regolamento sul controllo degli IED [...] ingloba qualsiasi tipo di investimento possibile mediante il quale un investitore estero acquisisce il controllo di un'impresa dell'Unione»,<sup>55</sup> c'è da chiedersi se l'impostazione della Corte, del tutto indifferente all'azionariato dell'investitore, pertanto formalista e, in questo senso, opposto al criterio sostanzialistico che si trova generalmente al cuore della giurisprudenza UE in tema di mercato interno e abuso del diritto, sia destinata ad essere modificata, come preconizzato nella proposta, o perfino abbandonata. *Xella*, peraltro, è sentenza resa non dalla Grande Sezione della Corte di giustizia, bensì dalla Sezione seconda, che potrebbe quindi essere messa in discussione dalla stessa Corte attraverso una pronuncia resa dalla Grande Sezione, appunto. In effetti, di *revirements* i giudici UE ne hanno

---

<sup>54</sup> Cfr. l'approccio formalista della Corte di giustizia in *Xella*, cit., punti 47-49; *contra*, cfr. le conclusioni dell'Avv. gen. Čapeta del 30 marzo 2023, *Xella*, cit., punti 42 e 43, 49.

<sup>55</sup> Conclusioni dell'Avv. gen. Čapeta del 30 marzo 2023, *Xella*, cit., punto 42.

praticati diversi, anche recentemente<sup>56</sup>. La proposta, letta anche alla luce dell'attuale contesto geopolitico, in particolare dei tesi rapporti tra Unione e Stati Uniti, segna un'evoluzione che non può essere trascurata. Insomma, il pensiero va a situazioni nelle quali gli investitori, comprese banche, di nazionalità di uno dei Paesi membri dell'Unione, presentano un azionariato di oltre il 50 % e più extra-UE, a volte con identica nazionalità, come nel caso dei fondi statunitensi che decidono in blocco in senso convergente in merito alle operazioni più strategiche dell'impresa, nomina del Consiglio di amministrazione inclusa<sup>57</sup>.

#### 4. *Il rapporto tra il regolamento UE n. 452/2019, il golden power e il regolamento CE n. 139/2004 relativo alle concentrazioni tra imprese*

Il terzo e ultimo profilo menzionato nel § 1 riguarda il rapporto tra concentrazioni e *golden powers*, nella prospettiva dell'ordinamento italiano<sup>58</sup>, alla luce della vicenda BpM/Unicredit. Una vicenda che mette in luce che, laddove si tratta di una concentrazione, il *golden power* può essere oggetto d'esame e contestazione da parte della Commissione anche in assenza di una comunicazione diretta a quest'ultima da parte dello Stato. L'Italia, infatti, non ha mai comunicato l'attivazione del *golden power* per mezzo del DPCM del 23 aprile 2025 alla Commissione. L'art. 21 del regolamento n. 139/2004, infatti, per un verso, stabilisce che la tutela della sicurezza nazionale consente agli Stati di tutelare interessi differenti da quelli salvaguardati dal regolamento,

---

<sup>56</sup> Tra i più risalenti cfr. Corte giust. 24 novembre 1993, C-267/91 e C-268/91, *Keck*; recentemente, cfr. Corte giust. 8 marzo 2022, C-205/20, *NE*. Si veda D. SARMIENTO, *The 'Overruling Technique' at the Court of Justice of The European Union*, in *EJLS*, 2023, p. 107 ss.

<sup>57</sup> Per un'indagine in dottrina sulla cosiddetta *horizontal/common ownership doctrine* si veda F. GHEZZI, *Common Ownership, obiettivi ESG e fenomeni collusivi: qualche riflessione sulla recente esperienza americana*, in *RRM*, n. 1, 2025, p. 34 ss.

<sup>58</sup> Si vedano, recentemente, F. GHEZZI, *Golden Power e disciplina della concorrenza*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, in corso di pubblicazione; 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*, n. 2, 2025, p. 593 ss. e gli ampi riferimenti bibliografici ivi contenuti. Si vedano altresì gli studi a livello europeo e internazionale, tra cui L. DI VIA, L. PASQUALE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, in *MCR*, n. 1, 2020, p. 99 ss.; K. GOMEZ, A. GOURGOURINIS, C. TITI (eds.), *European Yearbook of International Economic Law. Special Issue: International Investment Law and Competition Law*, Cham, 2020; P. FINCKERBERG BROMAN, *The parallel development of FDI and Competition Policy*, in P. FINCKERBERG BROMAN, *Weaponizing EU State Aid Law to Impact the Future of EU Investment Policy in the Global Context*, Cham, 2023, p. 38 ss.

per l'altro, laddove la normativa interna impatti sul diritto *antitrust*, impone che lo Stato proceda a comunicare l'introduzione di detta normativa alla Commissione, la quale, come noto, ha competenza esclusiva in materia<sup>59</sup>. Se tale comunicazione non è effettuata, la Commissione può intervenire sulla base di dati in suo possesso se ritiene che il diritto UE, non solamente quello *antitrust* evidentemente ma anche altri principi e altre norme, come quelle sul mercato interno, sia stato violato. È quanto la Commissione ha fatto, come noto, con la sua dettagliata comunicazione, indirizzata al Governo italiano, adottata il 14 luglio scorso, ai sensi dell'art. 21, par. 4, del regolamento n. 139/2004<sup>60</sup>, sulla base dell'assunto che il *golden power* possa essere fatto rientrare nella disciplina *antitrust*, cioè sia riconducibile alla normativa concorrenziale, e che comunque detto regolamento possa essere ritenuto violato in ragione dell'incompatibilità del sopra richiamato DPCM in merito all'OPS di Unicredit, con le norme UE sulla libertà di stabilimento e sulla

---

<sup>59</sup> L'art. 21 del regolamento n. 139/2004 recita: «1. Il presente regolamento è il solo applicabile alle concentrazioni quali definite dall'articolo 3, e i regolamenti (CE) n. 1/2003, (CEE) n. 1017/68, (CEE) n. 4056/86(10) e (CEE) n. 3975/87 del Consiglio non sono applicabili, fuorché per imprese comuni che non hanno dimensione comunitaria ed hanno per oggetto o per effetto il coordinamento del comportamento concorrenziale di imprese che restano indipendenti. 2. Fatto salvo il controllo da parte della Corte di giustizia, la Commissione ha competenza esclusiva per adottare le decisioni previste dal presente regolamento. 3. Gli Stati membri non applicano la loro normativa nazionale sulla concorrenza alle concentrazioni di dimensione comunitaria. Il primo comma lascia impregiudicato il potere degli Stati membri di procedere alle indagini necessarie all'applicazione dell'art. 4, par. 4, e dell'art. 9, par. 2, e di prendere, dopo il rinvio, conformemente all'art. 9, par. 3, primo comma, lettera b), o par. 5, le misure strettamente necessarie in applicazione dell'art. 9, par. 8. 4. Nonostante i parr. 2 e 3, gli Stati membri possono adottare opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal presente regolamento e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario. Sono considerati interessi legittimi ai sensi del primo comma la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione, le norme prudenziali. Qualsiasi altro interesse pubblico è comunicato dallo Stato membro interessato alla Commissione ed accettato dalla stessa, previo esame della sua compatibilità con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario, prima che i provvedimenti de cui sopra possano essere presi. La Commissione notifica la sua decisione allo Stato membro interessato entro 25 giorni lavorativi dalla data della suddetta comunicazione».

<sup>60</sup> Ai sensi dell'art. 21, par. 4, del regolamento n. 139/2004: «nonostante i paragrafi 2 e 3, gli Stati membri possono adottare opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal presente regolamento e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario. Sono considerati interessi legittimi ai sensi del primo comma la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione, le norme prudenziali. Qualsiasi altro interesse pubblico è comunicato dallo Stato membro interessato alla Commissione ed accettato dalla stessa, previo esame della sua compatibilità con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario, prima che i provvedimenti de cui sopra possano essere presi. La Commissione notifica la sua decisione allo Stato membro interessato entro 25 giorni lavorativi dalla data della suddetta comunicazione».

libera circolazione dei capitali, di cui agli articoli 49 ss. e 63 ss. TFUE, rispettivamente.

Al riguardo, è di particolare interesse rilevare che la Commissione, in particolare la DG FISMA, anziché la DG COMP, che aveva invece iniziato la procedura ai sensi del regolamento n. 139/2004, ha scelto una strada diversa rispetto a quella di dare seguito alla comunicazione sopra richiamata nell'ambito di quest'ultimo regolamento. La Commissione, infatti, il 21 novembre 2025, ha inviato una lettera di messa in mora al governo italiano, nell'ambito della procedura *ex art.* 258 TFUE<sup>61</sup>, con la quale l'istituzione europea ha messo sotto esame la disciplina italiana, nel suo complesso<sup>62</sup>. Al riguardo, vanno svolte alcune riflessioni. La prima: non c'è una prassi centrata sul regolamento n. 139/2004 e sulla procedura d'infrazione<sup>63</sup>. Si tratta, dunque, di un precedente importante perché permetterà di valutare estensione e limiti del *golden power* italiano, con implicazioni per altri paesi, in una situazione nuova, con riguardo al settore bancario, rispetto a soggetti (acquirente e *target*) ambedue nazionali. Una situazione nuova perché il caso ungherese, che è stato

---

<sup>61</sup> Su tale procedura si vedano, *inter alia, amplius*, L. PRETE, *Infringement Proceedings in EU Law*, Alphen aan den Rijn, 2017; C. BURELLI, *La discrezionalità della Commissione europea nelle procedure di infrazione*, Torino, 2024.

<sup>62</sup> Cfr. *Infrazione Ue all'Italia per il golden power sulle banche. Giorgetti: 'Supereremo le obiezioni'*, in ANSA, 2025, reperibile *online*; V. MAYO, *Golden Power, la Commissione Ue avvia una procedura di infrazione contro l'Italia*, in Euronews, 2025, reperibile *online*; *Golden power, la Ue apre la procedura di infrazione contro l'Italia*, in *Il Sole 24 ore*, reperibile *online*.

<sup>63</sup> Cfr., tuttavia, seppure al di fuori *in toto* del regolamento sulle concentrazioni, l'invio di una lettera di messa in mora, il 17 luglio 2025, da parte della Commissione, alla Spagna (INFR(2025)2121) a causa dell'intervento del Governo spagnolo nell'operazione di acquisizione lanciata da BBVA nei confronti di Banco Sabadell, ritenuto potenzialmente incompatibile con il regolamento sul meccanismo di vigilanza unico (Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi), con la direttiva sui requisiti patrimoniali (direttiva 2013/36/UE del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE), nonché con gli artt. 49 e 63 TFUE. Cfr. Commissione europea, *Pacchetto infrazioni di luglio: decisioni principali, 8. Stabilità finanziaria, servizi finanziari e Unione dei mercati dei capitali - La Commissione invita la Spagna a conformarsi alla normativa bancaria dell'UE e alle libertà fondamentali del mercato unico*, p. 1 ss. Cfr., per maggiori informazioni, F. MICHELETTI, *Spain violated EU rules by meddling in banking merger, says Brussels*, in *politico.eu*, 2025; J. AGUADO, *EU challenges Spain for hindering BBVA's Sabadell bid*, in *Reuters*, 2025; *Brussels gives Spain legal warning for blocking BBVA-Sabadell bank merger*, in *Financial Times*, 2025; E. PARRA, *Una fusione bancaria che è diventata un caso politico in Spagna*, in *il Post*, 2025.

sovente citato nei *media*<sup>64</sup>, giunto alla Commissione tre anni fa<sup>65</sup>, riguardava, differentemente dal caso di Unicredit, in primo luogo, una società austriaca (*Vienna Insurance Group AG Wiener Versicherung Gruppe - VIG*) con azionariato interamente UE, non prevalentemente extra-UE, in secondo luogo, un veto, anziché un'autorizzazione condizionata al rispetto di alcune prescrizioni, in terzo luogo, un'acquisizione priva di qualsivoglia profilo di illegittimità circa i rapporti con Paesi terzi sanzionati dall'Unione, Russia inclusa. La seconda riflessione: la scelta, effettuata dalla Commissione, di fare leva sull'art. 258 TFUE, anziché sul regolamento n. 139/2004, sembra poggiarsi su una circostanza in particolare: il ritiro dell'OPS, come noto, da parte di Unicredit, il 23 luglio 2025.<sup>66</sup> L'attivazione di una procedura ai sensi del regolamento n. 39/2004 centrata sulla vicenda BpM/Unicredit, così come di una procedura d'infrazione avente per oggetto *soltanto* quest'ultima vicenda, avrebbe potuto sollevare parecchie criticità; infatti, avrebbe potuto revocare in dubbio quello che pare essere un assioma del diritto UE, cioè che l'esistenza di una violazione attuale e concreta del diritto UE è preconditione per l'intervento della Commissione. Violazione che, appunto, ritirata l'offerta, avrebbe potuto non essere considerata concreta e attuale, stante la circostanza che il DPCM, seppure ancora in vigore, è inefficace e quindi che l'offerta non può più essere reiterata nella forma originaria, con la conseguenza che il DPCM ha oramai definitivamente esaurito i suoi effetti. Da qui i rischi, chiaramente ben noti alla Commissione, di eventuali ricorsi, da parte di soggetti privati, avverso la decisione *ex art.* 21 del regolamento n. 39/2004, nell'ambito di una procedura per annullamento, oppure di rinvii pregiudiziali di validità ai sensi dell'art. 267 TFUE. La terza riflessione: la Commissione avrebbe potuto cumulare la procedura d'infrazione e la procedura ai sensi del

<sup>64</sup> Cfr., a titolo esemplificativo, M. CARPAGNANO, *Con il caso Unicredit-Banco Bpm il Golden Power arriva alla prova dell'Europa. Ecco perché*, in *Milano Finanza*.

<sup>65</sup> Cfr. Caso M.10494 - VIG/AEGON CEE del 21 febbraio 2022, Regulation (Ec) No 139/2004 Merger Procedure Article 21(4). Cfr., altresì, Sintesi della decisione della Commissione del 21 febbraio 2022 relativa all'art. 21, par. 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio (Caso M.10494 - VIG/AEGON CEE (procedura articolo 21)) del 4 gennaio 2021; Commissione europea, *Mergers: Commission finds that Hungary's veto over the acquisition of AEGON's Hungarian subsidiaries by VIG breached Article 21 of the EU Merger Regulation, 2022, Commission investigates Hungary's decision to veto VIG/AEGON transaction for possible breach of Article 21 of the EU Merger Regulation*, in *EULawLive*, 2021.

<sup>66</sup> Cfr. il comunicato stampa UniCredit del 22 luglio 2025, nel quale il ritiro dell'offerta è stato giustificato dal Consiglio di Amministrazione in quanto le condizioni relative all'autorizzazione *Golden Power* cui era vincolata l'offerta stessa non sono risultate soddisfatte.

regolamento n. 39/2004<sup>67</sup>, ma non l'ha fatto. Sembra, invece, che, nello scegliere la sola via dell'infrazione, abbia voluto mettere sotto esame, come sopra ricordato, l'intera disciplina sul *golden power*. La circostanza, che emerge dalla pubblicazione del pacchetto infrazioni di novembre, che anche il DPCM e la vicenda BpM/Unicredit siano oggetto della procedura *ex art.* 258 TFUE sembra dover essere interpretata nel senso che la Commissione potrebbe esigere un intervento di natura normativa in merito al DPCM, più specificamente la sua revoca o abrogazione, per poter generare effetti *erga omnes* e garantire una maggiore certezza del diritto. La quarta e ultima riflessione: la Commissione, convinta della violazione del diritto UE da parte del governo italiano, considerata l'ineffettività del DPCM, parrebbe, in effetti, aver seguito la via meno problematica in punto di diritto<sup>68</sup>. Sotto il profilo politico, in senso lato, la vicenda assume rilievo paradigmatico per comprendere la traiettoria del diritto *antitrust* e sul mercato interno, alla prova della geopolitica, tra sviluppo e limiti del processo d'integrazione e ritorno dello Stato nell'economia.

## 5. Conclusioni

Due osservazioni conclusive alla luce di quanto scritto fin qui: l'unica via realisticamente a disposizione degli Stati membri, intenzionati ad applicare i *golden powers* nei confronti di investitori extra-UE ed europei, inclusi quelli "domestici", è dimostrare che la disciplina interna sia improntata alla salvaguardia della sicurezza, soprattutto se il settore in gioco, come quello bancario, al centro del dibattito in Italia e non solo, ha connotazioni economiche e non economiche che naturalmente si intrecciano. In questo senso, l'ampia varietà di ambiti coperti dal regolamento, da arma che l'Unione ha forgiato per contrastare gli investimenti extra-UE, potrebbe paradossalmente indurre gli Stati a servirsi del regolamento al fine di restringere il mercato interno. La seconda osservazione conclusiva: è chiaro che l'indagine sulla proporzionalità della misura restrittiva assuma, nella pratica, un peso

---

<sup>67</sup> Come osservato in letteratura, in merito al ricorso per annullamento, con considerazioni valide per altri ricorsi, nulla osta, nei Trattati, a che possa realizzarsi il cumulo tra procedura d'infrazione e altri procedimenti dinanzi alla Corte di giustizia; si veda K. LENAERTS, K. GUTMAN, J. T. NOWAK, *EU Procedural Law*, Oxford, 2023, p. 95 ss.

<sup>68</sup> La Corte di giustizia ha già dichiarato ricevibili ricorsi della Commissione, *ex art.* 258 TFUE, rispetto a ipotesi nelle quali la violazione era stata sanata, ma nella fase successiva all'emanazione del parere motivato previsto da detta norma, come avvenuto nel caso Corte giust. 19 giugno 2023, C-420/01, *Commissione/Italia*; cfr. altresì 27 ottobre 2005, C-525/03, *Commissione/Italia*.

decisivo. In effetti, è proprio intorno a queste categorie e nozioni, quella di sicurezza e quella di proporzionalità, che verosimilmente si svilupperà l'interazione tra ordinamento UE e ordinamenti nazionali negli anni a venire.

**ABSTRACT (ita)**

Il contributo è centrato sullo studio della (controversa) relazione tra ordinamento dell'Unione europea e ordinamento italiano, con riferimento al rispetto delle norme UE sul mercato interno contenute negli articoli 49 ss. TFUE (libertà di stabilimento) e 63 ss. TFUE (libera circolazione dei capitali) e alla promozione e limitazione degli investimenti esteri diretti in seno all'Unione. In particolare, il primo profilo di interesse consiste nel regolamento UE n. 452/2019, visto nella prospettiva della compatibilità del *golden power* italiano con il diritto dell'Unione. Il secondo profilo riguarda la proposta di modifica del regolamento UE n. 452/2019, del 25 gennaio 2024. Il terzo profilo concerne la relazione tra il regolamento UE n. 452/2019 e il diritto *antitrust*, dal punto di vista della vicenda *BpM/Unicredit*. Nel verificare se problemi di conformità della disciplina attualmente in vigore in Italia sui *golden power* al diritto UE esistono, ci si concentrerà sugli attuali sviluppi circa la procedura d'infrazione recentemente avviata dalla Commissione nei confronti dello Stato italiano.

**ABSTRACT (eng)**

The contribution focuses on the study of the (controversial) relationship between the EU legal order and the Italian legal order, with particular reference to compliance with EU internal market rules set out in Articles 49 ff. TFEU (freedom of establishment) and 63 ff. TFEU (free movement of capital), and to the promotion and restriction of foreign direct investment within the Union. In particular, the first area of interest concerns EU Regulation No. 452/2019, examined from the perspective of the compatibility of the Italian "golden power" regime with EU law. The second area concerns the proposal to amend Regulation No. 452/2019 of 25 January 2024. The third area addresses the relationship between Regulation No. 452/2019 and antitrust law, through the lens of the *BpM/UniCredit* case. In assessing whether there are problems of conformity between the Italian golden power framework currently in force and EU law, the analysis will focus on the latest developments relating to the infringement procedure recently opened by the Commission against the Italian State.