

UNIVERSITÀ DEL PIEMONTE ORIENTALE
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA E SCIENZE
POLITICHE, ECONOMICHE E SOCIALI

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA

TESI DI LAUREA

**LA DISCIPLINA NORMATIVA IN TEMA DI GOLDEN
POWER: PROFILI DI DIRITTO AMMINISTRATIVO**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Avv. Eugenio Bruti Liberati

Firmato digitalmente da: BRUTI LIBERATI EUGENIO
Data: 26/06/2026 10:16:50

Candidato:

Thomas Zanin

ANNO ACCADEMICO 2025/2026

Omnia silendo ut audeam nosco

INDICE

INTRODUZIONE	1
--------------------	---

CAPITOLO I

I FOREIGN DIRECT INVESTMENT SCREENING MECHANISMS TRA CRISI DEL DIRITTO INTERNAZIONALE E RITORNO DELLO STATO NEL MERCATO.

1. Il fenomeno dei Foreign Direct Investments e la funzione dei sistemi di screening degli investimenti esteri.	5
2. La dimensione necessariamente globale dei meccanismi di screening degli investimenti esteri.	10
3. Il diritto internazionale degli investimenti.	14
3.1 La libertà degli Stati di governare gli investimenti esteri nel territorio nazionale e la proliferazione dei Bilateral Investment Treaties.	19
3.2 La disciplina comune dei Bilateral Investment Treaties.	23
3.3 Il rapporto tra FDI screening e BITs: un punto debole nella tutela degli interessi strategici?	29

CAPITOLO II

LO SCREENING DEGLI INVESTIMENTI ESTERI NELL'UNIONE EUROPEA: TENTATIVI DI UNIFICAZIONE E PROSPETTIVE FUTURE.

1. Le politiche dell'Unione Europea in tema di investimenti esteri: dalla ricostruzione postbellica al Regolamento (UE) 2019/452.	33
2. Gli interventi delle istituzioni europee sui meccanismi nazionali di screening degli investimenti esteri.	37
3. L'adozione del Regolamento (UE) 2019/452 e la sua disciplina.	43
4. Analisi dei dati sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione.	59
5. La Raccomandazione (UE) 2025/63 sul riesame degli investimenti in uscita.	62

CAPITOLO III

LA GENESI DEI POTERI SPECIALI DELLO STATO: L'AZIONE DORATA.

1. Le privatizzazioni delle imprese pubbliche e l'introduzione dei poteri speciali.	67
--	----

2. La disciplina originaria dei poteri speciali.	71
3. Profili di diritto comparato: la <i>golden share</i> britannica e l' <i>action spécifique</i> francese.....	76
4. L'incompatibilità dell'azione dorata con il diritto euro-unitario e il cambio di paradigma.	79

CAPITOLO IV

LA DISCIPLINA NAZIONALE IN MATERIA DI CONTROLLO DEGLI INVESTIMENTI ESTERI: I GOLDEN POWERS.

1. La disciplina dei poteri speciali: dal decreto legge n. 21/2012 alla legge n. 4/2026.....	89
2. Il procedimento di esercizio dei poteri speciali.....	101
3. Il provvedimento di esercizio dei poteri speciali tra discrezionalità e legalità.	106
4. L'inottemperanza delle imposizioni governative.	109
5. Il coordinamento con il Regolamento (UE) 2019/452.	111
6. Profili di diritto comparato: l'esperienza statunitense.....	113
7. Il confronto con la disciplina della <i>golden share</i>	116
8. La prassi applicativa del <i>golden power</i>	118
9. Il rapporto con le altre discipline settoriali.....	121

CONCLUSIONI	125
--------------------------	-----

BIBLIOGRAFIA	133
---------------------------	-----

RINGRAZIAMENTI	163
-----------------------------	-----

INTRODUZIONE

Il rapporto autorità-libertà, in questa sede declinato nella relazione tra Stato e mercato, risulta in continua evoluzione. Le numerose crisi sistemiche degli ultimi venti anni e l'emergere di nuove tecnologie hanno contribuito a rendere ancor più complesso il bilanciamento tra le esigenze dello Stato e quelle del mercato.

In questa sede, tale rapporto verrà analizzato rispetto alla disciplina dei poteri speciali dello Stato, cioè nel bilanciamento tra le esigenze contrapposte di attrazione degli investimenti esteri e di protezione degli interessi nazionali. Come noto, tali poteri consentono al governo di impedire l'entrata di investimenti esteri pregiudizievoli per la salvaguardia degli interessi essenziali dello Stato¹.

In questo senso, si immagini un investitore estero, con cittadinanza di uno Stato non appartenente alla rete di alleanze internazionali cui fa parte l'Italia, che voglia acquisire partecipazioni rilevanti ovvero realizzare operazioni straordinarie con un'impresa italiana che produce, ad esempio, sistemi di difesa. In questo caso, l'investimento può nascondere intenzioni ulteriori rispetto all'impiego produttivo del capitale, quali l'acquisizione di segreti relativi ai sistemi di difesa ovvero la sottrazione di importanti tecnologie utili alla difesa nazionale. Laddove tale investimento fosse ammesso e l'operazione consentita, allora si determinerebbe un pericolo per la protezione del territorio italiano e per la sicurezza dei suoi cittadini. Tale situazione, dunque, produrrebbe un pregiudizio per l'indipendenza e la sovranità dello Stato e, di conseguenza, il mantenimento del principio di sovranità popolare² di cui all'art. 1, comma secondo, Cost.

La disciplina dei poteri speciali continua ad assumere una rilevanza sempre più centrale negli strumenti di intervento pubblico nell'economia. In ragione dei continui interventi

¹ Sul tema Clarich M., *La disciplina dei golden power tra Stato, mercato ed equilibri geopolitici*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 4/2024, pp. 702 ss., evidenzia come la disciplina dei poteri speciali non trova la propria ragione giustificatrice nei tradizionali fallimenti di mercato, bensì nei “*nuovi equilibri geopolitici che vedono una presenza più assertiva di Stati autoritari con mire espansionistiche*”.

² Cfr. Consiglio di Stato, IV sezione, 9 gennaio 2023, n. 289.

legislativi di ampliamento dei limiti dell'istituto e del numero crescente di operazioni sottoposte al controllo governativo e dei continui interventi legislativi di ampliamento dell'istituto, la dottrina ha descritto il fenomeno come una “*febbre dorata*”³ ovvero di una “*irresistibile ascesa*”⁴. Del resto, a seguito dell'esercizio dei poteri speciali su TIM e UNICREDIT, l'istituto ha assunto rilevanza anche nell'opinione pubblica e in discipline ulteriori rispetto a quelle giuridiche⁵.

In merito alla struttura, l'elaborato si suddivide in quattro capitoli. Ognuno di essi avrà ad oggetto la disciplina sul controllo degli investimenti esteri in prospettive differenti.

Il primo capitolo avrà ad oggetto la dimensione necessariamente globale dei meccanismi di screening degli investimenti esteri. In particolare, ne verrà analizzata la loro funzione e ricercati i limiti posti dal diritto internazionale, consuetudinario e pattizio, al fine di individuare le regole cui il legislatore e il governo debbono attenersi, rispettivamente, nel disciplinare e nell'esercitare tali poteri⁶. Del resto, una trattazione esaustiva dell'istituto richiede, da un lato, di tener conto dei profili di diritto internazionale e comparato e, dall'altro lato, di considerare anche le implicazioni derivanti, soprattutto, dall'economia e dalla geopolitica⁷. Infine, verrà evidenziato un potenziale punto debole nella protezione degli interessi nazionali strategici

³ Cit. A. SANDULLI, *La febbre dei golden power*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3/2022, pp. 743 ss.

⁴ Cit. G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 5/2019, pp. 495 ss.

⁵ L. BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2023, pp. 2 ss., evidenzia come l'istituto non costituisce più, ad oggi, “*istituto di nicchia*” ed è “*divenuto gradualmente noto anche fra i non addetti ai lavori e agli stessi operatori del mercato*”.

⁶ S. CASSESE, *Stato e globalizzazione: chi vince e chi perde?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 2/2024, pp. 529 ss., ritiene che la disciplina dei poteri speciali debba “*sempre tener conto della compatibilità sia comunitaria sia globale. Infatti, se violano la disciplina sovranazionale europea sono soggetti a sanzioni dell'Unione e se violano le norme del commercio internazionale danno luogo a misure di ritorsione (retaliatory measures) previste dai trattati internazionali sul commercio*”.

⁷ Cfr. A. SANDULLI, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Diritto Pubblico*, n. 2/2020, pp. 405 ss.

derivante dall'ammissione di un investimento e il successivo mutamento nei rapporti diplomatici ovvero nell'emergere di un rischio predatorio.

Nel secondo capitolo verranno trattati i condizionamenti posti dall'Unione Europea sui meccanismi di screening degli Stati membri. Così, dopo le privatizzazioni degli anni Novanta e l'introduzione di tali meccanismi, la Commissione Europea e la Corte di Giustizia sono intervenute per ristabilire il rispetto delle libertà fondamentali garantite dai trattati. In un secondo momento, verranno analizzati i primi interventi dell'Unione di regolazione degli investimenti esteri, sia in entrata che in uscita.

Il terzo capitolo analizzerà la prima disciplina italiana inerente i poteri speciali dello Stato, cioè la c.d. *golden share*, e il fenomeno sottostante delle privatizzazioni. Inoltre, verranno trattati i sistemi stranieri che il legislatore italiano ha preso modello nell'introduzione della propria disciplina, ovvero la *golden share* britannica e l'*action spécifique* francese⁸. Infine, verranno ripercorse le procedure di infrazione aperte dalla Commissione Europea e le sentenze della Corte di Giustizia nei confronti della disciplina italiana.

Il quarto e ultimo capitolo costituirà il nucleo duro, cioè l'oggetto principale, del presente elaborato. Verrà analizzata l'attuale disciplina dei poteri speciali, cioè il c.d. *golden power*. In particolare, verrà posta l'attenzione sulla natura – politica ovvero amministrativa – dell'atto di esercizio dei poteri speciali e l'intensità del sindacato giurisdizionale riconosciuto agli investitori destinatari di un provvedimento *golden power*. Verranno trattate anche sulle relazioni annuali della Presidenza del Consiglio dei Ministri sull'esercizio dei poteri speciali e, in questo modo, evidenziati alcuni profili critici della disciplina.

Anche in questo caso, il legislatore nazionale ha preso come riferimento un modello straniero. Questa volta, tuttavia, il riferimento arriva oltre oceano, nel nuovo mondo, cioè negli Stati Uniti d'America. Così, verrà trattato il modello statunitense di *golden power* e i profili comuni con la disciplina italiana. Infine, verrà esaminato il rapporto tra *golden power* e le altre discipline settoriali applicabili alle medesime operazioni.

⁸ In argomento G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 5/2019, pp. 495 ss., ritiene che “l'evoluzione della disciplina italiana e della sua attuazione, in ogni caso, non può essere analizzata e compresa senza tenere conto del quadro comparato e internazionale”.

Il golden power viene così ritenuto una sorta di “*cartina tornasole*”⁹ delle attuali tendenze del diritto amministrativo ovvero permette di evidenziare l’evoluzione dei rapporti tra l’ordinamento giuridico nazionale e l’ordinamento giuridico internazionale ed euro-unitario. Inoltre, tale analisi consente di valutare l’apertura e l’attrattività del mercato nazionale agli investimenti esteri e, di conseguenza, la pervasività dell’intervento pubblico nell’economia¹⁰.

⁹ Così, A. SANDULLI, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Diritto Pubblico*, n. 2/2020, pp. 405 ss. e L. BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2023, pp. 4 ss.

¹⁰ In argomento A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 2/2021, pp. 282 ss., evidenzia come un ricorso eccessivo ai poteri speciali possa finire per trasformare lo Stato in un “*moderno Re mida, che a forza di convertire in oro tutto ciò che toccava non riusciva più a sfamarsi*”.

CAPITOLO I

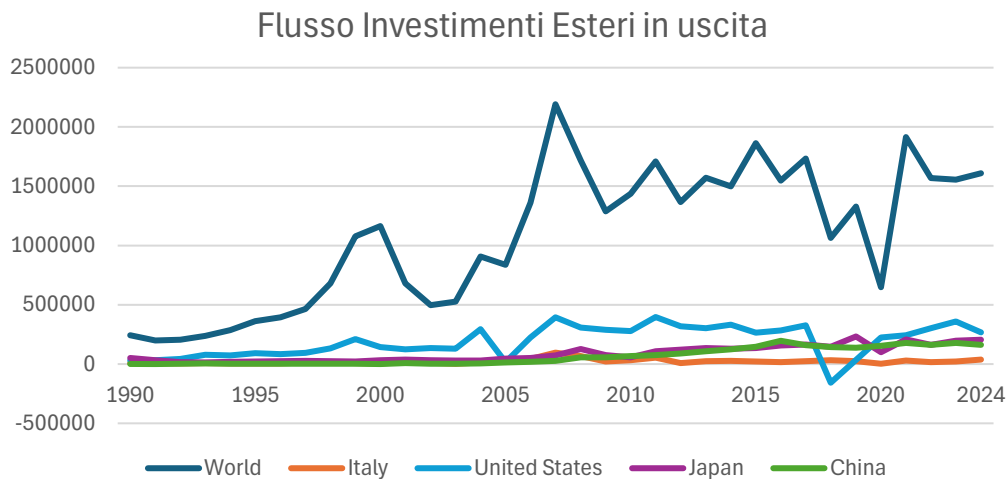
I FOREIGN DIRECT INVESTMENT SCREENING MECHANISMS TRA CRISI DEL DIRITTO INTERNAZIONALE E RITORNO DELLO STATO NEL MERCATO.

Paragrafo 1

Il fenomeno dei Foreign Direct Investments e la funzione dei sistemi di screening degli investimenti esteri.

Gli investimenti esteri costituiscono un aspetto fondamentale per la crescita di un paese e il miglioramento delle condizioni economiche dei consociati¹¹. Infatti, questi creano nuovi posti di lavoro, apportano innovazioni tecnologiche, consentono alle imprese di entrare in nuovi mercati e permettono di incrementare del flusso di esportazioni.

Negli ultimi anni, gli investimenti esteri hanno superato la soglia di 1,5 trilioni di dollari¹² per anno. Gli Stati Uniti, seguiti solo dalle economie asiatiche, mantengono la propria posizione dominante sia nell'esportazione di capitali che nell'attrazione di capitali.



¹¹ Cfr., M. C. BADDELEY, *Investment. Theories and Analysis*, New York, Palgrave Macmillan, 2003, pp. 4 ss.

¹² Cfr. UN, *World Investment Report*, New York, United Nations Publications, 2025, pp. 5 ss.

I Foreign Direct Investments¹³ (FDIs) sono investimenti transfrontalieri, cioè effettuati da un investitore residente in uno Stato diverso rispetto a quello di destinazione dell'investimento. Lo Stato da cui proviene l'investimento è generalmente indicato come Stato investitore o *Home State*, mentre lo Stato di destinazione dell'investimento viene definito come Stato recipiente o *Host State*.

L'investimento estero viene considerato diretto quando comporta l'acquisizione di una soglia uguale o superiore del 10% del capitale sociale della c.d. impresa target¹⁴ ovvero quando attribuisce all'investitore estero una posizione di influenza nella governance della società. La soglia del 10% del capitale sociale può essere determinata tramite un unico acquisto oppure tramite più acquisti nel tempo¹⁵.

A contrario, l'investimento estero viene definito “di portafoglio” quando non supera il limite di soglia e non determina un condizionamento rilevante nella società. La differenza tra investimento diretto e investimento di portafoglio viene, dunque, individuata nella soglia di partecipazione nel capitale sociale e nel potere di condizionamento della società.

La categoria dell'investimento estero diretto si distingue ulteriormente in due sottocategorie. L'investimento estero è propriamente diretto quando l'investitore estero acquista direttamente il capitale sociale dell'impresa target, mentre è indiretto quando l'acquisto di capitale sociale viene effettuato attraverso imprese controllate o partecipate dall'investitore estero.

L'investimento estero diretto può essere effettuato attraverso operazioni M&A, investimenti Greenfield, costituzione di Joint Venture oppure operazioni di ristrutturazione e riorganizzazione dell'assetto societario. Le operazioni M&A consistono, rispettivamente, nella fusione di due o più società e nell'acquisizione di una società da parte di un'altra. Gli

¹³ Cfr. OECD, *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment (Fifth Edition)*, Parigi, OECD Publishing, 2025, pp. 16 ss.

¹⁴ Il termine “impresa target” si riferisce all'impresa verso la quale viene effettuato l'investimento estero diretto, cioè la società in cui l'investitore estero intende stanziare il proprio capitale.

¹⁵ Occorre chiarire che la misura del 10% del capitale sociale costituisce una soglia genericamente considerata dai principali report internazionali inerenti la misurazione degli investimenti esteri. Ciò significa che uno Stato ben può decidere di posizionare tale soglia in una misura inferiore, superiore o, addirittura, a scaglioni rispetto al tipo di investimento, alle tipologie di imprese coinvolte o al settore di riferimento.

investimenti Greenfield, invece, comportano la costituzione di una società *ex novo*, mentre le Joint Venture determinano la costituzione una nuova società terza attraverso conferimenti da parte di altre imprese. Infine, le operazioni di ristrutturazione e riorganizzazione dell'assetto societario consistono in operazioni infragruppo, cioè mutamenti della titolarità di imprese controllate all'interno della stessa holding.

Nonostante le esternalità positive generate dagli investimenti esteri, in alcuni casi, questi vengono considerati come maligni, predatori o ad alto rischio per la sicurezza e l'ordine pubblico. Infatti, talvolta l'investimento viene effettuato per perseguire finalità extraeconomiche, cioè viene posto in essere per ragioni diverse dall'impiego produttivo del capitale. L'obiettivo dell'investimento maligno consiste nella sottrazione di assets strategici, segreti industriali, tecnologie e risorse naturali dello Stato ospitante. Tali operazioni vengono effettuate per perseguire obiettivi politici di Stati esteri, spesso non alleati o in aperto contrasto con lo Stato ospitante.

L'investitore malvagio costituisce, dunque, una *longa manus* di governi esteri e svolge la propria attività attraverso *Sovereign Wealth Funds*, *State-Owned Enterprise* o altre *Government-aligned entities*. I *Sovereign Wealth Funds*¹⁶, conosciuti anche come Fondi Sovrani, consistono in enti di finanziamento dotati di ingenti quantità di denaro pubblico. Le *State-Owned Enterprise* consistono in società controllate e partecipate da un governo estero, mentre le *Government-aligned entities* racchiudono tutte le altre categorie di investitori esteri che, seppur formalmente non appartenenti ad esecutivi esteri, ne intrattengono comunque stretti rapporti di alleanza o amicizia.

Il rischio predatorio insito in taluni investimenti esteri determina la necessità degli Stati di proteggere i propri interessi essenziali nei settori strategici dell'economia¹⁷: tale esigenza viene assicurata attraverso i c.d. Foreign Direct Investment Screening Mechanisms. I sistemi di

¹⁶ Sull'attività dei Fondi Sovrani si rimanda a G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità nel diritto internazionale*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pp. 168 ss.; e G. ROJAS ELGUETA, *Il rapporto tra discipline nazionali in materia di foreign direct investment screening e diritto internazionale degli investimenti*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 175 ss.

¹⁷ I settori attenzionati dai sistemi di screening degli investimenti corrispondono, in larga parte, ai settori della difesa, dell'energia, delle tecnologie e gli altri settori che permettono di salvaguardare l'indipendenza dello Stato.

screening garantiscono una sorta di cupola di ferro rispetto agli investimenti esteri in entrata. Al Governo viene così attribuito il potere di imporre condizioni o vietare operazioni societarie considerate pregiudizievoli per tutela degli interessi fondamentali dello Stato nei settori considerati strategici.

I sistemi di screening degli investimenti esteri, dunque, permettono di salvaguardare la sovranità dello Stato da minacce e ingerenze esterne¹⁸. Essi costituiscono uno strumento di intervento pubblico nell'economia dotato di una pervasività e una straordinarietà tale da essere definito come un potere speciale o, addirittura, come un "golden power". In questa prospettiva, analizzare la relazione tra investimenti esteri diretti e sistemi di screening risulta utile per comprendere l'evoluzione del diritto pubblico-amministrativo dell'economia e il ruolo dello Stato nel contesto globale¹⁹.

Il golden power comporta la ricerca di un punto di equilibrio nella propria disciplina normativa, cioè di procedere al bilanciamento tra le contrapposte esigenze dello Stato e del mercato. Il tradizionale rapporto autorità-libertà evidenzia come Stato e mercato non possono

¹⁸ In questo senso, si immagina il tentativo di uno Stato estero di acquisire capitale sociale in un'impresa nazionale che produce armamenti o tecnologie di difesa. Si aggiunga che tale Stato, non alleato con lo Stato ospitante, abbia intenzioni e mire espansionistiche su altri Stati. Laddove tale operazione non fosse oggetto di intervento da parte del governo dello Stato ospitante, allora si determinerebbe un evidente rischio per la sicurezza del paese. In questo senso, il golden power consente di valutare l'opportunità dell'investimento estero rispetto al rischio strategico che si corre nel consentirne l'entrata dell'investimento nel territorio nazionale.

¹⁹ Sul tema v. M. CLARICH, *Populismo, sovranismo e Stato regolatore: verso il tramonto di un modello*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 1/2018, pp. 2 ss.; A. MOLITERNI, *Metamorfosi dell'intervento pubblico nell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 1/2024, pp. 63 ss.; E. RIMINI, *Golden power: nuove regole per le imprese o neo protezionismo?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 6/2024, pp. 1217 ss.; G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, Il Mulino, 2022; e F. GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, Il Mulino, 2005, pp. 24 ss.

Sul ruolo dello Stato nell'economia e le diverse opinioni della dottrina nel tempo risulta utile confrontare S. CASSESE, *Stato e globalizzazione: chi vince e chi perde?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 2/2024, pp. 529 ss.; e S. CASSESE, *La crisi dello Stato*, Roma, Editori Laterza, 2002, pp. 21 ss., infatti, l'autore, all'inizio del secolo, sosteneva il dominio e la libertà dell'economia sullo e dallo Stato, per poi, più recentemente, assumendo una posizione intermedia tra i numerosi e autorevoli sostenitori del ritorno dello Stato sul mercato e la posizione presa all'inizio del secolo, affermare che in realtà "lo Stato non è mai uscito di scena".

coesistere nella loro assolutezza²⁰. Lo Stato risente della necessità, da un lato, di mantenere un mercato aperto agli investimenti esteri e, dall'altro lato, di proteggere i propri interessi essenziali nei settori strategici dell'economia.

La creazione di un mercato eccessivamente aperto all'entrata di investimenti esteri rischierebbe di pregiudicare il potere di intervento dello Stato nella protezione dei propri assets strategici. A contrario, una disciplina normativa eccessivamente sbilanciata sulle esigenze dello Stato finirebbe per creare un mercato poco attrattivo per gli investitori esteri²¹.

Il bilanciamento tra gli interessi contrapposti impone di misurarsi anche con la situazione economica interna allo Stato. Infatti, i paesi meno sviluppati risentono maggiormente della necessità di attrarre capitali esteri²². In questo senso, la stabilità e l'intellegibilità della normativa di riferimento, una prassi applicativa chiara e coerente e una tutela giurisdizionale effettiva permetterebbero agli investitori esteri di valutare in modo favorevole lo stabilimento dell'investimento sul mercato estero considerato.

Il golden power deve misurarsi anche con un ulteriore complesso di micro-interessi. La necessità dell'impresa target di acquisire capitali esteri per espandere la propria attività, la volontà dell'investitore di cedere le proprie quote di partecipazione, la sicurezza di continuità dell'impresa per gli stakeholders e la tutela di ulteriori esigenze della collettività²³.

²⁰ Sul tema v. B. G. MATTARELLA, *Il rapporto autorità-libertà e il diritto amministrativo europeo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 4/2006, pp. 909 ss.

²¹ In dottrina G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 5/2019, pp. 495 ss. descrive lo sbilanciamento del golden power sulle esigenze dello Stato come una "spada di Damocle" sugli investimenti esteri.

²² In dottrina G. NAPOLITANO, *Foreign direct investment screening: open questions and future challenges*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, si riferisce agli investimenti esteri come una "*providential breath of oxygen*" per i paesi maggiormente indebitati e indeboliti dalle crisi.

²³ Tra queste M. MONTINI, *Investimenti internazionali, protezione dell'ambiente e sviluppo sostenibile*, Milano, Giuffrè Editore, 2015, pp. 60 ss., avvertendo circa la possibile corsa al ribasso degli Stati nella predisposizione di norme favorevoli agli investimenti esteri, evidenzia il rischio di danneggiare la tutela dell'ambiente e lo sviluppo sostenibile, finendo così per pregiudicare diritti fondamentali, quali il diritto ad un ambiente salubre e, di conseguenza, il diritto alla vita.

Il golden power risulta, dunque, un istituto caratterizzato da una complessità tale da rendere difficile l'identificazione di un punto di equilibrio tra le esigenze contrapposte dello Stato e del mercato e, di conseguenza, il raggiungimento di un assetto definitivo dell'istituto.

Paragrafo 2

La dimensione necessariamente globale dei meccanismi di screening degli investimenti esteri.

La disciplina normativa in tema di golden power richiede, per una piena comprensione, la conoscenza dei profili internazionali e comparati del diritto e di tener conto di discipline ulteriori²⁴. Ignorare i fenomeni extragiuridici significherebbe fornire un quadro dell'istituto incompleto e non pienamente comprensibile.

L'istituto in esame, infatti, risente dell'influenza di fenomeni esterni²⁵ e costituisce la risposta ai mutamenti che si verificano di volta in volta nella società²⁶. Tale caratteristica conferisce all'istituto una dimensione necessariamente globale.

²⁴ Così, A. SANDULLI, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Diritto Pubblico*, n. 2/2020, pp. 405 ss.

²⁵ In tal senso, A. SANDULLI, *La febbre dei golden power*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3/2022, pp. 743 ss., rileva che “[...] il giurista non può capire a fondo il golden power studiando in modo esegetico le disposizioni normative in materia, perché questo istituto è la risposta a eventi esterni e le conseguenze giuridiche costituiscono il riflesso di tali eventi. Il presupposto necessario per lo studio del golden power è costituito dall'approfondita conoscenza delle ricadute di altre scienze sociali (l'assetto geopolitico su tutte) [...]”.

²⁶ Sul punto, esponenti della stessa amministrazione, B. ARGOLAS, *Ratio dell'istituto e sua evoluzione normativa*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 47 ss., evidenziano che “la ratio del golden power [...] presenta uno spiccato carattere evolutivo, oltre ad apparire polisemica (anche per via di uno sviluppo non sempre lineare) e sovrapponibile con altre confinanti politiche pubbliche. Evoluzione che, tra l'altro, non sembra essersi arrestata, in corrispondenza di significati mutamenti geopolitici e crisi di vario genere (economico-finanziaria, pandemica e belliche), oltre che dei profondi cambiamenti tecnologici in atto.”

Anche A. CAGNAZZO, *Golden power e profili di diritto comparato*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 325 ss., pur evidenziandone le differenze

In particolare, l'esperienza statunitense, le mire espansionistiche della Russia nei confronti dell'Europa e lo scontro economico tra Stati Uniti d'America e Cina risultano fondamentali per comprendere il contesto globale in cui si inserisce l'istituto²⁷. I mutamenti delle dinamiche geopolitiche, l'emergere di nuovi settori strategici e l'insorgenza di nuove minacce per lo Stato costituiscono i fattori di maggior condizionamento dell'istituto.

In sostanza, ogni cambiamento radicale del contesto storico di riferimento richiede di ricercare un nuovo punto di equilibrio e, dunque, di procedere ad un nuovo bilanciamento, in termini normativi o applicativi, tra gli interessi contrapposti dello Stato e mercato²⁸.

Del resto, la valutazione nel concreto dei presupposti di esercizio dei poteri speciali non può che essere effettuata tenendo in considerazione i rapporti diplomatici e gli equilibri geopolitici con lo Stato di provenienza dell'investitore estero. Infatti, lo stesso Consiglio di Stato²⁹ precisa che *“il controllo di un operatore economico nazionale da parte di uno Stato terzo estraneo all'Unione Europea e con cui non intercorrono formali e cogenti legami di alleanza (si pensi, in primis, a quello riveniente dal Trattato NATO) fa sì che l'operazione non*

da paese a paese, i “*meccanismi nazionali di controllo degli investimenti esteri diretti (IDE) costituiscono [...] un complesso mosaico di regimi interconnessi.*”

²⁷ Sulla corsa di Russia e Cina rispetto ai sistemi di screening degli investimenti esteri v., rispettivamente, G. CRESPI REGHIZZI, *La disciplina giuridica degli investimenti stranieri nella Federazione Russa*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 1/2021, pp. 26 ss.; e M. A. CARRAI, *China's foreign direct investment screening and the future of global investment*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 23 ss.

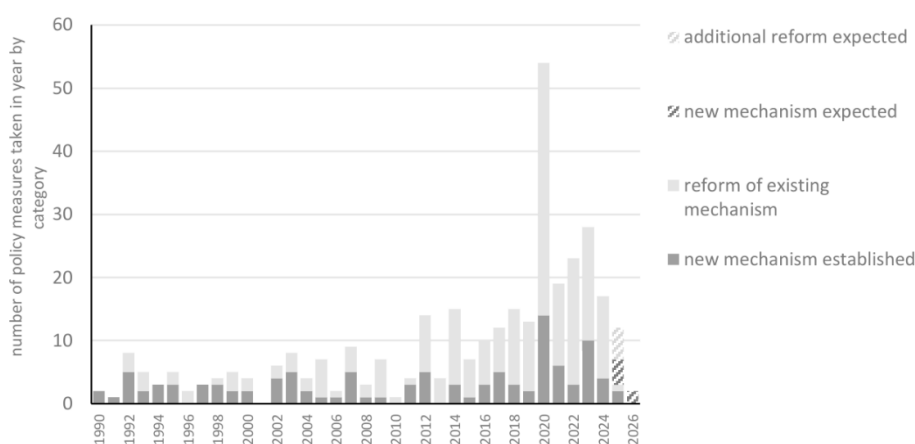
V. Kissinger H., *Cina*, Milano, Mondadori, 2023, pp. 436 ss. per comprendere il più ampio contesto in cui si inserisce la rivalità USA-Cina.

²⁸ In argomento, S. CASSESE, *La democrazia e i suoi limiti*, Milano, Mondadori Libri S.p.A., 2019, pp. 113 ss., constata che *“[...] il potere pubblico risponde a esigenze contraddittorie. Bisogna, quindi, stabilire un equilibrio tra di esse [...]. Questo equilibrio non può essere sempre e dovunque lo stesso. Dunque, bisogna stabilire i casi, le materie per ciascuna zona di equilibrio. Ma non esistono criteri generali, meta-norme in base alle quali determinare tali equilibri, perché i criteri sono esterni, storici, di contesto, instabili.”*

²⁹ La sentenza Cons. Stato, IV, 9 gennaio 2023, n. 289, ha ad oggetto il ricorso inerente l'esercizio del potere di veto del Governo italiano ad un caso di acquisizione della società olandese Verisem B. V. e delle sue cinque società italiane controllate attive nel settore agricolo-sementiero da parte della società svizzera Syngenta Crop Protection AG, a sua volta controllata dalla società cinese ChemChina di proprietà della Repubblica Popolare Cinese.

sia ascrivibile al solo mercato ed alle connesse logiche di politica industriale, ma coinvolga ineludibilmente anche considerazioni di politica internazionale e di sicurezza”.

Negli ultimi anni, la predisposizione di screening degli investimenti esteri ha assunto dimensioni tali da indurre parte della dottrina a descrivere il fenomeno come “*riarmo giuridico*”³⁰ e sostenere che “*such rush is so strong and steady that it appears to face no limits*”³¹. Infatti, pressochè tutti gli Stati componenti la comunità internazionale hanno avvertito la necessità di governare gli investimenti esteri nel territorio nazionale per mettere al riparo i propri assets strategici da rischi predatori³².



L’assenza di limiti - almeno apparente - ha consentito un utilizzo dei golden powers come strumento multipurpose, cioè per finalità non sempre inerenti alla salvaguardia degli interessi strategici dello Stato. Nella prassi, infatti, l’istituto è stato talvolta utilizzato come

³⁰ Il termine è utilizzato da L. ARNAUDO, *À l’économie comme à la guerre. Note su golden power, concorrenza e geo-economia*, in *Mercato Concorrenza Regole*, n. 3/2017, pp. 435 ss.

Tuttavia, occorre evidenziare come M. CAVINO – M. MALVICINI, *Le guerre dell’Italia repubblicana*, Bologna, Il Mulino, 2023, pp. 11 ss. ritengono improprio l’utilizzo del termine “guerra” in riferimento ai rapporti di ostilità tra Stati che proteggono i propri interessi economici.

³¹ Cfr. L. FUMAGALLI, *The global rush towards national screening systems on foreign direct investment: a movement facing no limits? Remarks from the point of view of public international law*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 45 ss.

³² Cfr. OECD, *OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index 2024: Key findings and trends*, Parigi, OECD Publishing, 2025, pp. 7 ss.

Il grafico esposto è contenuto nel report in oggetto.

sostegno alla politica industriale, per la gestione dei rapporti diplomatici e per altre finalità considerate dirigistiche³³.

Inoltre, il sistema economico globale incide sul ruolo dello Stato nell'economia e, di conseguenza, anche sulla posizione di apertura o di chiusura rispetto agli investimenti esteri nel territorio nazionale. La crisi economico-finanziaria del 2008, la crisi economica post Covid-19 e la crisi successiva alla guerra di aggressione russa in Ucraina hanno indotto i governi a ripensare la propria posizione di apertura, spesso incondizionata, ai mercati³⁴.

La dimensione necessariamente globale dei sistemi di screening risulta evidente considerando anche il crescente ricorso degli Stati a strumenti di diritto internazionale, quali i Bilateral Investment Treaties (BITs), per regolare gli investimenti internazionali in entrata e in uscita. Le disposizioni contenute nei BITs si relazionano così alla disciplina normativa in tema di golden power.

Inoltre, il diritto internazionale, costituendo vincolo al potere legislativo, condiziona direttamente la disciplina italiana sul golden power³⁵. La trattazione dei principi fondamentali del diritto internazionale degli investimenti³⁶ e dei trattati bilaterali sugli investimenti risulta, dunque, necessaria per definire i limiti entro cui si inserisce il golden power.

³³ Cfr. S. CASSESE, *Il controllo degli investimenti esteri*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 1/2025, pp. 11 ss.

³⁴ In argomento, M. CLARICH, *Nuovi scenari globali e diritto dell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2024, pp. 425 ss., aggiunge alle cause menzionate altresì i possibili conflitti bellici che potrebbero scoppiare nei prossimi anni, come le tensioni legate a Taiwan, l'accelerazione preoccupante del cambiamento climatico e l'esigenza degli Stati di salvaguardare la propria sovranità rispetto alla competizione con altri Stati e la presenza sempre più invasiva delle grandi piattaforme digitali.

³⁵ In argomento, M. CAVINO – L. CONTE, *Istituzioni di diritto pubblico*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2021, pp. 353 ss., ritiene che, successivamente all'approvazione della riforma approvata con legge costituzionale n. 3 del 2001, il comma primo degli artt. 10 e 117 Cost. pongono sullo stesso piano, rispetto al vincolo sul potere legislativo, le norme di diritto internazionale consuetudinario e le norme di diritto internazionale pattizio, escludendo però gli accordi in forma semplificata conclusi ai sensi degli artt. 80 e 87 Cost., altrimenti "sarebbe attribuito al Governo il potere di adottare atti che [...] impedirebbero l'esercizio del potere legislativo del Parlamento".

³⁶ Sul tema, K. MILES, *The Origins of International Investment Law, Empire, Environment, and the Safeguarding of Capital*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, pp. 822 ss., definisce il diritto

Nella prospettiva globale, anche le organizzazioni internazionali svolgono un ruolo significativo nella posizione di apertura o chiusura degli Stati rispetto agli investimenti internazionali. In questo senso, l'Unione Europea, da sempre favorevole all'entrata di investimenti esteri, nel tempo ha modificato la propria posizione fino ad introdurre un proprio sistema di coordinamento sui sistemi europei di screening degli investimenti esteri³⁷.

I profili di diritto comparato, invece, risultano necessari per comprendere a fondo le vicende inerenti all'introduzione, l'evoluzione e le prospettive evolutive dell'istituto. In tale prospettiva, appare evidente come il legislatore italiano, nel dettare la propria disciplina, abbia preso come punto di riferimento i meccanismi di screening degli investimenti esteri previsti negli ordinamenti giuridici francese e statunitense³⁸.

Paragrafo 3

Il diritto internazionale degli investimenti.

L'attuale diritto internazionale degli investimenti ha origine nei primi decenni del XX secolo attraverso la contrapposizione sulla protezione della proprietà privata, da un lato, tra i

internazionale degli investimenti come il complesso di disposizioni che regolano le relazioni tra investitori esteri e Stato ospitante nel territorio di quest'ultimo.

Il diritto internazionale degli investimenti, dunque, consiste nell'insieme di principi e regole, di natura consuetudinaria e pattizia, volte a regolare le vicende inerenti gli investimenti esteri sin dal momento della loro uscita dal territorio nazionale e fino alla dismissione.

³⁷ Sulle contraddizioni dell'Unione Europea in tema di investimenti esteri v. F. MUNARI – C. CELLERINO, *General principles of EU law and international investment arbitration*, Diritto del Commercio Internazionale, n.1/2016, pp. 115 ss.

³⁸ Sul tema, A. GAMBARO – R. SACCO, *Trattato di Diritto Comparato. Sistemi Giuridici Comparati*, Milano, UTET Giuridica, 2021, pp. 23 ss. definisce il fenomeno come “*diffusione dei modelli giuridici*” e avverte che non solo il legislatore imita altri legislatori, ma anche la giurisprudenza prende come riferimento le decisioni di giudici di un altro paese.

Infatti, come si vedrà meglio nella trattazione del modello italiano di golden power, legislatore e giurisprudenza italiana hanno spesso adottato normative o decisioni in linea con quanto fatto dai propri omologhi statunitensi e francesi.

paesi in via di sviluppo (PVS) e i paesi appartenenti ai regimi comunisti e, dall'altro lato, i paesi esportatori di capitali.

I paesi in via di sviluppo, dopo il distacco dal proprio impero coloniale, tentarono di rivendicare la propria sovranità sulle attività economiche situate entro il proprio territorio attraverso la loro espropriazione e nazionalizzazione³⁹, senza corresponsione di alcun indennizzo verso i destinatari di tali misure. Lo stesso percorso venne intrapreso dai paesi comunisti per consentire il raggiungimento degli obiettivi di controllo e pianificazione delle proprie economie.

In un primo momento, i paesi esportatori di capitali tentarono di proteggere i propri investitori all'estero attraverso il richiamo alle consuetudini internazionali sulla condizione dello straniero e dei suoi beni all'estero. L'investitore all'estero poteva ricorrere ai tribunali nazionali dello Stato ospitante ovvero, dopo aver esperito tutti i rimedi possibili, chiedere la protezione diplomatica dello Stato di appartenenza. Tuttavia, il ricorso ai tribunali del paese ospitante, soprattutto nei paesi oppositori, risultava spesso uno strumento inidoneo a fornire adeguata tutela agli investitori esteri.

I contrasti sviluppati hanno così indotto i paesi esportatori di capitali a proteggere i propri investitori all'estero mediante il ricorso a strumenti internazionali di carattere pattizio. Tali accordi, ben presto, per ampiezza di parti coinvolte, finirono per contribuire alla creazione di un sistema economico mondiale improntato sull'iniziativa economica privata e il libero scambio.

L'attuale ordinamento normativo⁴⁰ di diritto internazionale dell'economia trova così la sua genesi nel nuovo ordine mondiale sviluppatosi ancor prima della fine della Seconda guerra

³⁹ Prima dei fenomeni di decolonizzazione e di espansione dei paesi appartenenti al blocco comunista, la comunità internazionale non avvertì l'esigenza di disciplinare i movimenti di capitali all'estero. Infatti, gli ordinamenti delle colonie, in quanto integrati con l'ordinamento giuridico del proprio impero, non fecero emergere la necessità di norme internazionali sulla protezione dell'investimento all'estero.

⁴⁰ Sul tema M. CAVINO, *Ordinamento giuridico e sistema delle fonti*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2021, pp. 14 ss., qualifica il diritto internazionale come un ordinamento normativo e non giuridico per l'assenza di coercitività dovuta al rifiuto degli Stati di un'autorità sovraordinata ad essi.

mondiale⁴¹. Ne è prova la firma degli Accordi di Bretton Woods, istitutivi dell'*International Bank for Reconstruction and Development* (IBRD) e dell'*International Monetary Fund* (IMF), avvenuta il 22 luglio 1944 in New Hampshire (USA), cioè ancor prima della resa incondizionata dell'8 maggio 1945 della Germania nazista. L'IBRD, nota comunemente come *World bank*, e l'IMF costituiscono le principali organizzazioni internazionali dedite al commercio internazionale, alla promozione di accordi commerciali internazionali e allo sviluppo economico mondiale.

La Carta dell'Organizzazione delle Nazioni Unite, adottata il 26 giugno 1945 a San Francisco (USA), pone nel proprio preambolo l'obiettivo di “*salvaguardare le future generazioni dal flagello della guerra*” e per raggiungere tale fine mira anche ad “*impiegare strumenti internazionali per promuovere il progresso economico e sociale di tutti i popoli*”. La comunità internazionale concepisce, dunque, il progresso economico come uno strumento per mantenere la pace tra i popoli e garantire il pieno sviluppo della persona umana.

Il commercio internazionale, dopo una prima fase provvisoria disciplinata dal *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT) del 1947, ha trovato una più completa attuazione solo nel 1994 attraverso l'istituzione della *World Trade Organization* (WTO). Il GATT del 1947 prevedeva l'istituzione dell'*International Trade Organization* (ITO) che, tuttavia, non trovò attuazione per la decisione del Dipartimento di Stato dell'esecutivo statunitense di non sottoporre il trattato alla ratifica del Congresso.

Nel corso degli anni, sono state costituite ulteriori organizzazioni internazionali, anche di carattere regionale, in materia economica. Tra queste occorre menzionare l'*Organization for*

⁴¹ Sul piano giuridico M. D'ALBERTI, *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Bologna, Il Mulino, 2008, pp. 110 ss., individua la nascita del moderno diritto globale dell'economia nell'istituzione, avvenuta nel XX secolo, delle principali organizzazioni internazionali dedite alla promozione e allo sviluppo del commercio internazionale.

Sul piano storico H. KISSINGER, *Ordine mondiale*, Milano, Mondadori, 2025, pp. 234 ss. ricostruisce il tentativo statunitense di costruire l'ordine economico mondiale postbellico sui principi del libero mercato e sull'uguaglianza di trattamento in materia commerciale.

Sull'incidenza della globalizzazione e del diritto internazionale sul diritto dell'economia v. E. PICOZZA, *Diritto dell'economia: disciplina pubblica*, Padova, Cedam, 2005, pp. 3 ss.;

Economic Co-operation and Development (OECD), l'Unione Europea (UE) e il *North American Free Trade Agreement* (NAFTA).

Nella prospettiva degli investimenti internazionali, nel 1985 venne costituita con la Convenzione di Seul la *Multilateral Investment Guarantee Agency* (MIGA). La finalità della MIGA consiste nell'incentivare il flusso di investimenti internazionali e garantire gli investitori esteri dai c.d. rischi non commerciali, cioè i rischi diversi da quelli di impresa, come il pericolo di essere oggetto di decisioni arbitrarie da parte dello Stato ospitante.

Le organizzazioni internazionali economiche, con l'evidente finalità di "affermare" l'esistenza di norme di diritto internazionale sulla protezione degli investimenti esteri, iniziarono a porre in essere una fitta serie di *soft law*⁴², cioè atti giuridicamente non vincolanti volti a indirizzare e persuadere l'attività degli Stati.

Tuttavia, la scelta di utilizzare il diritto *soft* ha prodotto un complesso di linee guida, comunicazioni, risoluzioni, pareri e carte, spesso sovrapposto e di difficile leggibilità nell'insieme di tutti gli altri atti.

Tra queste occorre menzionare l'OECD che, attraverso il "*Code of Liberalisation of Capital Movements*" del 1961, è intervenuta per prima sul tema della circolazione dei capitali. In seguito, le altre organizzazioni internazionali hanno tentato una vera e propria "spinta gentile"⁴³ finalizzata alla protezione degli investimenti esteri e al mantenimento di un mercato internazionale aperto agli scambi.

Tra queste vengono in rilievo le "*Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment*" del 1992 elaborato dalla World Bank e dall'IMF, la "*Declaration on International Investment and Multinational Enterprises*" del 1976 e il "*Policy Framework for Investment*" del 2006 dell'OECD.

⁴² Sul tema v. M. RAMAJOLI, *Soft law e ordinamento amministrativo*, in *Diritto Amministrativo*, n. 1/2017, pp. 147 ss. argomenta efficacemente circa gli aspetti e la funzione positiva esercitata dalla *soft law* rispetto al campo del diritto internazionale, che si caratterizza, come noto, dalla volontà degli Stati di non "vedere sminuito il proprio status di soggetti sovrani".

⁴³ Il termine, si consenta, è riferito al bestseller internazionale R. H. THALER – C. R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile*, Milano, Feltrinelli, 2024, scritto dal Nobel in Economics del 2017 e dal Giurista della Harvard Law School.

Occorre menzionare altresì la “*Convention on the Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of Other States*” del 1965 che istituisce l’*International Centre for Settlement of Investment Disputes* (ICSID) presso la World Bank di Washington (USA).

Il diritto *soft*, costantemente aggiornato e rielaborato, viene accompagnato da serie di report di monitoraggio sulle condizioni di trattamento degli investimenti esteri e sul grado di apertura dei mercati nazionali⁴⁴. Anche tali atti possono essere considerati come finalizzati alla “creazione” di un diritto consuetudinario in materia di investimenti esteri. Infatti, le misurazioni contenute nei report permettono di adottare misure coercitive o di *moral suasion* per indurre gli Stati ad adeguarsi agli standards internazionali sugli investimenti esteri.

Nonostante tali attività, sembra ancora incompiuto il tentativo di creare un ordinamento internazionale dell’economia vincolante per gli Stati⁴⁵. In tal senso, la proliferazione dei c.d. Bilateral Investment Treaties (BITs) costituisce la risposta più evidente degli Stati alla crisi del diritto internazionale.

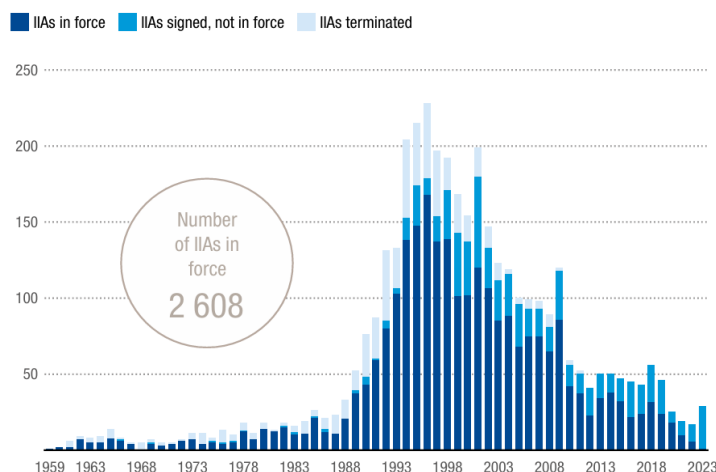
La Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo⁴⁶ (UNCTAD) registra l’esistenza di oltre 3000 trattati sugli investimenti nel mondo, di cui oltre 2600 ancora in vigore e più di 100 siglati solo dall’Italia nel corso della sua storia.

⁴⁴ Cfr. OECD, *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU*, Parigi, OECD Publishing, 2022, pp. 14 ss.

⁴⁵ Sulle critiche rivolte alle mancanze e agli errori delle organizzazioni internazionali in materia economica, con particolare riferimento all’attività del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale, v. J. E. STIGLITZ, *Globalisation and Its Discontent*, New York City, W. W. Northon & Company, 2001; e R. PANIZZA, *L’instabilità economica mondiale*, Torino, Selcom Editoria, 2001, pp. 321 ss.

⁴⁶ Il sito <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements> costituisce la principale banca dati internazionale in tema di investimenti internazionali. Sullo stesso è possibile consultare liberamente i dati e i testi dei trattati internazionali in tema di investimenti, con indicazione dei paesi partner, tipologia di trattato e informazioni relative a data di sottoscrizione, entrata in vigore e il relativo status giuridico. Consultato il 07/03/2025.

Il grafico inserito è contenuto in UNCTAD, *International Investment Agreements Issues Note*, Ginevra, 2024, pp. 2 ss.



L'allontanamento dalla creazione di un ordine economico mondiale vincolante per la comunità internazionale risulta evidente considerando il continuo spostamento del centro decisionale delle scelte politiche in campo economico-commerciale dagli organismi internazionali preposti verso sedi meno formali⁴⁷ e il rafforzamento costante dei sistemi di screening degli investimenti⁴⁸.

Paragrafo 3.1

La libertà degli Stati di governare gli investimenti esteri nel territorio nazionale e la proliferazione dei Bilateral Investment Treaties.

Poste le dovute premesse sull'ordinamento internazionale dell'economia, occorre individuare l'esistenza dei limiti posti agli Stati nella predisposizione dei propri sistemi di screening degli investimenti esteri. Anzitutto, circa l'esistenza di consuetudini internazionali in tema di investimenti esteri, occorre chiarire che “*are no general rules of public international law that impose upon States the duty to allow foreign investments in their territory*”⁴⁹. In questo

⁴⁷ Cfr. C. GULOTTA, *Il sostegno alle esportazioni nel diritto internazionale*, Milano, Giuffrè Editore, 2015, pp. 166 ss., in cui evidenzia la tendenza dei governi di affrontare le tematiche economiche globali fuori dai rigidi schemi formali delle organizzazioni internazionali, quali il G7 o i BRICS.

⁴⁸ V. *Supra* Nota 22

⁴⁹ Cfr. S. BARIATTI, *Current trends in foreign direct investment: open issues on national screening systems*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 39 ss.;

V. *Infra* Nota 47.

senso, l'assenza di una norma di diritto consuetudinario che impone ad uno Stato di consentire l'entrata di investimenti esteri comporta la piena libertà degli Stati di governare l'entrata degli investimenti esteri nel territorio nazionale.

La libertà degli Stati di regolare gli investimenti esteri in entrata nel territorio nazionale è espressione del principio "*superiorem non recognoscens*". Non è dunque un caso che la funzione dei sistemi di screening degli investimenti esteri consista nella salvaguardia della sovranità e dell'indipendenza dello Stato. Del resto, la struttura stessa della comunità internazionale ovvero l'assenza di un'autorità internazionale sovraordinata agli Stati, rende impossibile l'imposizione di un qualsiasi obbligo che, a contrario, imponga l'ammissione dei capitali esteri.

L'assenza di una consuetudine internazionale che imponga agli Stati l'ammissione degli investimenti esteri comporta la possibilità degli stessi di regolare in via pattizia i movimenti di capitali con l'esterno. In questo senso, gli Stati hanno, dunque, risposto alla crisi del diritto internazionale facendo ricorso a strumenti di diritto internazionale per proteggere i propri investitori all'estero e, al contempo, creare un ambiente attrattivo per gli investitori esteri.

Sembra insuperabile la contraddizione che vede rispondere a tale crisi proprio con strumenti stessi di diritto internazionale. In realtà, non potrebbe essere altrimenti. Da un lato, la struttura inorganica della comunità internazionale rende impossibile l'imposizione di qualsiasi vincolo agli Stati. Dall'altro lato, invece, qualunque Stato avverte comunque come necessaria l'esigenza di attrarre i capitali esteri e, di conseguenza, risente della necessità di regolare gli investimenti esteri offrendo loro precise garanzie. Il ricorso ai Bilateral Investment Treaties per regolare i movimenti di capitali sembra, dunque, costituire la risposta di *extrema ratio* alla crisi del diritto internazionale.

In realtà, nonostante l'assenza di un ordinamento giuridico internazionale, le discipline contenute nei trattati, attraverso i loro tratti in comune, sembrano creare un complesso di regole sugli investimenti internazionali condivise dalla comunità internazionale⁵⁰. Infatti, sovrapponendo la disciplina contenuta nei numerosi BITs, spesso molto simili tra loro, appaiono delinearsi alcuni principi e regole di fondo che caratterizzano il diritto internazionale degli

⁵⁰ La tesi è condivisa da S. W. SCHILL, *The Multilateralization of International Investment Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, pp. 15 ss.

investimenti⁵¹. L'uniformità delle discipline contenute nei BITs sembra, dunque, manifestare l'intenzione degli Stati di cristallizzare quel complesso di regole che disciplinano gli investimenti esteri e, così, di arginare la crisi del diritto internazionale.

In questo senso, parrebbe delinearsi una consuetudine internazionale attraverso un processo inverso⁵² che parte dalla regola pattizia per sfociare nella regola consuetudinaria. A ben vedere, sembrano sussistere entrambi gli elementi che formano una consuetudine, cioè l'elemento materiale della *diuturnitas* e l'elemento psicologico dell'*opinio iuris*. Il primo, infatti, consiste nella condotta uniforme tenuta nel tempo dagli Stati: le omogeneità contenute nei BITs sembrano manifestare una condotta degli Stati, costante nel tempo, nella regolazione degli investimenti internazionali. Il secondo, invece, consiste nel convincimento diffuso che tale condotta sia tenuta in adempimento di un obbligo giuridico o nell'esercizio di un diritto:

⁵¹ Sul tema, occorre precisare che, come evidenziato in M. R. MAURO, *Diritto internazionale dell'economia. Teoria e prassi delle relazioni economiche internazionali*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2019, pp. 352 ss., i BITs presentano, in genere, una “*medesima struttura, con norme concernenti l'ambito di applicazione dell'accordo, (in particolare la definizione di investimento e quella di investitore nazionale), le condizioni di ingresso dell'investimento straniero, gli standard generali di trattamento, le condizioni di gestione dell'investimento, i trasferimenti monetari, la protezione contro misure di nazionalizzazione ed espropriazione, l'indennizzo per danni subiti a causa di conflitti armati e disordini interni, la surroga dello Stato all'investitore indennizzato, la soluzione di controversie fra gli Stati contraenti e di quello fra lo Stato ospite e l'investitore straniero*”. La stessa precisa che i BITs sono, tendenzialmente, conclusi sulla base di modelli nazionali di riferimento, cioè accordi contenenti disposizioni simili o identiche tra loro. Inoltre, viene evidenziata l'assenza di rilevanti difformità nelle disposizioni dei BITs, anche quando vengono adottati modelli differenti da quelli di riferimento.

In merito, occorre precisare al lettore che l'indagine sui singoli modelli di BITs è stata effettuata dall'autore del presente elaborato attraverso la consultazione e l'analisi diretta – senza l'utilizzo di strumenti di Intelligenza Artificiale – delle disposizioni contenute nei singoli BITs. Seppur i BITs presentano differenze in termini di finalità perseguite o tecniche di redazione utilizzate, risulta dunque possibile ricavare da essi alcuni tratti comuni ricorrenti. Per consultare i testi dei BITs v. *Supra* nota 36.

⁵² Viene utilizzata l'espressione “processo inverso” perché nella generalità delle vicende inerenti il diritto internazionale consuetudinario si passa dalla consuetudine alla codificazione della stessa in via pattizia della stessa. In questo caso, invece, sembra delinearsi un fenomeno inverso che parte dalla definizione della norma in via pattizia e, tramite il rispetto dei caratteri che danno vita alla consuetudine, finisce per crearsi una vera e propria consuetudine internazionale.

l'adempimento delle disposizioni contenute nei BITs viene condotta sotto al principio "*pacta sunt servanda*"⁵³.

Alla tesi ora esposta è possibile obiettare la c.d. teoria del *persistent objector*, secondo la quale gli elementi propri della consuetudine non sono sufficientemente ampi e riconosciuti dalla comunità internazionali da poter generare una regola di diritto internazionale generale. In questo senso, occorre precisare che il grado di diffusione o il riconoscimento da parte della comunità internazionale della consuetudine non può mai risolversi nel "*diritto di veto alla sua nascita*"⁵⁴. Nemmeno le contestazioni da parte di alcuni Stati possono ritenersi sufficienti ad impedire la formazione di una consuetudine.

In realtà, la giurisprudenza internazionale è giunta ad una conclusione di segno opposto. La Corte Internazionale di Giustizia, nel caso *Barcelona Traction*⁵⁵, ha affermato che "*considering the important developments of the last half-century, the growth of foreign investments and the expansion of the international activities of corporations [...] and considering the way in which the economic interests of States have proliferated, it may at first sight appear surprising that the evolution of law has not gone further and that no generally accepted rules in the matter have crystallized on the international plane*". Secondo la Corte, le disposizioni contenute nei trattati, poiché disciplinano la specifica relazione che intercorre tra due paesi e adottano formulazioni che variano caso per caso, costituiscono una *lex specialis* tra gli Stati partner e, dunque, non possono essere applicate a situazioni diverse da quelle previste dagli stessi.

Il Tribunale per i Reclami Iran-USA (*Iran-United States Claims Tribunal*), richiamando il caso *Barcelona Traction*, sostiene l'evidente difficoltà nell'affermare l'esistenza di norme

⁵³ Cfr. A. ODDENINO, *Pacta sunt servanda e buona fede nell'applicazione dei trattati internazionali. spunti ricostruttivi*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2003, pp. 1 ss.

⁵⁴ Sul tema v. U. VILLANI, *Lezioni di diritto internazionale*, Bari, Cacucci Editore, 2023, pp. 113 ss.; e A. SINAGRA – P. BARGIACCHI, *Lezioni di diritto internazionale pubblico*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, pp. 148 ss.

⁵⁵ V. sentenza della Corte Internazionale di Giustizia, 5 febbraio 1970, *Case Concerning The Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited, (Belgium v. Spain)*.

internazionali generali sulla base degli accordi tra Stati⁵⁶. Infatti, ad opinione della Corte, il rispetto di tali accordi sarebbe dovuto a considerazioni diverse da quelle inerenti l'adempimento di un obbligo giuridico o l'esercizio di un diritto e, dunque, risulta assente il requisito dell'*opinio iuris* necessario ad affermare l'esistenza di una consuetudine. Tali accordi – prosegue la Corte – sarebbero dovuti alla ripresa di relazioni diplomatiche o commerciali, cioè da ragioni diverse dall'adempimento di un obbligo richiesto dal diritto internazionale.

Secondo la giurisprudenza internazionale, dunque, le disposizioni contenute negli accordi di natura pattizia, per loro stessa natura, non possono costituire strumento di affermazione di una consuetudine internazionale, anche considerando la quantità di trattati e la similitudine tra disposizioni.

Paragrafo 3.2

La disciplina comune dei Bilateral Investment Treaties.

In questo contesto, chiarito che la giurisprudenza internazionale ritiene che la disciplina comune dei BITs non possa affermare l'esistenza di una nuova disciplina di diritto internazionale generale, risulta comunque utile analizzarne alcune caratteristiche al fine di stabilirne il rapporto con i sistemi di screening degli investimenti esteri. Questi, infatti, forniscono una disciplina di dettaglio inerente le condizioni di ammissione, stabilimento, trattamento e protezione degli investimenti esteri situati entro il territorio della controparte⁵⁷.

⁵⁶ V. sentenza del Tribunale per i reclami Iran-Stati Uniti, 27 marzo 1986, n. 129, *Sedco, Inc. v. National Iranian Oil Company and The Islamic Republic of Iran*.

⁵⁷ Sulla disciplina del diritto internazionale degli investimenti, con particolare riferimento alle clausole contenute nei BITs, v. D. COLLINS, *An Introduction to International Investment Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2023, pp. 1 ss.; M. SORNARAJAH, *The International Law on Foreign Investment*, Cambridge, Cambridge University Press, 2021, pp. 1 ss.; R. DOLZER – C. SCHREUER, *Principles of international investment law*, Oxford, Oxford University Press, 2022, pp. 1 ss.; J. W. SALACUSE, *The Law of Investment Treaties*, Oxford, Oxford University Press, 2015, pp. 141 ss.; D. BETHLEHEM – D. MCRAE – R. NEUFELD – I. VAN DAMME, *The Oxford Handbook of International Trade Law*, Oxford, Oxford University Press, 2009, pp. 620 ss.; D. CARREAU – P. JULLIARD, *Droit international économique*, Parigi, Éditions Dalloz, 2003, pp. 371 ss.; e A. F. LOWENFELD, *International Economic Law*, Oxford University Press, Oxford, 2002, pp. 3 ss.

I BITs prevedono, anzitutto, un'enunciazione delle ragioni e delle finalità che le parti vogliono perseguire con la stipulazione di tali accordi⁵⁸. Tra queste vengono menzionati la necessità di intensificare i rapporti di cooperazione economica tra le parti, l'importanza di promuovere gli investimenti esteri reciproci e l'impegno nella creazione e nel mantenimento di condizioni favorevoli per gli investimenti di una parte nello Stato della controparte.

Dopo l'incipit di valori, principi e finalità condivisi dalle parti contrenti, i BITs forniscono alcune definizioni dei termini fondamentali per comprendere le disposizioni del trattato. L'investimento, per esempio, viene generalmente definito come qualsiasi tipo di asset che un investitore possiede o controlla, direttamente o indirettamente, che presenta le caratteristiche dell'impiego di capitale o altre risorse, l'aspettativa di un guadagno o un profitto, o l'assunzione di un rischio⁵⁹.

La nozione di investimento, dunque, non sembra definire in modo preciso cosa viene incluso in tale fenomeno. Anzi, le caratteristiche appaiono così generiche da poter includervi anche attività che non dovrebbero rientrare nella nozione di investimento perseguita dai BITs. In questo senso, le attività di lavoro autonomo potrebbero essere qualificate come investimento.

⁵⁸ Cfr., tra i tanti, *Bilateral Investment Treaty between Nuova Zelanda and Emirati Arabi Uniti*, 14 gennaio 2025; *Bilateral Investment Treaty between Bahrain and Repubblica di Corea*, 26 dicembre 2024; *Bilateral Investment Treaty between Cina and Venezuela*, 15 novembre 2024; *Bilateral Investment Treaty between Australia and Emirati Arabi Uniti*, 6 novembre 2024; *Bilateral Investment Treaty between Georgia and Ungheria*, 19 luglio 2024; *Bilateral Investment Treaty between Kenya and Singapore*, 12 giugno 2018; *Bilateral Investment Treaty between Bielorussia and Turchia*, 14 febbraio 2018; *Bilateral Investment Treaty between Colombia and Israele*, 30 settembre 2013; *Bilateral Investment Treaty between Cina and Libano*, 13 giugno 1996; *Bilateral Investment Treaty between Thailandia and Sri Lanka*, 3 gennaio 1996; e *Bilateral Investment Treaty between Chile and Norvegia*, 1 giugno 1993.

⁵⁹ Cfr., tra i tanti, *Bilateral Investment Treaty between Israele and Filippine*, 7 giugno 2022, Sez. A; *Bilateral Investment Treaty between Indonesia and Svizzera*, 24 maggio 2022, Art. 1; *Bilateral Investment Treaty between Emirati Arabi Uniti and Zimbabwe*, 16 giugno 2018, Art. 1; *Bilateral Investment Treaty between Singapore and Ruanda*, 14 giugno 2018, Art. 1; *Bilateral Investment Treaty between Ucraina and Qatar*, 20 marzo 2018, Art. 1; *Bilateral Investment Treaty between Malesia and San Marino*, 27 settembre 2012, Art. 2; *Bilateral Investment Treaty between Nicaragua and Federazione Russa*, 26 gennaio 2012, Art. 1; *Bilateral Investment Treaty between India and Lituania*, 31 marzo 2011, Art. 1; *Bilateral Investment Treaty between Libia e Spagna*, 17 dicembre 2007, Art. 1; *Bilateral Investment Treaty between Indonesia e Sri Lanka*, 10 giugno 1996, Art. 1; e *Bilateral Investment Treaty between Bielorussia e Romania*, 31 maggio 1995, Art. 1.

Infatti, come noto, questo viene svolto attraverso l'impiego di capitali, assets o risorse proprie, induce l'aspettativa di un guadagno e comporta l'assunzione di un rischio.

Ulteriore caratteristica dell'investimento internazionale consiste nella transnazionalità, cioè deve consistere in un'operazione cross-border: in altre parole, l'impiego deve essere effettuato da un investitore dello Stato contraente presso il territorio dell'altro Stato contraente.

In merito al perimetro della nozione investimento, gli Stati contraenti provvedono altresì a fornirne un elenco di attività certamente incluse ovvero escluse dalla nozione di investimento. Tali attività, con l'evidente finalità di non escludere dall'applicazione del trattato le nuove o diverse forme che gli investimenti possono assumere, sono espressamente indicate come esemplificative e non esaustive. Sempre in tal senso, il trattato chiarisce che una modifica delle forme in cui vengono investiti i beni non ne pregiudica la loro natura di investimento.

Tra queste rientrano, a vario titolo, le imprese o rami di esse, le azioni e le altre forme di partecipazione nel capitale sociale, gli strumenti di debito e le altre forme di interessi percepiti dalle aziende, i diritti di proprietà intellettuale, i beni mobili o immobili e i diritti ad essi connessi e, infine, le altre prestazioni derivanti da contratti. Viene compreso nella categoria anche ogni incremento di valore dell'investimento, come le plusvalenze, i profitti, gli interessi, i dividendi, le royalties e le commissioni. Alcuni BITs⁶⁰ menzionano altresì le autorizzazioni, le licenze, i permessi e gli altri strumenti simili, quali le concessioni.

A contrario, taluni BITs menzionano anche talune attività escluse dalla nozione di investimento⁶¹. Tra queste vengono menzionate le pretese derivanti da atti dell'autorità giudiziaria e i crediti derivanti dalla vendita di beni o servizi nel territorio dello Stato ospitante.

⁶⁰ Cfr., tra i tanti, Bilateral Investment Treaty between Giappone and Zambia, 6 febbraio 2025, Art. 1; Bilateral Investment Treaty between Cina and Angola, 6 dicembre 2023, Art. 1; Bilateral Investment Treaty between Israele and Emirati Arabi Uniti, 20 ottobre 2020, Sez. A; Bilateral Investment Treaty between Stati Uniti and Rwanda, 19 febbraio 2008, Art. 1; e Bilateral Investment Treaty between Regno Unito and Marocco, 30 ottobre 1990, Art. 1.

⁶¹ Cfr., tra i tanti, Bilateral Investment Treaty between Brasile and India, 25 gennaio 2020, Art. 2; Bilateral Investment Treaty between Giappone and Marocco, 8 gennaio 2020, Art. 1; Bilateral Investment Treaty between Israele and Giappone, 1 febbraio 2017, Art. 1; Bilateral Investment Treaty between Turchia and Guatemala, 21 dicembre 2012, Art. 1; e Bilateral Investment Treaty between Canada and Kuwait, 26 settembre 2011, Art. 1.

Pur sussistendo i requisiti della nozione di investimento, è interessante notare l'esclusione inerente le operazioni di acquisizione di titoli di debito pubblico.

Per garantire le medesime condizioni e, dunque, per garantire la parità di trattamento a tutti gli investitori esteri della controparte, i BITs includono nella disciplina qualsiasi tipo di asset investito prima o dopo l'entrata in vigore del trattato e indipendentemente che tale operazione sia stata effettuata da persona fisica ovvero da persona giuridica.

La struttura dei BITs prosegue con la disciplina delle clausole relative agli Standard di Trattamento e altre disposizioni specifiche, quali la disciplina sulla tassazione o sulla risoluzione delle controversie con lo Stato ospitante.

L'ammissione dell'investimento internazionale sul territorio nazionale è, come noto, oggetto di discrezionalità da parte degli Stati. Nella disciplina dei BITs, la fase di ammissione degli investimenti esteri nel territorio nazionale viene subordinata alla condizione che questi siano conformi alla legislazione interna dello Stato di destinazione. La finalità di tale condizione è evidente: gli Stati partner vogliono promuovere gli investimenti esteri e, al contempo, assicurarsi che gli investimenti in entrata non siano un pericolo per la tutela dei propri assets strategici.

La fase post-stabilimento, cioè le condizioni di trattamento e protezione degli investimenti esteri, è disciplinata nelle clausole relative ai c.d. Standards of Protections. Esse consistono essenzialmente nell'obbligo di equo trattamento, nel divieto di discriminazione e nella regolamentazione dell'espropriazione della proprietà⁶².

L'obbligo di equo trattamento, contenuto nella *Fair and Equitable Treatment Clause* (FETC), è finalizzato a proteggere l'investitore estero da comportamenti arbitrati o discriminatori da parte dello Stato ospitante. Gli Stati contraenti si impegnano a trattare gli investitori esteri secondo i canoni di giustizia, equità e buona fede.

I BITs disciplinano tale divieto secondo la *National Treatment Clause* (NT Clause) o la *Most-Favoured-Nation Clause* (MFN Clause). La *NT Clause* garantisce all'investitore estero un trattamento nel paese ospitante non meno favorevole rispetto a quello di cui gode

⁶² Cfr. E. SCISO, *Appunti di diritto internazionale dell'economia*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2007, pp. 167; e G. PORRO, *Studi di diritto internazionale dell'economia*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2006, pp. 97 ss.

l'investitore nazionale. In sostanza, il paese ospitante deve permettere all'investitore estero di operare nelle stesse condizioni in cui opera il suo concorrente locale. La MFN Clause, invece, consente all'investitore estero di un paese di godere delle stesse condizioni di cui gode un investitore estero di un altro Stato sul territorio del paese ospitante. Tale clausola è finalizzata a permettere a tutti gli investitori di svolgere la propria attività secondo le stesse regole⁶³.

Infine, i BITs disciplinano anche l'eventuale fase di espropriazione dell'investimento estero. In questo senso, le forme espropriative vengono distinte tra espropriazione diretta ed espropriazione indiretta. L'espropriazione diretta si verifica quando lo Stato ospitante procede alla nazionalizzazione o all'espropriazione dell'investimento dell'investitore estero. L'espropriazione indiretta, invece, si verifica quando lo Stato ospitante, pur mantenendo formalmente la proprietà privata dell'investitore estero, pone questo in condizioni che rendono impossibile l'esercizio dei diritti sull'investimento. In tal senso, l'espropriazione indiretta consiste in attività di carattere legislativo o regolamentare finalizzate al raggiungimento di effetti equivalenti all'espropriazione diretta. Il procedimento espropriativo deve, in ogni caso, essere effettuato nel rispetto della normativa interna a ciascuno Stato.

Tuttavia, uno Stato rimane libero nel suo ambito di sovranità di introdurre misure di limitazione o condizionamento della proprietà dell'investimento estero. In questo, il discrimine tra misura legittima di intervento ed espropriazione indiretta consiste nel perseguimento di obiettivi di carattere pubblico, nell'assenza di un intento discriminatorio e di una finalità espropriativa rispetto all'investimento estero⁶⁴.

⁶³ Per chiarire il funzionamento della MFN Clause si immagini un BIT tra lo Stato X e lo Stato Y in cui vengono garantiti ai reciproci investitori un trattamento A. Il trattamento A degli investitori esteri, tuttavia, si differenzia dal trattamento che i due paesi accordano ai propri investitori. In un secondo momento, lo Stato X e lo Stato Z decidono di realizzare tra loro un BIT. La stipulazione della MFN Clause in questo secondo trattato consente all'investitore Z di godere delle stesse condizioni accordate a Y.

⁶⁴ Per comprendere meglio il discrimine tra espropriazione indiretta e misura legittima occorre ipotizzare un intervento di limitazione della proprietà dell'investitore estero, che tuttavia non persegue alcun intento espropriativo. Per esempio, durante la pandemia da Covid-19 sono state adottate misure di limitazione della libertà personale e, di conseguenza, di limitazione dell'esercizio di attività lavorative e professionali. In questo senso, le cosiddette misure di "Lockdown", pur formalmente impedendo all'investitore estero di esercitare i propri diritti sull'investimento, la misura restrittiva veniva presa in ossequio al raggiungimento di un obiettivo pubblico e in assenza di alcun intento discriminatorio o espropriativo. Immaginiamo, però, che tale misura venisse adottata solo rispetto alle imprese di investitori esteri: in questo caso, la presenza ingiustificata di

La realizzazione di una misura espropriativa comporta in capo allo Stato l'obbligo di compensare l'investitore estero. Il diritto internazionale, dunque, indipendentemente dalla forma espropriativa realizzata e dalla sussistenza di un interesse pubblico, riconosce al soggetto colpito il diritto ad un *adequate compensation*⁶⁵. La compensazione pone, tuttavia, il problema di determinare il *quantum* di indennizzo dovuto per l'espropriazione.

La determinazione dell'ammontare di indennizzo dovuto per l'espropriazione può essere calcolata attraverso due differenti sistemi, cioè attraverso una formula oppure attraverso clausole inserite nei BITs. Anzitutto, la c.d. *Hull formula* richiede che l'indennizzo sia "*prompt, adequate and effective*", cioè deve essere tempestivo, adeguato ed effettivo. La tempestività impone l'erogazione della somma entro un termine ragionevole dall'avvenuta espropriazione ovvero entro il termine massimo di 5 anni. L'adeguatezza deve essere valutata rispetto al valore di mercato del bene oggetto di espropriazione: è adeguato l'indennizzo determinato in base alla domanda e all'offerta del bene al momento dell'espropriazione. Infine, l'effettività consiste nella possibilità per l'investitore espropriato di ricevere l'indennizzo in una valuta convertibile.

In alternativa alla *Hull formula*, gli Stati contraenti un BITs possono accordarsi per un c.d. *Lump-Sum Agreement*, cioè un accordo, contenuto in una clausola del trattato o in un trattato internazionale autonomo da questo, in cui vengono determinate somme forfetarie paramtrate al bene oggetto di espropriazione. In questo caso, lo Stato investitore, una volta ricevuta la somma dallo Stato recipiente, procede ad erogare l'ammontare all'investitore espropriato.

Infine, la protezione dell'investimento estero non può che disciplinare anche meccanismi di risoluzione delle controversie tra Stato e investitore estero. I BITs non menzionano la risoluzione delle controversie tra investitore estero e altro privato cittadino: queste sono disciplinate dal diritto interno dello Stato ospitate. La controversia avente ad

una differenza tra investitore estero e imprenditore nazionale viene per assumere una forma espropriativa indiretta.

Ancora, si immagini il caso in cui l'investitore estero viene colpito da una misura di custodia cautelare oppure il bene oggetto di investimento viene gravato da sequestro preventivo: la misura adottata, secondo la legge interna, per il perseguimento di un obiettivo pubblico, pur privando l'investitore estero del suo capitale, non costituisce espropriazione.

⁶⁵ Cfr. OECD, "*Indirect Expropriation*" and the "*Right to Regulate*" in *International Investment Law*, Parigi, OECD Publishing, 2024, pp. 2 ss.

oggetto l'investimento estero può coinvolgere lo Stato ospitante rispetto all'investitore estero, all'investitore estero e lo Stato investitore oppure il solo Stato investitore.

La controversia tra Stato ospitante e Stato investitore può essere risolta in sede diplomatica-negoziale, dalla Corte Internazionale di giustizia oppure da altre corti internazionali o arbitrati internazionali. L'investitore estero può decidere di ricorrere contro lo Stato ospitante attraverso arbitrati nazionali, giudici interni o corti internazionali apposite. Infine, l'elemento della sovranità di cui gode lo Stato permette di risolvere controversie internazionali indipendentemente dall'esistenza di una statuizione di un giudice o di un arbitrato: infatti, lo Stato può concludere sul piano politico-internazionale la disputa con l'altro Stato.

Tuttavia, i metodi internazionali di risoluzione delle controversie sono preferiti rispetto ai giudici nazionali. Infatti, l'assenza delle garanzie di imparzialità, terzietà e indipendenza dei giudici di taluni ordinamenti giuridici, rende impossibile o altamente improbabile una decisione diversa dalle ragioni sostenute dallo Stato ospitante.

Gli Standards of Protections dei BITs riguardano, dunque, l'obbligo di equo trattamento, le modalità di trattamento degli investitori da parte dello Stato ospitante, la regolamentazione dell'indennizzo in caso di espropriazione e la risoluzione di eventuali controversie inerenti all'investimento estero: tali obblighi possono essere riassunti nel principio di buona fede e legalità.

Paragrafo 3.3

Il rapporto tra FDI screening e BITs: un punto debole nella tutela degli interessi strategici?

La disciplina contenuta nei BITs sembra mettere in luce una sorta di punto di debole presente nei sistemi di screening degli investimenti esteri. Infatti, occorre chiedersi quali sono le misure di salvaguardia degli assets strategici dello Stato nelle ipotesi in cui il rischio predatorio dell'investimento estero viene ad evidenziarsi solo dopo il suo stabilimento nel territorio nazionale dello Stato ospitante.

Infatti, un radicale cambiamento nell'assetto geopolitico e nelle relazioni diplomatiche può determinare l'insorgenza di un nuovo rischio predatorio rispetto ad un investimento già ammesso nel territorio dello Stato⁶⁶. In questo caso, stante il carattere preventivo dei sistemi di screening degli investimenti esteri, occorre valutare le possibili forme di intervento successive allo stabilimento dell'investimento estero predatorio nel paese ospitante.

Tale questione potrebbe essere arginata sostenendo la tendenziale stabilità dell'assetto delle alleanze internazionali e, dunque, nella marginalità del rischio di mutamenti delle relazioni tra Stati tali da esporre i paesi ospitanti a rischi predatori determinati da investimenti precedentemente ammessi. Tuttavia, in prospettiva di lungo termine e considerando l'essenzialità degli interessi che si vogliono tutelare, non si può che interrogarsi sul come proteggere gli assets strategici da rischi di tale natura.

Occorre chiarire che tale ipotesi non riguarda i casi in cui un investitore estero decida di acquisire in più *tranche* quote capitale sociale sufficiente a determinare un'influenza sulla governance della società o una partecipazione uguale o superiore alla soglia di volta in volta prevista dalla normativa in tema di screening degli investimenti esteri. Infatti, in questo caso il rimedio resta quello preventivo proprio dei sistemi di screening degli investimenti esteri: il governo interviene nell'operazione societaria nella fase di ammissione, vale a dire nel momento in cui l'ulteriore investimento estero comporta una posizione di influenza nell'impresa o il superamento della quota di capitale sociale indicata nelle disposizioni inerenti i poteri speciali dello Stato.

La questione non riguarda nemmeno le ipotesi di mancato rispetto degli obblighi di notifica dell'operazione prevista dai sistemi di screening. Infatti, il mancato ottemperamento di tali prescrizioni, a seconda del sistema di screening considerato, viene sanzionata attraverso la

⁶⁶ In questo senso, si immagini un mutamento radicale nelle alleanze internazionali tali da indurre lo Stato ospitante a dover rivedere la propria posizione su taluni investimenti esteri già ammessi nel territorio nazionale. Per esempio, la rottura di un'alleanza internazionale può determinare l'esigenza per gli Stati parte di rivalutare la propria posizione rispetto al rischio predatorio degli investimenti esteri già ammessi.

Ancora, si immagini l'esistenza di un socio estero che, pur avendo la cittadinanza di uno "Stato alleato", in realtà lavora per un altro Stato "nemico", senza che l'attività di *intelligence* preventiva all'utilizzo del golden power abbia scoperto ciò.

nullità degli atti adottati, cioè l'obbligo di dismissione dell'investimento estero, la consumazione di fattispecie di reato, l'irrogazione di sanzioni pecuniarie e misure ulteriori⁶⁷.

In questo caso, all'impossibilità di utilizzare i sistemi di screening dopo l'ammissione dell'investimento estero concorre l'impossibilità di espropriare o nazionalizzare l'investimento estero. Infatti, i BITS prevedono il divieto di espropriazione e nazionalizzazione dell'investimento estero ammesso, salvo che tali attività siano effettuate nel rispetto della normativa dello Stato ospitante. In questo senso, la salvaguardia degli interessi fondamentali dello Stato *post*-ammissione risulta possibile solo negli ordinamenti giuridici in cui le misure di espropriazione e nazionalizzazione sono ammesse e tra le finalità perseguibili risulta legittima la situazione ora considerata.

Nemmeno l'adozione di misure di espropriazione o nazionalizzazione oltre le ipotesi previste dalla normativa o in "forzatura" del dato letterale delle disposizioni potrebbe essere soluzione a tale problema. In questo senso, oltre all'illegittimità dell'atto, seguirebbero considerazioni di carattere ulteriore, quali la capacità di attrarre e trattenere investimenti esteri. Infatti, il mancato rispetto dei principi cardine in tema di legalità, potrebbe condurre gli investitori esteri a dismettere o desistere il proprio investimento al fine di prevenire e non subire misure arbitrarie.

In assenza di tali condizioni, dunque, per lo Stato ospitante sembra impossibile proteggersi da investimenti esteri ammessi che, dopo lo stabilimento, si rivelano come predatori per i propri assets strategici. In riferimento all'insorgenza di un rischio predatorio di investimenti ammessi, dunque, sembra potersi concludere per un vero e proprio punto debole o di vulnerabilità nella tutela degli interessi fondamentali dello Stato. In tali ipotesi, dunque, l'unica forma di tutela possibile sembra la risoluzione del rischio sul piano politico-diplomatico degli Stati coinvolti.

⁶⁷ Occorre in questo senso chiarire il possibile dubbio circa il collegamento tra assenza di notifica e irrogazione di sanzioni, cioè in assenza di conoscenza, da parte delle autorità competenti, dell'investimento estero in entrata. In questo caso, la conoscibilità dell'operazione da parte delle autorità competenti dipende dalle attività di intelligence da parte degli operatori della sicurezza nazionale ovvero dalla segnalazione dei soggetti che, a vario titolo, sono a conoscenza di tale situazione.

CAPITOLO II

LO SCREENING DEGLI INVESTIMENTI ESTERI NELL'UNIONE EUROPEA: TENTATIVI DI UNIFICAZIONE E PROSPETTIVE FUTURE.

Paragrafo 1

Le politiche dell'Unione Europea in tema di investimenti esteri: dalla ricostruzione postbellica al Regolamento (UE) 2019/452.

Le disposizioni normative dei sistemi di screening degli investimenti esteri degli Stati membri devono conformarsi ai limiti e agli obblighi imposti dall'ordinamento giuridico euro-unitario. Le procedure di infrazione aperte della Commissione Europea, le sentenze della Corte di Giustizia dell'Unione Europea e l'approvazione del Regolamento UE 2019/452 hanno modificato radicalmente l'assetto dell'istituto in esame. L'analisi del fondamento storico-giuridico dell'Unione Europea in tema di investimenti esteri permette di comprendere le ragioni che hanno orientato l'approccio di volta in volta seguito dalle istituzioni comunitarie sul fenomeno.

Le istituzioni comunitarie hanno da sempre assunto un atteggiamento di particolare apertura in favore degli investimenti esteri. Del resto, l'integrazione europea trova la sua genesi proprio in un complesso di investimenti esteri provenienti dagli Stati Uniti, cioè nell'European Recovery Program del 1947. Per gestire le ingenti risorse del programma, comunemente conosciuto come Piano Marshall, sedici Stati europei istituirono il 16 aprile 1948 l'Organizzazione Europea per la Cooperazione Economica⁶⁸ (OECE).

⁶⁸ Con la fine del Piano Marshall, il 30 settembre del 1961 l'Organizzazione Europea per la Cooperazione Economica venne trasformata nell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e ne vennero altresì allargate le competenze e aperta l'adesione anche a paesi extraeuropei.

In dottrina, sulle origini e lo sviluppo dell'integrazione europea v. G. TESAURO, *Manuale di diritto dell'Unione europea. Volume Primo*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2023, pp. 3 ss.; e DRAETTA – F. BESTAGNO – A. SANTINI, *Elementi di diritto dell'Unione europea. Parte istituzionale. Ordinamento e struttura dell'Unione europea*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, pp. 2 ss.

Il 5 maggio 1949 venne istituito il Consiglio d'Europa per unire i paesi promotori degli ideali di democrazia, libertà e contrasto all'oppressione dei paesi europei posti sotto la sfera di influenza sovietica. L'integrazione economica europea venne così affiancata anche da un'integrazione in ambito politico. L'avvicinamento politico proseguì il 4 novembre 1950 con la firma in Roma del trattato più espressivo della civiltà giuridica europea, cioè la Convenzione Europea per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle libertà fondamentali (CEDU).

Al fine di scongiurare ulteriori conflitti, i Padri fondatori⁶⁹ dell'Unione Europea ritennero necessario procedere ad una maggiore integrazione europea proveniente, questa volta, dagli stessi europei. L'integrazione europea doveva avvenire mediante un percorso graduale per tappe. In primo luogo, occorre procedere alla rimozione di una delle principali cause di attrito tra Germania e Francia, cioè di attribuire ad un organo terzo la gestione delle miniere di carbone e delle altre risorse naturali presenti nelle zone della Ruhr e della Saar. In quel periodo, infatti, il carbone costituiva la principale fonte energetica e il controllo su essa significava maggior crescita economica ovvero una più rapida ripresa delle economie. Il Ministro degli esteri francese, Robert Schuman, il 9 maggio 1950 propose così di sottoporre la gestione delle risorse carbo-siderurgiche ad un'autorità terza. Venne firmato a Parigi il 18 aprile 1951 il trattato istitutivo della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio⁷⁰ (CECA).

Il rifiuto francese del 1954 di costituire la Comunità Europea di Difesa (CED) evidenziò la necessità di procedere dapprima all'integrazione economica e, solo in seguito alla sua completa attuazione, di proseguire con la creazione di una vera e propria unità politica. In quel periodo, tuttavia, l'innovazione tecnologica e il progressivo delinearsi di fonti energetiche alternative al carbone imponevano all'Europa di prendere posizione sul proprio futuro. L'integrazione europea proseguì con la sottoscrizione in Roma il 25 marzo 1957 dei c.d. Trattati

⁶⁹ Tra questi, vengono in maggior rilievo i capi del governo della Francia, Robert Schuman, della Germania Ovest, Konrad Adenauer, dell'Italia, Alcide De Gasperi, e del Belgio, Paul-Henri Spaak. Oltre a loro, vi sono altresì il primo presidente della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (CECA) Jean Monnet e il politico Altiero Spinelli. A fianco, occorre menzionare tutti i privati cittadini europei che, attraverso le loro attività materiali e intellettuali, hanno contribuito alla creazione e al rafforzamento dell'integrazione europea.

⁷⁰ La CECA, entrata in vigore il 23 luglio 1952, dopo il termine di durata di 50 anni previsto originariamente nel trattato, ha cessato la sua attività nel 2002 e le sue funzioni sono state trasferite dapprima alla Comunità Economica Europea (CEE) e poi all'Unione Europea (UE).

di Roma, comprendenti la Comunità Economica Europea (CEE) e la Comunità Europea dell'Energia Atomica (CEEa o Euratom).

Il Trattato di Roma, istitutivo della Comunità Economica Europea (TCEE), instaurò il c.d. mercato comune⁷¹, cioè uno spazio interno alla CEE assente da qualsiasi barriera posta alla libertà circolazione di persone, beni, servizi e capitali. L'instaurazione del mercato comune venne affidato alla competenza concorrente⁷² della CEE e Stati membri. In virtù del principio di libera circolazione dei capitali, gli investimenti interni, cioè quelli effettuati tra Stati membri, vennero ricompresi nell'ambito della competenza del mercato comune. Gli investimenti tra Stati membri e Stati non appartenenti alla CEE, invece, rimasero nella competenza esclusiva dei singoli legislatori nazionali. Con l'Atto Unico Europeo (AUE) del 1° luglio 1987, il "mercato comune" venne modificato in "mercato interno" e posto l'obiettivo di completarlo entro il 31 dicembre 1992⁷³.

Tuttavia, l'autonomia della politica economico-monetaria e i tassi di cambio delle diverse valute degli Stati membri costituivano un ostacolo alla realizzazione del mercato unico. L'allargamento delle competenze comunitarie, anche a materie ulteriori da quelle in campo economico, fece emergere nei cittadini europei il bisogno di poter incidere in via democratica nel processo di integrazione europea.

Negli anni successivi emerse la necessità di affiancare all'integrazione economica un vero e proprio processo di legittimazione democratica delle istituzioni comunitarie e, in secondo luogo, di rendere effettiva l'unione economica attraverso l'introduzione di una moneta unica per gli Stati membri.

Il 7 febbraio 1992 venne firmato il Trattato di Maastricht, poi entrato in vigore il 1° novembre 1993. Tale trattato, noto come Trattato sull'Unione Europea (TUE), trasformò la

⁷¹ Cfr. Art. 2 ss. TCEE.

In dottrina, sui principi, le regole e il funzionamento del mercato unico v. G. TESAURO, *Manuale di diritto dell'Unione europea. Volume Secondo*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2021, pp. 157 ss.; e U. DRAETTA – N. PARISI, *Elementi di diritto dell'Unione europea. Parte speciale. Il diritto sostanziale*, Milano, Giuffrè Francis & Taylor, 2018, pp. 103 ss.

⁷² La competenza è intesa come potere di adottare atti giuridicamente vincolanti nell'ambito della materia considerata.

⁷³ Cfr. Art. 13 ss. AUE.

Comunità Economica Europea (CEE) in Comunità Europea (CE) e sancì la nascita dell'Unione Europea (UE). L'Unione Europea venne strutturata sui c.d. tre pilastri: le Comunità Europee preesistenti; la Politica Estera e di Sicurezza Comune (PESC); la Giustizia e Affari Interni (GAI).

In questa occasione, il deficit di legittimazione democratica delle istituzioni europee venne affrontato mediante un rafforzamento dei poteri del Parlamento Europeo e l'introduzione della nozione di cittadinanza europea. In secondo luogo, venne avviato il processo e stabiliti i criteri per condurre alla creazione di una moneta unica europea.

Il Trattato di Maastricht intervenne altresì su un aspetto fondante dell'integrazione europea, cioè gli investimenti esteri. L'art. 73 B, n. 1 attribuì una dimensione anche esterna al principio di libera circolazione dei capitali. Infatti, la disposizione in esame introdusse il divieto di apporre qualsiasi restrizione *“ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi”*. Il divieto di restrizioni ai movimenti di capitali con i paesi terzi comportò, dunque, la libertà di circolazione dei capitali esteri.

In secondo luogo, l'art. 73 C, n. 2, attribuì al Consiglio, che delibera a maggioranza qualificata su proposta della Commissione Europea, la possibilità di adottare disposizioni inerenti la libertà di circolazione dei capitali tra Stati membri e paesi terzi, cioè *“i movimenti di capitali provenienti da paesi terzi o ad essi diretti, in relazione a investimenti diretti, inclusi gli investimenti in proprietà immobiliari, lo stabilimento, la prestazione di servizi finanziari o l'ammissione di valori mobiliari nei mercati finanziari”*.

Nonostante tale attribuzione, le istituzioni comunitarie non esercitarono una piena azione sugli investimenti esteri. L'inattività delle istituzioni comunitarie deve essere stata la conseguenza di una scelta consapevole finalizzata ad evitare di incorrere negli stessi errori che hanno condotto al fallimento della CED ovvero di procedere dapprima all'integrazione economica e, solo in seguito, procedere con una maggiore integrazione politica. Le istituzioni comunitarie debbono, dunque, aver ritenuto gli investimenti esteri da considerarsi come fenomeno prevalentemente politico e, dunque, non come fattore esclusivamente economico.

Il 1° dicembre 2009 entrò in vigore il Trattato di Lisbona, noto anche come Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). In tale occasione, gli investimenti esteri vennero espressamente inclusi all'interno della competenza esclusiva dell'UE sulla politica

commerciale comune⁷⁴. Solo in questo momento l'UE iniziò a negoziare BITs con paesi terzi e adottare misure inerenti gli investimenti esteri nel territorio dell'Unione.

Tuttavia, tale attribuzione non ha comportato, come prospettato, una piena azione dell'UE sugli di investimenti esteri. Infatti, l'UE è intervenuta per disciplinare gli investimenti esteri in ampio ritardo rispetto ai primi segnali di pericolo inerenti taluni investimenti esteri. In secondo luogo, le istituzioni europee, per le ragioni trattate successivamente, mediante l'adozione del Regolamento (UE) 2019/452 sullo screening degli investimenti esteri, invece che introdurre un meccanismo unionale di screening degli investimenti, ha introdotto un sistema di coordinamento non vincolante tra gli Stati membri già in possesso di un siffatto sistema.

Paragrafo 2

Gli interventi delle istituzioni europee sui meccanismi nazionali di screening degli investimenti esteri.

Le procedure di infrazione aperte dalla Commissione Europea e le sentenze della Corte di Giustizia dell'Unione Europea hanno determinato un cambio di paradigma degli Stati membri relativo ai sistemi di screening degli investimenti esteri. Lo screening degli investimenti esteri è stato così distaccato dalle sole imprese privatizzate ed ha assunto la funzione di protezione generale degli assets strategici nazionali.

A partire dagli anni Ottanta, gli Stati membri hanno avviato processi di privatizzazione delle grandi imprese pubbliche europee. Le ragioni alla base di tali operazioni sono molteplici e non sempre riconducibili a motivazioni di carattere tecnico-economico⁷⁵. La principale causa di dismissione delle partecipazioni pubbliche è derivata dal quadro normativo euro-unitario in tema di creazione mercato unico, concorrenza e divieto di aiuti di Stato. Nonostante il diritto comunitario non abbia imposto la privatizzazione delle imprese pubbliche, queste sono

⁷⁴ Cfr. Art. 207, par. 1. TFUE.

⁷⁵ Sulle finalità perseguite mediante i processi di privatizzazione v. G. NAPOLITANO, *Dalla golden share al golden power*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 11 ss.; e G. SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contratto e Impresa*, n. 2/2015, pp. 619 ss.

comunque state ritenute maggiormente idonee dagli Stati membri per raggiungere gli obiettivi e le condizioni fissate dai Trattati.

Ulteriori finalità risiedevano nella necessità di reperire risorse economiche utili a contenere il debito pubblico, nella maggior flessibilità delle regole cui sono sottoposte le imprese private e, nel caso italiano, anche nell'arginare il sistema corruttivo-clientelare che aveva travolto la compagine politica nazionale e alcune grandi imprese pubbliche e private.

Nonostante la natura formalmente privata di tali imprese, lo Stato si assicurava un controllo su di esse mediante l'introduzione di una normativa ad hoc inerente i c.d. poteri speciali. Attraverso tali poteri, le autorità nazionali potevano esercitare il potere di opposizione ad acquisizioni di capitale sociale da parte di investitori non graditi e il diritto di veto ad operazioni straordinarie potenzialmente pregiudizievoli per gli interessi della collettività.

La Commissione Europea, tuttavia, ritenne che le discipline dei poteri speciali degli Stati membri fossero in contrasto con le norme comunitarie in tema di libertà di circolazione dei capitali e diritto di stabilimento. Il 19 luglio 1997, la Commissione Europea, con evidente finalità di moral suasion, pubblicò la *“Comunicazione della Commissione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari”* per fornire agli Stati membri la propria interpretazione delle restrizioni consentite⁷⁶ dai trattati alla libertà di circolazione dei capitali e diritto di stabilimento ovvero al fine di adeguare i meccanismi nazionali di screening degli investimenti esteri.

Secondo la Commissione le disposizioni dei trattati ammettono restrizioni alla libertà di circolazione dei capitali per i soli motivi inerenti l'ordine pubblico, la pubblica sicurezza e la sanità pubblica⁷⁷ e sarebbero legittime le discriminazioni verso investitori di altri Stati membri, purché l'investimento sia diretto in imprese che partecipino, anche occasionalmente, all'esercizio pubblici poteri.

⁷⁶ In dottrina, sul rapporto tra restrizioni, libertà di circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e investimenti v. M. LAMANDINI, *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5/2016, pp. 671 ss.

⁷⁷ Sul tema V. R. MAGLIANO, *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e “sviamento protezionistico”*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 2/2014, pp. 319 ss.

Ulteriore requisito consiste nella proporzionalità delle restrizioni poste alla libertà di circolazione dei capitali e al diritto di stabilimento. La proporzionalità⁷⁸ delle misure restrittive deve, anzitutto, essere necessaria per garantire la protezione delle finalità pubbliche consentite dai trattati e, in secondo luogo, il raggiungimento di tali finalità non può essere raggiunto mediante altre misure dotate di minor incidenza sulla libertà di circolazione e diritto di stabilimento.

Da tali considerazioni, sul piano logico, discende che i trattati consentono l'adozione di normative di screening degli investimenti esteri, purché: a) le restrizioni siano giustificate da motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica; b) non vi siano discriminazioni tra investitori nazionali e investitori di altri Stati membri, salvo che l'impresa coinvolta partecipi, anche occasionalmente, all'esercizio di pubblici poteri; c) le misure adottate siano necessarie e proporzionali al raggiungimento degli obiettivi ammessi.

La comunicazione, tuttavia, non ha comportato un adeguamento dei meccanismi nazionali degli Stati membri alle disposizioni dei trattati. La Commissione, di conseguenza, ha avviato numerose procedure di infrazione nei confronti degli Stati membri⁷⁹.

⁷⁸ Sul tema, M. CLARICH, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2020, pp. 230 ss., evidenzia come il principio di proporzionalità, originario della giurisprudenza tedesca, si fondi sulla "*priorità del mercato rispetto allo Stato*". In questo senso, tra gli strumenti astrattamente idonei a tutelare gli interessi pubblici, lo Stato deve scegliere la misura meno restrittiva della libertà di impresa e non andare oltre quanto strettamente necessario al raggiungimento dell'obiettivo prefissato, sicché è l'intervento dello Stato, e non la libertà dei privati, a dover trovare una giustificazione dell'intervento.

⁷⁹ Cfr. Corte di Giustizia, 23 maggio 2002, sentenza C-58/99, Commissione v. Italia; Corte di Giustizia, 4 giugno 2002, sentenza C-367/98, Commissione v. Portogallo; Corte di Giustizia, 4 giugno 2002, sentenza C-483/99, Commissione v. Francia; Corte di Giustizia, 4 giugno 2002, sentenza C-503/99, Commissione v. Belgio; Corte di Giustizia, 13 maggio 2003, sentenza C-463/00, Commissione v. Spagna; Corte di Giustizia, 13 maggio 2003, sentenza C-98/01, Commissione v. Regno Unito; Corte di Giustizia, 2 giugno 2005, sentenza C-174/04, Commissione v. Italia; Corte di Giustizia, 28 settembre 2006, sentenza C-282/04 e C-283/04, Commissione v. Paesi Bassi; Corte di Giustizia, 23 ottobre 2007, sentenza C-112/05, Commissione v. Germania; Corte di Giustizia, 6 dicembre 2007, sentenza C-463/04 e C-464/04, Federconsumatori v. Comune di Milano; Corte di Giustizia, 14 febbraio 2008, sentenza C-274/06, Commissione v. Spagna; Corte di Giustizia, 17 luglio 2008, sentenza C-207/07, Commissione v. Spagna; Corte di Giustizia, 26 marzo 2009, sentenza C-326/07, Commissione v. Italia; Corte di Giustizia, 8 luglio 2010, sentenza C-171/08, Commissione v. Portogallo; Corte di Giustizia, 11 novembre 2010, sentenza C-543/08, Commissione v. Portogallo; Corte di Giustizia, 10 novembre

La Corte di Giustizia dell'Unione Europea, nei numerosi giudizi aventi ad oggetto le normative sui poteri speciali degli Stati membri⁸⁰, ha sostanzialmente confermato il contenuto

2011, sentenza C-212/09, Commissione v. Portogallo; Corte di Giustizia, 8 novembre 2012, sentenza C-244/11, Commissione v. Grecia; Corte di Giustizia, 22 ottobre 2013, sentenza C-95/12, Commissione v. Germania.

⁸⁰ In dottrina, come commento alle sentenze della Corte v. L. BELLODO –T. BALLARINO, *La golden share nel diritto comunitario a proposito delle recenti sentenze della corte comunitaria*, in Rivista delle Società, n. 1/2004, pp. 2 ss.; R. CALVO, *Prerogative speciali e società partecipate dai pubblici poteri: il nuovo art. 2449 c.c.*, in Le Nuove Leggi Civili Commentate, n. 2/2009, pp. 381 ss.; L. CALZOLARI, *Ancora una pronuncia in tema di poteri speciali nelle imprese privatizzate: anche la golden share ellenica non sfugge alla censura della Corte di Giustizia*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 2/2013, pp. 584 ss.; S. M. CARBONE, *Golden share e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 3/2009, pp. 503 ss.; S. DE VIDO, *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares: violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali o sul diritto di stabilimento?*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 4/2007, pp. 861 ss.; S. FIORENTINO, *Il golden power e il diritto dell'Unione europea*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 29 ss.; E. FRENI, *Golden share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi – commento*, in Giornale di Diritto Amministrativo, n. 10/2002, pp. 1045 ss.; D. GALLO, *Corte di Giustizia UE, golden shares e investimenti sovrani*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 4/2013, pp. 917 ss.; S. GOBBATO, *Golden share ed approccio uniforme in materia di capitali nella recente giurisprudenza comunitaria*, in Diritto dell'Unione Europea, n. 2/2004, pp. 427 ss.; P. LAZZARA, *Libera circolazione dei capitali e "golden share"*, in Foro Amministrativo: Consiglio di Stato, n. 7-8/2002, pp. 1607 ss.; R. MAGLIANO, *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 1/2010, pp. 61 ss.; F. M. MUCCIARELLI, *La sentenza "Volkswagen" e il pericolo di una "convergenza" forzata tra gli ordinamenti societari*, in Giurisprudenza Commerciale, n. 2/2009, pp. 273 ss.; G. PATTI, *I diritti speciali dello Stato tra libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario*, in Europa e Diritto Privato, n. 2/2011, pp. 525 ss.; P. PIZZA, *Società per azioni di diritto singolare, diritto comune della società per azioni e libera circolazione dei capitali: il caso Volkswagen*, in Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario, n. 5/2008, pp. 1177 ss.; L. SALERNO, *Golden shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 3/2002, pp. 671 ss.; F. SANTONASTASO POSTILLA, *La saga "della golden share" tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in Giurisprudenza Commerciale, n. 3/2007, pp. 302 ss.; G. C. SPATTINI, *La "golden share" "all'italiana" finalmente "presa sul serio" dalla Corte di giustizia? La nuova (e forse perplessa) condanna della "Grundnorm" delle privatizzazioni "sostanziali"*, in Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario, n. 1/2009, pp. 1599 ss.; G. C. SPATTINI, *"Vere" e "false" "golden shares" nella giurisprudenza comunitaria e la "deriva sostanzialista" della Corte di Giustizia, ovvero il "formalismo" del principio della "natura della cosa": il caso Volkswagen, e altro*, in Rivista Italiana di

della comunicazione. Anzitutto, secondo i giudici comunitari, i trattati non vietano restrizioni alla libertà di circolazione dei capitali e al diritto di stabilimento e, anzi, le consentono purché siano giustificate dalla necessità, non altrimenti raggiungibile, di tutela dell'ordine pubblico, della sicurezza pubblica o della sanità pubblica. La Corte di Giustizia consente l'adozione di siffatte misure anche per ulteriori ragioni imperative di interesse generale da valutare caso per caso. Tuttavia, la prospettazione di siffatte necessità costituiva condizione necessaria ma non sufficiente, giacché in capo agli Stati membri gravava anche l'onere probatorio di circostanze specifiche e concrete da cui desumere la sussistenza di tali motivazioni⁸¹.

I poteri speciali, secondo la Corte, sono legittimi quando rispettano: a) il principio di proporzionalità; b) il principio di non discriminazione; c) il principio di legalità.

Il principio di proporzionalità consente l'esercizio dei poteri speciali nei soli casi in cui l'ordine pubblico, la pubblica sicurezza, la sanità pubblica e le altre ragioni imperative di interesse generale non siano tutelabili dalle altre norme comunitarie. In secondo luogo, il principio di proporzionalità impone la limitazione alla libertà di circolazione, nel concreto, non oltre quanto strettamente necessario ad assicurare la salvaguardia delle ragioni predette.

Secondo la Corte, il principio di non discriminazione richiede che i poteri speciali siano indistintamente applicabili agli investitori nazionali e agli investitori comunitari, in quanto entrambi godono della libertà di circolazione e del diritto di stabilimento negli Stati membri. Diversamente deve affermarsi per gli investitori extraeuropei che, godendo della sola libertà di circolazione dei capitali, per via della sua dimensione esterna, e non anche del diritto di

Diritto Pubblico Comunitario, n. 1/2008, pp. 303 ss.; V. SQUARATTI, *I limiti imposti dal diritto dell'Unione europea all'intervento pubblico nell'economia: la neutralità delle modalità di perseguimento di obiettivi imperativi di interesse generale*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 4/2014, pp. 1073 ss.; e S. VALAGUZZA, *Giurisprudenza comunitaria in tema di golden share e principio di legalità*, in *Foro Amministrativo: Consiglio di Stato*, n. 10/2003, pp. 2752 ss.

In ragione delle numerose sentenze della Corte di Giustizia sui poteri speciali degli Stati membri, F. GHEZZI – M. BOTTA, *Standard di valutazione, interessi nazionali ed operazioni di concentrazione in Europa e negli Stati membri, tra spinte centrifughe ed effetti di spill-over*, in *Rivista delle Società*, n. 4/2018, pp. 1047 ss. ha definito il rapporto conflittuale tra diritto comunitario e normative degli Stati membri sui poteri speciali come una “*never ending story*”.

⁸¹ Cfr. Corte di Giustizia, 13 maggio 2003, sentenza C-463/00, *Commissione v. Spagna*, paragrafo 70.

stabilimento, non possono legittimamente stanziare il proprio investimento diretto nell'Unione. Di conseguenza, nel caso di investitori extraeuropei, la nazionalità può essere legittimamente considerabile ai fini dell'esercizio dei poteri speciali.

Il principio di legalità impone ai legislatori nazionali di stabilire tassativamente le tipologie di operazioni, i criteri di intervento e le misure adottabili. I criteri di esercizio dovrebbero essere *“oggettivi, stabili e resi pubblici, in modo da limitare al minimo il potere discrezionale delle autorità nazionali”*⁸². La Corte di Giustizia⁸³, del resto, ha chiarito anche che i criteri di esercizio non debbono essere formulati *“[...] in modo generico e senza che vengano precisate le circostanze specifiche e obiettive in cui tali poteri verranno esercitati [...]”*, altrimenti verrebbe arrecato un *“[...] grave pregiudizio alla libertà di circolazione dei capitali.”* Per verificare il rispetto dei requisiti, la Corte pone in capo alle autorità nazionali un obbligo di formale motivazione degli atti di esercizio dei poteri speciali⁸⁴.

A corollario dei suddetti principi, non può che ritenersi vincolante altresì il principio di giustiziabilità degli atti di esercizio dei poteri speciali e di effettività della tutela giurisdizionale. Del resto, in assenza di controllo giurisdizionale dell'atto di esercizio dei poteri speciali, i principi legittimanti tali restrizioni sarebbero considerati su un piano meramente formale.

La Corte di Giustizia ha altresì condotto, caso per caso, un controllo particolarmente rigoroso in merito alla corrispondenza tra settori assoggettati e settori assoggettabili ai poteri speciali. Infatti, le eccezioni che consentono l'esercizio dei poteri speciali, cioè ordine pubblico, pubblica sicurezza, sanità pubblica e altre ragioni imperative di interesse generale, non permettono di identificare, nel concreto, i settori produttivi interessati⁸⁵.

⁸² Cfr. Corte di Giustizia, 4 giugno 2002, sentenza C-367/98, Commissione v. Portogallo, paragrafo 27.

⁸³ Cfr. Corte di Giustizia, 26 marzo 2007, C-326/07, paragrafo 51.

⁸⁴ Cfr. Corte di Giustizia, 13 maggio 2003, sentenza C-463/00, Commissione v. Spagna, paragrafo 78.

⁸⁵ Per esempio, nell'eccezione inerente la pubblica sicurezza possono rientrare la sicurezza nel settore della difesa, la sicurezza nel settore energetico, la sicurezza nel settore delle tecnologie, la sicurezza degli approvvigionamenti di materie prime e numerose altre categorie di industrie. Spetta ai legislatori nazionali l'indicazione di quali settori ritiene assoggettare, nel concreto, ai poteri speciali e, invece, spetta alla Corte di Giustizia vagliare la compatibilità dei settori concretamente previsti con le eccezioni ammesse dalle norme comunitarie. In assenza di concreta previsione dei singoli settori, la disciplina normativa sarebbe ritenuta illegittima.

Solo con riferimento ai poteri speciali del Belgio, la Corte di Giustizia ha ritenuto compatibili con il diritto comunitario le misure introdotte⁸⁶. La golden share belga prevedeva un potere di opposizione successivo a determinate operazioni delle società poste sotto controllo governativo, la circoscrizione a obiettivi stabili e predeterminati, l'obbligo di motivazione dell'atto di esercizio dei poteri speciali e la possibilità di sottoposizione ad un efficace controllo giurisdizionale.

In conclusione, la Corte di Giustizia ha provveduto, con la sola eccezione del Belgio, a condannare gli Stati membri per le loro discipline nazionali sui poteri speciali. L'adeguamento delle discipline nazionali alle disposizioni contenute nei trattati, tuttavia, ha comportato un disallineamento tra poteri speciali e imprese privatizzate. Infatti, gli Stati membri hanno riformato i propri poteri speciali da strumento di controllo delle imprese pubbliche privatizzate a strumento generale di screening degli investimenti esteri.

L'intervento della Commissione Europea e le censure della Corte di Giustizia, da un lato, hanno limitato l'arbitrarietà delle misure e arginato le restrizioni illegittime al mercato unico, e, dall'altro lato, hanno determinato un radicale cambio di impostazione sullo screening degli investimenti esteri e un'estensione delle imprese assoggettabili nell'esercizio dei poteri speciali

Paragrafo 3

L'adozione del Regolamento (UE) 2019/452 e la sua disciplina.

L'attività delle istituzioni europee nei confronti degli investimenti esteri non è cessata con l'adeguamento delle discipline nazionali alle norme europee. Le crisi economiche e geopolitiche degli ultimi anni hanno contribuito a rafforzare l'intervento pubblico nell'economia e, così, anche l'azione dell'Unione⁸⁷.

⁸⁶ Cfr. E. FRENI, *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto – commento*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 2/2007, pp. 145 ss.

⁸⁷ Sul rafforzamento dell'intervento pubblico dell'Unione nell'economia v. F. DONATI, *La regolazione economica nel nuovo modello europeo di disciplina dei mercati*, in *Rivista della Regolazione di mercati*, n. 2/2024,

Commissione Europea e Parlamento Europeo hanno così mutato la loro tradizionale posizione di apertura dei mercati⁸⁸, spesso incondizionata, a favore di un approccio pragmatico capace di considerare l'effettiva situazione geopolitica globale. Le istituzioni europee hanno così deciso di riconoscere e limitare i potenziali effetti negativi che taluni investimenti esteri possono comportare per la sicurezza dell'Unione, degli Stati membri, e dei cittadini europei⁸⁹.

pp. 361 ss.; A. LEANDRO, *I rapporti internazionali d'impresa al vaglio delle misure restrittive adottate dall'Unione europea in occasione del conflitto russo-ucraino*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 2/2022, pp. 243 ss.; F. SCUTO, *L'intervento pubblico nell'economia tra Costituzione economica e Next Generation EU*, in *Federalismi*, n. 4/2022, pp. 916 ss.; e S. PUGLIESE, *Toward a new EU strategic dimension: common purchase and investment screening mechanisms as a means of crisis preparedness and management*, in *Diritto dell'Unione Europea*, n. 2/2022, pp. 391 ss.

⁸⁸ L'apertura delle istituzioni europee agli investimenti esteri è incondizionata in: Commissione Europea, Comunicazione "*Verso una politica globale europea degli investimenti internazionali*", Bruxelles, n. 343/2010; e Commissione Europea, Comunicazione "*Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando nel contempo gli interessi fondamentali*", n. 494/2017. La posizione di apertura incondizionata agli investimenti esteri viene rivalutata in: Commissione Europea, Comunicazione "*UE-Cina – Una prospettiva strategica*", n. 5/2019; Commissione Europea, Comunicazione "*Risposta economica coordinata all'emergenza COVID-19*", n. 112/2020; Commissione Europea, Comunicazione "*Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni*", n. 151/2022; e Commissione Europea, Comunicazione "*Impulso alla sicurezza economica dell'Europa: introduzione a cinque nuove iniziative*", n. 22/2024.

In dottrina v. R. MAGLIANO, *La ricerca di equilibrio tra investimenti esteri diretti e interventi emergenziali a tutela dell'interesse strategico nazionale: una sfida per l'Unione Europea*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 4/2021, pp. 1057 ss.; e S. GLIUBICH, *Il Regolamento europeo per il controllo degli investimenti diretti esteri. Opportunità o occasione mancata per i "poteri speciali" dell'Unione europea?*, in *Golden Power*, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence, 2019, pp. 28 ss.

⁸⁹ Come afferma D. GALLO, *Investimenti esteri diretti e Golden Power, oggi*, in *Unione Europea e Diritti*, n. 3/2025, pp., "*il regolamento segna un momento di svolta rispetto al passato, essendo il segnale di un ordine giuridico, quello europeo, 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, in settori strategici e d'interesse generale nei Paesi membri dell'Unione.*"

Il Parlamento Europeo, il 19 marzo 2019, ha adottato il Regolamento UE 2019/452 – di seguito “Regolamento” - che *“istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell’Unione”*. L’adozione del Regolamento⁹⁰ si inserisce nel più ampio processo di pianificazione del futuro dell’Unione, avviato con la pubblicazione del Libro bianco sul futuro dell’Europa del 2017. La Commissione Europea, per contribuire alla discussione sul futuro europeo, il 10 maggio 2017 pubblicò il *“Documento di riflessione sulla gestione della globalizzazione”* e, per la prima volta, esprime le proprie preoccupazioni derivanti dalle acquisizioni strategiche di imprese europee ad opera di investitori esteri.

Il 13 settembre 2017, la Commissione Europea presentò la Proposta di regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti nell’Unione e la Comunicazione *“Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando al contempo gli interessi fondamentali”*. La Commissione, pur mantenendo un contesto di mercato aperto agli investimenti esteri, riconosce la necessità di *“intervenire per tutelare i suoi cittadini e le sue imprese qualora paesi o imprese stranieri dovessero adottare pratiche sleali o destare preoccupazione per la sicurezza e l’ordine pubblico”*.

Il primo considerando del Regolamento (UE) 2019/452 manifesta la tradizionale apertura dell’Unione agli investimenti esteri riconoscendo come questi *“contribuiscono alla crescita dell’Unione rafforzandone la competitività, creando posti di lavoro ed economie di scala, apportando tecnologie, innovazione e competenze e aprendo nuovi mercati per le*

⁹⁰ Per approfondire le ragioni che hanno condotto all’adozione del regolamento, v. G. PITRUZZELLA, *Foreign direct investment screening in EU*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening*. Il controllo sugli investimenti esteri diretti, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 63 ss., il quale esprime l’impressione che l’Unione sia in cerca di un nuovo equilibrio tra la sua tradizionale posizione di libero scambio e la protezione dei settori economici critici; M. PANUCCI, *Golden power. Cornice europea e nuovi paradigmi di concorrenza*, in *Golden Power*, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence, 2019, pp. 124 ss., espone la necessità di porre un argine agli investitori esteri che vogliono acquisire le imprese europee detentrici di infrastrutture essenziali per lo svolgimento di funzioni critiche; B. P. AMICARELLI, *L’arte della guerra (commerciale) alla Cina: offensive cinesi e difese occidentali*, in *Mercato Concorrenza Regole*, n. 2/2019, pp. 219 ss., menziona la necessità di fronteggiare l’aggressività commerciale cinese, la mancanza di reciprocità sui mercati internazionali e i rischi per la sicurezza dell’Unione; e G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell’arena economica globale*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 1/2019, pp. 2 ss., nella parte in cui menziona anche l’esigenza di riequilibrare il rapporto con i paesi terzi in merito all’apertura dell’Unione dei mercati ai capitali esteri, non corrisposta dalle altre potenze.

esportazioni dell'Unione.” La posizione di apertura viene nuovamente espressa nel secondo considerando, affermando che “[...] *l'Unione e gli Stati membri presentano un contesto aperto agli investimenti, sancito dal trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) e incluso negli impegni internazionali dell'Unione e dai suoi Stati membri in relazione agli investimenti esteri diretti.*”

L'adozione del Regolamento è stata resa necessaria per via dell'assenza di un meccanismo di controllo degli investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza o di ordine pubblico, invece presente nei principali partner commerciali dell'Unione⁹¹, e la necessità di “[...] affrontare in modo globale i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico [...]”⁹². Secondo la Commissione, è altresì opportuno “[...] *istituire un meccanismo che consenta agli Stati membri di cooperare e di assistersi reciprocamente qualora un investimento estero diretto in uno Stato membro possa incidere sulla sicurezza e sull'ordine pubblico in altri Stati membri*”⁹³ e, a tal proposito, la Commissione richiama gli Stati membri all'obbligo di leale cooperazione⁹⁴ di cui all'art. 4, par. 3, TUE.

La base giuridica del Regolamento⁹⁵ è prevista dall'articolo 207, paragrafo 2, TFUE. L'art. 3 TFUE attribuisce all'Unione la competenza esclusiva sulla politica commerciale comune e l'art. 207 TFUE dispone che la stessa sia fondata su “*principi uniformi, in particolare per quanto concerne [...] gli investimenti esteri diretti [...]*”.

L'articolo 1 del Regolamento⁹⁶ ne definisce l'oggetto e l'ambito di applicazione, nonché i limiti. Il regolamento “[...] *istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti*

⁹¹ Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, quinto considerando

⁹² Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, ottavo considerando.

⁹³ Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, sedicesimo considerando.

⁹⁴ Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, diciassettesimo considerando.

⁹⁵ Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, preambolo e sesto considerando.

⁹⁶ In dottrina, sulla disciplina del Regolamento cfr. E. GRANDE, *Il regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti (IDE) e il meccanismo di cooperazione*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 287 ss.; D. GALLO, *Sovranità (europea?) e controllo degli investimenti esteri*, in AISDUE, n. 20/2022, pp. 194 ss.; R. MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e controllo degli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 3/2018, pp. 699 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*, n. 5/2020, pp. 847 ss.; G. SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella*

nell'Unione da parte degli Stati membri per motivi di sicurezza o di ordine pubblico e per un meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri e tra gli Stati membri e la Commissione con riguardo agli investimenti esteri diretti che possono incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico.”

In realtà, in regolamento istituisce solamente meccanismo di cooperazione tra Stati membri e Commissione. Infatti, il comma secondo richiama le disposizioni dei trattati che attribuiscono agli Stati membri la competenza esclusiva in merito alla sicurezza nazionale. Da ciò discende che *“la decisione finale in merito a qualsiasi investimento estero diretto [...] spetta esclusivamente allo Stato membro in cui l'investimento estero diretto è in programma o è stato realizzato”⁹⁷*. La competenza esclusiva in capo a ciascun Stato membro comporta, secondo il comma terzo, altresì la libertà di decidere anche se scrutinare un determinato investimento estero.

L'articolo 2 fornisce alcune definizioni utili a delimitare l'ambito di applicazione del regolamento. L'investimento estero diretto consiste in *“un investimento di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica”*. L'investitore estero è *“una persona fisica di un paese terzo o un'impresa di un paese terzo che intende realizzare o ha realizzato un investimento estero diretto.”*

L'investimento estero diretto⁹⁸, dunque, è considerato tale se: a) effettuato da un investitore, persona fisica o persona giuridica, con cittadinanza di un paese extra-UE; b) intende

prospettiva europea: il caso Huawei. un primo commento al Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 2/2020, pp. 569 ss.; e 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*, n. 1/2019, pp. 122 ss.

⁹⁷ Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, diciassettesimo considerando, secondo paragrafo.

⁹⁸ La definizione di investimento estero diretto risulta coerente con la giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea. Nel parere 2/15 del 16 maggio 2017, la Corte distingue gli investimenti esteri diretti dagli investimenti esteri finanziari, cioè di portafoglio, in base a *“[...] l'intenzione di esercitare un'influenza sulla gestione e sul controllo dell'impresa [...]”*.

stabilire o mantenere legami durevoli con l'impresa target; c) consente una partecipazione effettiva alla gestione e al controllo dell'impresa target.

A contrario, è possibile ritenere che il regolamento non trovi applicazione nei confronti degli investimenti c.d. di portafoglio. Contrariamente da quanto disposto in taluni meccanismi nazionali, la differenza tra investimento diretto e di portafoglio non viene individuata mediante soglie di partecipazione al capitale sociale, sicché, in questo modo, occorre procedere ad una valutazione caso per caso per qualificare la categoria dell'investimento estero.

Il Regolamento considera appartenente ad un paese terzo l'impresa costituita o organizzata in base alla legislazione di un paese extra-UE. Il regolamento, dunque, considera la nazionalità dell'impresa in base ad un criterio meramente formale, sicché esso lascerebbe la possibilità agli investitori esteri di costituire un'impresa in uno Stato membro e, attraverso questa, realizzare investimenti predatori. In questo senso, la Corte di Giustizia⁹⁹ ha ritenuto appartenente all'Unione Europea, escludendo così l'applicazione del Regolamento, un'impresa costituita conformemente alla legislazione di uno Stato membro e soggetta ad un'influenza maggioritaria da parte di un'impresa extra-UE. In tal caso, per poter applicare il regolamento, in capo allo Stato membro graverebbe l'onere probatorio di fornire prove in merito al tentativo di elusione del meccanismo di screening.

Il Regolamento, al numero 3, fornisce anche una definizione di controllo, cioè “*una procedura che consente di valutare, esaminare, autorizzare, sottoporre a condizioni, vietare o liquidare investimenti esteri diretti.*” In essa sono contenute le tipologie dei poteri speciali esercitabili, vale a dire l'autorizzazione, l'imposizione di condizioni, l'opposizione del veto e la liquidazione dell'investimento estero diretto.

⁹⁹ Corte di Giustizia, 13 luglio 2023, sentenza C-106/22, Commissione v. Ungheria.

In dottrina, sul commento alla sentenza v. R. MAGLIANO, *Gli investimenti esteri dal Regolamento UE 2019/452 alla sentenza Xella Magyarország: prospettive e problemi aperti in direzione di un modello europeo di protezione strategica?*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 3/2025, pp. 567 ss.; e A. SANDULLI, *Corte di Giustizia dell'Unione europea, libertà di stabilimento, limiti al golden power*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2023, pp. 355 ss.

Ulteriori definizioni sono successivamente fornite rispetto al “*meccanismo di controllo*”, “*investimento estero diretto oggetto di un controllo in corso*” e “*decisione di controllo*”.

Nonostante il Regolamento tuteli la sicurezza dell’Unione, risultano assenti definizioni in merito alla nozione di difesa e sicurezza dell’Unione considerata nel suo insieme, sicché in tale ambito mantengono ancora un peso rilevante i singoli Stati membri¹⁰⁰.

L’articolo 3 disciplina le condizioni minime di “*certezza del diritto*”¹⁰¹ dei meccanismi di screening degli Stati membri. Resta impregiudicata la possibilità degli Stati membri di mantenere, modificare o adottare meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza e ordine pubblico, purché conformemente al Regolamento. In secondo luogo, i meccanismi di screening debbono essere fondati sul principio di trasparenza in merito alle norme relative alle condizioni e ai motivi di controllo, le procedure e i termini temporali previsti. Infine, contrariamente alla natura dei meccanismi di screening, viene posto il divieto di discriminazione tra paesi terzi.

Gli investitori esteri e le “*imprese interessate*”, cioè anche le imprese target, hanno la possibilità di presentare ricorso contro le decisioni di esercizio dei poteri speciali¹⁰². La norma introduce così il solo principio di giustiziabilità degli atti e non anche il principio di effettività della tutela giurisdizionale.

Il comma sesto richiede agli Stati membri dotati di un meccanismo di procedere ad introdurre misure atte a “*individuare e prevenire l’elusione dei meccanismi di controllo e delle decisioni di controllo*”. Il fenomeno elusivo consiste in “[...] *costruzioni artificiose che non*

¹⁰⁰ Sul tema C. PETTINATO, *The new EU regulation on foreign direct investment screening: rationale and main elements*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 57 ss. evidenzia l’anomalia relativa agli Stati membri che, pur facendo parte di un mercato integrato, continuano a considerare autonomamente i rischi per la sicurezza derivanti dagli investimenti esteri oppure, per gli Stati membri che non si sono dotati di un meccanismo di screening, non considerano affatto tali pericoli; e *

¹⁰¹ Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, settimo considerando.

¹⁰² Sulla tutela giurisdizionale riconosciuta agli investitori esteri nell’Unione v. L. MOLA, *Tutela giurisdizionale di investitori “extra UE” negli Stati membri, in forza del diritto dell’Unione. Una questione à la croisée des chemins*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 4/2023, pp. 797 ss.

*riflettono la realtà economica ed eludono i meccanismi di controllo e le relative decisioni, ove l'investitore sia in ultima istanza di proprietà di una persona fisica o un'impresa di un paese terzo o da essa controllato*¹⁰³ [...].”

Per migliorare “*trasparenza dei meccanismi di controllo degli Stati membri per gli investitori esteri che stanno vagliando la possibilità di realizzare investimenti esteri diretti nell’Unione o che li hanno già realizzati*”¹⁰⁴, l’articolo 4 fornisce un elenco¹⁰⁵ di effetti da valutare nella determinazione della potenziale incisione dell’investimento estero sulla sicurezza o sull’ordine pubblico. Le condizioni sono suddivise in: a) condizioni relative all’investimento estero; b) condizioni relative all’investitore estero.

Nelle condizioni relative all’investimento estero rientrano i potenziali effetti che possono essere causati: a) alle infrastrutture critiche; b) alle tecnologie critiche e i prodotti dual-use; c) alla sicurezza degli approvvigionamenti; d) all’accesso e il condizionamento delle informazioni; e) ai media.

Nelle infrastrutture critiche, intese sia quelle fisiche che quelle virtuali, vengono ricomprese l’energia, i trasporti, l’acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l’archiviazione dei dati, le infrastrutture aereospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie, le strutture sensibili o i terreni e immobili fondamentali per l’utilizzo delle infrastrutture critiche.

Le tecnologie critiche e i prodotti dual-use, cioè a duplice uso, sono quelli considerati dal Regolamento (CE) 2009/428. Il rapporto tra le tecnologie critiche e i prodotti a duplice uso, sicché sovrapponibili, sembra costituire un’endiadi. Per identificare l’intera gamma della categoria, occorre interpretare il combinato disposto dell’articolo 2, punto primo, Regolamento (CE) 2009/428 e dell’articolo 4, lett. b, Regolamento (UE) 2019/452. Il primo fornisce una definizione dei “*prodotti a duplice uso*” quali “*i prodotti, inclusi il software e le tecnologie, che possono avere un utilizzo sia civile sia militare; essi comprendono tutti i beni che possono avere sia un utilizzo non esplosivo sia un qualche impiego nella fabbricazione di armi nucleari o di altri congegni esplosivi nucleari.*” Il secondo, invece, fornisce un elenco tali beni, “*tra cui l’intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersecurity, le tecnologie*

¹⁰³ Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, decimo considerando.

¹⁰⁴ Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, dodicesimo considerando.

¹⁰⁵ Il Regolamento (UE) 2019/452, dodicesimo considerando, attribuisce all’elenco il carattere di non esaustività.

aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie.” La formulazione letterale della norma – “*tra cui*” – sembra intendere tale elenco come meramente esemplificativo e non esaustivo, sicché potrebbe includere le future e nuove tecnologie che saranno dotate delle condizioni di cui all’articolo 2, punto primo, Regolamento (CE) 2009/428.

La sicurezza degli approvvigionamenti di fattori produttivi critici, almeno in parte, sembra sovrapporsi a quanto contenuto nelle infrastrutture critiche. Tra queste sono incluse l’energia, le materie prime e la sicurezza alimentare. L’accesso e il condizionamento delle informazioni, di cui alla lett. d, include i dati personali e la capacità di controllare tali informazioni. Infine, la lett. e intende tutelare la libertà e il pluralismo dei media.

Nonostante la posizione favorevole e di apertura dell’Unione agli investimenti esteri, il regolamento ha comportato un ampliamento del campo di applicazione dei singoli sistemi nazionali a settori precedentemente non considerati. Infatti, l’articolo 4 permette di considerare, nella valutazione di criticità dell’investimento estero, un complesso particolarmente innovativo, eterogeneo e ampio di fattori di rischio.

Tra i settori considerati, meritano attenzione il settore della salute, le strutture elettorali, la sicurezza alimentare e i media. In questo senso, il regolamento sembra interpretare i concetti di sicurezza e ordine pubblico in modo ancor più ampio rispetto agli Stati membri, sicché viene considerato in tale categoria anche la tenuta del sistema democratico. Prendendo atto dell’assenza del richiamo della sanità pubblica, prevista dall’articolo 56 TFUE, vicino ai concetti di sicurezza e ordine pubblico, occorre chiedersi in quale accezione il legislatore europeo considera la salute e la sicurezza alimentare.

Rispetto alle condizioni relative all’investitore estero, invece, vengono considerate: a) il controllo, diretto o indiretto, della pubblica amministrazione di un paese extra-UE; b) la precedente incidenza sulla sicurezza o l’ordine pubblico di un altro Stato membro; c) il grave rischio che l’investitore estero intraprenda attività illegali o criminali.

L’articolo 5, comma primo, riprendendo il ventiduesimo e il ventitreesimo considerando, impone agli Stati membri di presentare entro il 31 marzo di ogni anno una relazione annuale alla Commissione Europea in merito agli investimenti esteri effettuati nel proprio territorio. Il terzo comma impone altresì alla Commissione Europea di presentare una relazione annuale sullo stato di attuazione del Regolamento (UE) 2019/452 al Parlamento

Europeo e al Consiglio. Nello stesso ambito opera l'articolo 15 nella parte in cui attribuisce alla Commissione Europea, in cooperazione con gli Stati membri, il compito di presentare al Parlamento Europeo e al Consiglio una relazione annuale sull'efficacia del regolamento e, eventualmente, accompagnarla da una proposta legislativa di riforma.

L'articolo 6 e l'articolo 7 istituiscono un meccanismo di cooperazione sugli investimenti esteri diretti, rispettivamente, che siano oggetto di un controllo non ancora concluso oppure che non siano oggetto di un controllo.

Il controllo su un investimento estero diretto comporta l'obbligo per lo Stato membro coinvolto di notificare alla Commissione e agli altri Stati membri tutte le informazioni relative all'investimento estero oggetto di controllo. Il procedimento di cooperazione, dunque, viene avviato d'ufficio dallo Stato membro all'avvio del procedimento nazionale di controllo. La comunicazione può avere ad oggetto le sole informazioni menzionate al successivo articolo 9 ovvero anche la valutazione, secondo lo Stato membro, degli effetti cross-border dell'investimento estero.

Gli altri Stati membri e la Commissione, entro 15 giorni civili dalla data di ricevimento della comunicazione, debbono notificare allo Stato membro l'eventuale intenzione di valutare l'investimento ovvero la richiesta di informazioni supplementari. La richiesta di informazioni supplementari deve essere adeguatamente motivata, proporzionali allo scopo di valutazione dei pericoli per la sicurezza e l'ordine pubblico e, infine, non indebitamente onerose per lo Stato che effettua il controllo.

In secondo luogo, gli Stati membri e la Commissione possono, dopo aver ricevuto la comunicazione, rispettivamente, formulare osservazioni o emettere pareri destinati allo Stato membro target in merito all'incidenza dell'investimento estero sulla sicurezza e sull'ordine pubblico proprio o di uno Stato membro. Le comunicazioni debbono essere debitamente motivate in ordine all'incidenza sulla sicurezza e l'ordine pubblico e inviate allo Stato che effettua il controllo entro il termine massimo di 35 giorni dal ricevimento della comunicazione di avvio del controllo nazionale ovvero, in caso di richiesta di informazioni supplementari, entro 20 giorni dal ricevimento di queste.

Nel caso di necessaria adozione di un'azione immediata nei confronti dell'investimento estero diretto, lo Stato membro deve notificare tale intenzione e motiva debitamente in merito

alla necessità sottostante. Gli altri Stati membri e la Commissione si adoperano per formulare la propria comunicazione in tempi rapidi.

Dai commi ottavo e nono possono essere desunti i limiti del Regolamento rispetto alla tutela della sicurezza dell'Unione. Infatti, le comunicazioni pervenute dagli altri Stati membri e dalla Commissione vincolano lo Stato procedente, sicché essi debbono solamente tenere in debita considerazione quanto ricevuto. In secondo luogo, la decisione finale sullo screening dell'investimento estero ricade esclusivamente sullo Stato membro di destinazione.

In capo allo Stato procedente non spetta neppure un obbligo di comunicazione delle ragioni per le quali ritiene di non conformarsi o non considerare le comunicazioni provenienti da Stati membri e Commissione. L'unico punto di condizionamento esercitato dal regolamento nei confronti dei singoli sistemi nazionali di screening ricade sui principi cui essi debbono attenersi nella propria disciplina normativa e nell'invio e ricezione di comunicazioni con gli altri paesi membri e la Commissione.

L'articolo 7, invece, istituisce un meccanismo di cooperazione in relazione agli investimenti estri diretti non oggetti di un controllo in corso. L'investimento estero viene considerato "non in corso" nelle ipotesi in cui, nonostante sia in programma, non venga attivato il procedimento nazionale di screening ovvero quando sia già stato realizzato. Il meccanismo procedimentale coincide con quanto previsto per il meccanismo di cooperazione in relazione agli investimenti esteri diretti oggetto di un controllo in corso di cui al precedente art. 6 del regolamento.

In questo caso, tuttavia, il procedimento di cooperazione, poiché inattivo il procedimento nazionale, viene avviato d'ufficio dagli altri Stati membri ovvero dalla Commissione. Dall'assenza di un atto di avvio del meccanismo di cooperazione, discendono termini procedimentali più ampi. Stati membri e Commissione debbono, rispettivamente, formulare osservazioni ed emettere pareri entro 15 mesi dalla realizzazione dell'investimento estero diretto.

In capo allo Stato membro target grava il solo onere di considerare debitamente le comunicazioni pervenute dagli altri Stati membri e dalla Commissione. Da ciò si può ricavare e riconfermare che lo Stato membro decide autonomamente anche se attivarsi e avviare d'ufficio il meccanismo di screening.

Quanto alla posizione dei soggetti privati coinvolti nell'investimento estero, nessuna disposizione del regolamento prevede il loro coinvolgimento procedimentale. Il quattordicesimo considerando, tuttavia, prevede la possibilità degli Stati membri e della Commissione di *“prendere in considerazione le informazioni pertinenti ricevute da operatori economici, organizzazioni della società civile o parti sociali [...]”*. Nonostante il regolamento sia finalizzato a scrutinare gli investimenti esteri che possono incidere sulla sicurezza e l'ordine pubblico, e non anche l'occupazione e le condizioni di lavoro, gli unici soggetti espressamente menzionati tra quelli che possono essere considerati nel procedimento sono i sindacati.

L'articolo 9 detta una disciplina inerente gli obblighi di informazione a carico degli Stati membri. In attuazione del principio di leale collaborazione di cui all'articolo 4, comma terzo, TUE, tutte le informazioni sulle quali vige l'obbligo di comunicazione, debbono essere trasmesse senza indebito ritardo. Le comunicazioni che ricadono in tale ambito sono: a) le informazioni inerenti gli investimenti esteri diretti provenienti dallo Stato membro presso il quale è in corso il controllo e dirette verso gli altri Stati membri e la Commissione, di cui all'articolo 6, comma primo; b) la richiesta di informazioni supplementari, la formulazione di osservazioni o pareri da parte di altri Stati membri e della Commissione verso lo Stato membro presso il quale è in corso il controllo, di cui all'articolo 6, comma sesto; c) le informazioni inerenti un investimento estero diretto che non sia oggetto di un controllo in corso provenienti dagli altri Stati membri e dalla Commissione verso lo Stato membro target, di cui all'articolo 7, comma quinto.

Il comma secondo disciplina altresì il contenuto delle comunicazioni che debbono essere trasmesse da parte degli Stati membri ovvero che possono essere richiesti dagli altri Stati membri o dalla Commissione Europea. Le informazioni comprendono: a) l'assetto proprietario dell'investitore estero; b) l'assetto proprietario dell'impresa target; c) il valore stimato dell'investimento estero; d) i prodotti e i servizi commerciati e le attività commerciali esercitate dall'investitore estero; e) i prodotti e i servizi commerciati e le attività commerciali svolte dall'impresa target; f) gli altri Stati membri nei quali l'investitore estero esercita attività commerciali pertinenti con l'investimento estero; g) gli altri Stati membri nei quali l'impresa target esercita attività commerciali pertinenti con l'investimento estero; h) la fonte di finanziamento dell'investimento, in base alle informazioni recuperate dallo Stato membro di destinazione; i) la data in cui l'investimento estero è in programma o è stato realizzato.

Il comma terzo include nel contenuto delle comunicazioni da parte dello Stato membro di destinazione anche le eventuali informazioni reperite ulteriori rispetto a quelle considerate al precedente comma di cui gli Stati membri siano in possesso. Tali informazioni, poiché necessarie ai fini dell'esercizio dei poteri di controllo dell'investimenti estero, si riferiscono agli elementi raccolti dai servizi di intelligence economica in merito alla natura dell'operazione.

Il comma quarto impone all'investitore estero e all'impresa target di fornire allo Stato membro di destinazione, quando richiesto e senza indebito ritardo, tutte le informazioni previste al comma secondo.

Nelle ipotesi in cui lo Stato membro non fosse nelle condizioni di reperire le informazioni sulle quali vige l'obbligo di comunicazione, disciplina il comma quinto, allora, senza ritardo, deve fornire comunicazione agli altri Stati membri e alla Commissione, adducendone altresì il motivo di tale assenza, le modalità mediante le quali ha tentato il reperimento e, infine, allegando la richiesta di informazioni effettuata all'investitore estero e all'impresa target. Da tale disposizione discende che, laddove lo Stato membro non fosse in grado di reperire autonomamente le informazioni necessarie alle comunicazioni verso gli altri Stati membri e alla Commissione, allora assume carattere obbligatorio la richiesta di tali informazioni nei confronti dell'investitore estero e dell'impresa target.

In ragione dei beni giuridici tutelati dal regolamento, cioè la sicurezza e l'ordine pubblico, l'articolo 10 impone di non utilizzare le informazioni di cui all'articolo precedente oltre lo scopo per il quale sono state richieste e di proteggerne la segretezza in conformità delle disposizioni unionali e nazionali vigenti.

A tal fine, l'articolo 11 attribuisce alla Commissione Europea il compito di fornire agli Stati membri un sistema sicuro e criptato mediante il quale cooperare e trasmettere le informazioni previste dall'articolo 9 e istituire un punto di contatto comune con gli Stati membri. Non vengono, dunque, imposte particolari strutture organizzative o modalità di cooperazione, lasciando così ampia autonomia agli Stati membri in merito alle dotazioni amministrative necessarie ai fini dei poteri speciali.

L'articolo 12 attribuisce al gruppo di esperti in materia di controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione Europea il compito del gruppo consiste nella consulenza alla Commissione, nell'approfondimento di tutte le questioni rilevanti ai fini del controllo degli investimenti esteri diretti e nella condivisione delle c.d. best practice utili a tal fine. Il gruppo è

stato costituito dalla Commissione Europea con decisione del 29 novembre 2017, non pubblicata in Gazzetta Ufficiale. La mancata pubblicazione della comunicazione non consente di verificare i criteri di nomina, i requisiti soggettivi e oggettivi degli esperti e le concrete modalità operative del gruppo di esperti. L'unica informazione può essere estratta dal ventottesimo considerando nella parte in cui prevede che il gruppo è *“composto da rappresentanti degli Stati membri.”*

Di dubbia utilità risulta l'articolo 13 che prevede la possibilità degli Stati membri e della Commissione di cooperare con le autorità dei paesi di provenienza dell'investitore estero. Infatti, le autorità nazionali e comunitarie possono collaborare con altre autorità terze anche senza tale disposizione. In secondo luogo, in assenza di obblighi in capo ai paesi terzi di cooperare, risulta difficile comprendere la concreta funzione che la norma vuol raggiungere. Laddove, come sembra, l'obiettivo di tale cooperazione fosse il reperimento di informazioni necessarie a verificare l'eventuale pericolo predatorio insito nell'investimento estero, allora la questione si risolverebbe tra due alternative. Se l'investimento estero non fosse predatorio, allora non vi sarebbero ragioni di non collaborazione da parte delle autorità terze. A contrario, se l'investimento estero fosse effettuato in modo occulto da un governo estero, allora non vi sarebbero ragioni di collaborazione da parte delle autorità terze.

In un secondo senso, la norma potrebbe essere interpretata come riferita alla cooperazione con autorità terze di paesi alleati che, pur non essendo coinvolti nell'investimento estero, abbiano già avuto l'occasione di scrutinare lo stesso investitore estero in occasione di investimenti effettuati nei loro territori. Solo in questa prospettiva la disposizione acquisterebbe una propria ratio, salvo, in ogni caso, la possibilità di cooperare anche in assenza di una previsione espressa.

In caso di dati personali contenuti nelle informazioni oggetto di comunicazione, l'articolo 14 garantisce l'osservanza delle disposizioni contenute nel Regolamento (UE) 2016/679, c.d. GDPR, nel Regolamento (UE) 2018/1725 e nel rispetto della stretta necessità dei fini per i quali sono reperite tali informazioni.

Dall'analisi delle disposizioni del Regolamento emergono soprattutto i limiti e le carenze dello stesso. Infatti, il regolamento non ha introdotto alcun obbligo in merito alle caratteristiche del personale e delle strutture amministrative preposte all'esercizio dei poteri speciali, all'introduzione di un meccanismo minimo di screening degli investimenti esteri, di

uniformità dei settori di applicazione dei poteri speciali, di cooperazione rafforzata o cooperazione all'interno del procedimento nazionale. Il Regolamento sembra aver solo ampliato il novero dei settori sottoposti a scrutinio e introdotto di un meccanismo di scambio delle informazioni utili ai fini dell'esercizio dei poteri speciali¹⁰⁶.

In secondo luogo, l'assenza di una disciplina euro-unitaria compiuta e la diversificazione dei singoli meccanismi di screening degli Stati membri, può comportare pericoli per la tenuta del mercato unico e l'attrattività dei mercati nazionali¹⁰⁷. Gli investitori esteri dovrebbero così confrontarsi, per investire in Europa, con le diverse normative in tema di screening degli investimenti esteri e, in aggiunta, con il regolamento europeo.

Il tentativo dell'Unione di controllare gli investimenti in entrata, tuttavia, non è stato accompagnato da un effettivo potere decisionale in capo alle istituzioni comunitarie¹⁰⁸. L'introduzione di un sistema euro-unitario di screening degli investimenti esterei avrebbe

¹⁰⁶ Anche la dottrina che si è espressa nel merito, seppur talvolta con posizioni meno critiche, ritiene che il regolamento non abbia portato a grandi risultati sulla protezione a livello unionale degli investimenti esteri. V. B. P. AMICARELLI, *Il controllo degli investimenti stranieri nel regolamento europeo del 2019*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 6/2019, pp. 753 ss.; e F. ROSSI DAL POZZO – E. LATORRE, *La tutela del mercato unico fra golden power, antitrust e controllo dei sussidi esteri*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 4/2023, pp. 737 ss.

¹⁰⁷ Sul tema v. A. SACCO GINEVRI – L. SCIPIONE, *Capital Markets Union e interessi strategici nazionali*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2025, pp. 441 ss.

¹⁰⁸ Come evidenziato da E. BRUTI LIBERATI, *La strategia industriale europea tra intervento pubblico finalistico e dinamiche di mercato*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, n. 2/2023, pp. 252 ss., in riferimento alla strategia industriale europea, ma con considerazioni che sembrano valere anche per il settore dello screening degli investimenti esteri, l'intervento unionale sembra caratterizzata da un'azione "troppo poco ambiziosa negli obiettivi e troppo poco incisiva negli strumenti"; F. GASPARI, *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi socioeconomica e politica dell'Unione europea*, in *federalismi*, n. 16/2020, pp. 118 ss., evidenzia come l'approccio prevalente delle istituzioni comunitarie nella risoluzione di crisi denota un rallentamento dell'integrazione e una disillusione verso il mercato unico, oltre all'incapacità dell'Unione di agire con strumenti adeguati e come attore geopolitico comune; e P. MESSA, *Oltre il golden power. Il modello americano e il dibattito in Europa*, in *Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence*, 2019, pp. 145 ss., ritiene che l'UE sia "[...] a metà strada tra l'interesse dei 27 a non cedere ulteriore "sovranità" nazionale, la tutela delle libertà di circolazione e di stabilimento sancite dal Trattato, e l'esigenza di accreditarsi nel contesto internazionale".

permesso, da un lato, l'adozione di decisioni sugli investimenti esteri in linea con la sicurezza generale dell'Unione considerata nel suo insieme e, dall'altro lato, avrebbe costituito argine a decisioni degli Stati membri poco in linea con le esigenze di protezione degli assets strategici.

Di simile orientamento sembra lo stesso Avvocato generale della Corte di Giustizia, Tamara Čapeta, espresse il 30 marzo 2023 in occasione della sentenza C-106/22 sul Regolamento (UE) 2019/452. L'avvocato generale, con un'espressione singolare, definisce il regolamento come “[...] *una specie di ornitorinco, una creatura strana* [...]”. Prosegue sostenendo che il Regolamento “[...] *non impone norme vincolanti, né istituisce un meccanismo comune di controllo degli investimenti esteri diretti. Piuttosto, esso si limita ad autorizzare gli Stati membri, senza quindi imporre un obbligo in tal senso, a introdurre una normativa che disciplini il controllo degli investimenti esteri diretti. Oltre a tale autorizzazione, detto regolamento stabilisce anche un quadro di norme comuni alle quali i meccanismi nazionali di cui trattasi (se introdotti) devono conformarsi, operando in tal modo un'armonizzazione soltanto parziale delle normative nazionali esistenti.*”

Nelle conclusioni, l'Avvocato generale fornisce la ragione per la quale, probabilmente, il regolamento non ha inciso sui sistemi nazionali di screening ovvero “[...] *il regolamento sul controllo degli IED può essere inteso nel senso che ripristina la legittimità dei meccanismi di controllo degli esistenti investimenti esteri diretti degli Stati membri. In altri termini, il regolamento sul controllo degli IED «restituisce» agli Stati membri competenze in un settore nel quale le avevano perdute per effetto dell'entrata in vigore del Trattato di Lisbona*”.

L'azione dell'UE in tema di screening sugli investimenti esteri, tuttavia, sembra essere in linea con la tradizionale posizione di apertura incondizionata ai movimenti di capitali, anche quando vi è la possibilità di arrecare un pregiudizio all'Unione. Solo le recenti crisi internazionali e l'allontanamento dagli Stati Uniti hanno portato le istituzioni europee a rivedere il proprio atteggiamento verso gli investimenti esteri e riformare, conferendogli maggior incisività, il Regolamento (UE) 2019/452.

Il giorno 11 febbraio 2026, il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo hanno raggiunto un primo accordo politico provvisorio finalizzato a rafforzare il sistema europeo di screening degli investimenti esteri e abrogare il regolamento attualmente in vigore.

L'approvazione del nuovo regolamento europeo che rafforza l'attuale sistema europeo di coordinamento dei sistemi nazionali di screening, verosimilmente, non cambierà

radicalmente il quadro di riferimento. Infatti, senza una modifica dei trattati in senso di una maggiore integrazione europea, non si potrà assistere ad un vero e proprio sistema di screening degli investimenti esteri unionale. Del resto, l'art. 4 TUE pone in capo ai singoli Stati membri la funzione essenziale di *“salvaguardia dell'integrità territoriale, di mantenimento dell'ordine pubblico e di tutela della sicurezza nazionale”*, precisando che *“[...] la sicurezza nazionale resta di esclusiva competenza di ciascuno Stato membro.”*

Paragrafo 4

Analisi dei dati sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione.

La trattazione delle disposizioni del Regolamento (UE) 2019/452 non può considerarsi completa senza un'analisi dei dati relativi alla sua applicazione. Ulteriori elementi utili per comprendere il Regolamento, infatti, possono essere desunti dalle relazioni annuali che la Commissione Europea, ai sensi dell'art. 5 del regolamento, presenta annualmente al Parlamento Europeo e al Consiglio¹⁰⁹.

L'adozione del regolamento, ad avviso della commissione, ha *“[...] dato avvio ad una nuova era”*¹¹⁰. Dal momento della presentazione della proposta legislativa nel 2017 all'ultimo

¹⁰⁹ Sul tema, G. FERRARINI, Le difese ostili contro le O.P.A. ostili: analisi economica e comparazione, in *Rivista delle Società*, n. 5/2000, pp. 737 ss., sostiene l'interesse degli investitori, in considerazione delle complesse e costose operazioni che pongono in essere per acquisire rilevanti quote di capitale sociale, a conoscere gli orientamenti del governo su tali operazioni. In questo senso, siccome la disciplina normativa non menziona la partecipazione dei privati al procedimento e risulta altresì assente un canale di comunicazione tra privati e governo, questi orientamenti possono essere desunti proprio dai dati sull'applicazione di poteri speciali contenuti nei report.

Sull'analisi delle relazioni presentate dalla Commissione v. A. CAGNAZZO, *Profili procedurali del regolamento (UE) 2019/452 e risvolti applicativi*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 291 ss.; L. PICOTTI, *Note sulla quinta relazione FDI dell'Unione Europea*, in Osservatorio Golden Power.; e L. PICOTTI, *L'Unione europea tra libero mercato e nuovi paradigmi: note sulla quarta relazione FDI*, in Osservatorio Golden Power.

¹¹⁰ Cfr. Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Prima relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri in entrata nell'Unione*, Bruxelles, 2021.

report disponibile, gli Stati membri dotati di un sistema di screening degli investimenti esteri¹¹¹ sono passati da un totale 11 a 24 su 27. Croazia, Grecia e Cipro, gli unici paesi membri senza un meccanismo di screening, hanno attivato un procedimento legislativo per adottare un meccanismo di screening.

Dalle cinque relazioni pubblicate dal 2021 al 2025, con ultimo riferimento l'anno 2024, emergono, come settori di maggior destinazione degli investimenti esteri diretti nell'Unione, il settore delle TIC (Tecnologie dell'Informazione e delle Comunicazioni), le attività manifatturiere e il settore delle attività professionali, scientifiche e tecniche. I principali paesi di origine degli investimenti esteri diretti verso l'UE sono Stati Uniti, Regno Unito e paesi c.d. off-shore, mentre i paesi di maggior destinazione sono Germania, Spagna e, secondo l'anno considerato, Francia o Italia. L'incertezza del Covid-19, la guerra di aggressione russa nei confronti dell'Ucraina e l'instabilità globale hanno influenzato negativamente l'ammontare totale degli investimenti esteri in uscita.

Pur ribadendo che l'Unione continua a rappresentare un mercato aperto agli investimenti esteri, tutte le relazioni presentate costituiscono per la Commissione un'occasione per incentivare gli Stati membri ad adottare un meccanismo di screening degli investimenti esteri. La Commissione continua altresì a chiedere l'allineamento tra i sistemi degli Stati membri e il sistema unionale. In questo senso, le differenze rispetto a ciò che è soggetto a controllo, i settori considerati e i termini procedimentali costituiscono un fattore di incertezza per gli investitori esteri. Le differenze tra i vari sistemi presenti negli Stati membri costituiscono, secondo la Commissione, un pericolo per la tutela della sicurezza dell'Unione.

Le operazioni scrutinate dagli Stati membri si attestano su una media di circa 1500 unità, di cui solo una percentuale variabile tra il 20% e il 50% sono stati sottoposti ad un controllo formale. Quanto alle misure adottate rispetto agli investimenti esteri sottoposti a controllo formale, oltre il 50% dei casi, in media, si sono conclusi con l'autorizzazione dell'investimento senza esercizio dei poteri speciali. Solo una percentuale variabile tra il 10 e il 15% degli investimenti hanno comportato l'autorizzazione con l'imposizione di condizioni o misure di attenuazione ovvero gli Stati membri, prima di consentire lo stabilimento dell'investimento

¹¹¹ Cfr. Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri in entrata nell'Unione*, Bruxelles, 2025.

estero, hanno negoziato interventi, garanzie e impegni degli investitori. Il veto all'investimento estero, cioè la misura più incisiva, è stato adottato in misura non superiore al 2% di tutti i casi sottoposti a controllo. Gli investitori stessi hanno deciso il ritiro dell'investimento in circa il 5% dei casi.

Dai dati contenuti nei report della Commissione, emerge un elevato numero di notifiche inviate agli Stati membri. Nel solo anno 2024, ad esempio, sono state notificate alle autorità nazionali oltre 3000 investimenti esteri diretti. Dal confronto dei dati relativi all'esercizio dei poteri speciali e il numero complessivo di notifiche emerge un utilizzo complessivamente limitato di tali prerogative. Anche nei casi in cui i poteri speciali vengono concretamente esercitati, le misure adottate, nella maggior parte delle ipotesi, risultano non particolarmente incisive.

Le notifiche delle operazioni inviate dallo Stato membro target agli altri Stati membri, come disposto ai sensi dell'art. 6 del Regolamento, si sono attestate nell'ordine di circa 400 unità annue. La maggior parte delle notifiche provengono proprio dai paesi di maggior destinazione degli investimenti esteri diretti. La Commissione Europea risulta aver emesso parere sugli investimenti esteri in entrata in media sul 3% delle operazioni notificate.

In merito all'applicazione del regolamento, gli Stati membri lamentano, di volta in volta, un eccessivo numero di operazioni sottoposte a notifica, uno scarso rapporto tra operazioni notificate e investimenti di rilevanza transnazionale, un ingiustificato dispendio di risorse derivante dalle richieste di integrazione di informazioni formulate dagli altri Stati membri. Inoltre, gli Stati membri che formulano osservazioni in merito ad un investimento estero diretto verso un altro paese membro evidenziano come quest'ultimo non sia tenuto a fornire spiegazioni circa le modalità in cui queste vengono tenute in considerazione nell'adozione della decisione finale.

Nella IV relazione, la Commissione prende atto della presenza nel Regolamento di un punto debole decisivo per la sicurezza e l'ordine pubblico nell'Unione. Essa ritiene che vi siano alcune “*zone d'ombra*”, tra cui l'assenza di un meccanismo di screening in alcuni Stati membri e, soprattutto, la circostanza che “[...] *gli investimenti delle controllate o imprese soggette a controllo estero all'interno dell'UE non rientrano nel meccanismo di cooperazione.*”

L'ultima relazione richiama le future prospettive dell'Unione relative agli investimenti. La Commissione, considerata la necessità di armonizzare i sistemi nazionali di screening

presenti negli Stati membri e di eliminare i profili di vulnerabilità del Regolamento per la sicurezza dell'Unione, ha presentato il 24 gennaio 2024 una proposta di riforma del Regolamento (UE) 2019/452. Secondo la Commissione occorre incrementare la protezione della sicurezza dell'Unione attraverso il rafforzamento dei sistemi di screening degli investimenti esteri in uscita, anche mediante l'introduzione di meccanismi di screening degli investimenti in uscita.

Paragrafo 5

La Raccomandazione (UE) 2025/63 sul riesame degli investimenti in uscita.

La Commissione Europea ha, dunque, concluso l'ultima relazione annuale sull'attuazione del Regolamento mediante il rinvio alla Raccomandazione (UE) 2025/63 adottata in data 15 gennaio 2025 sul “*riesame degli investimenti in uscita [...]*”. La raccomandazione¹¹² riguarda i profili complementari dei sistemi di screening degli investimenti esteri, cioè il controllo degli investimenti in uscita¹¹³. La Commissione ritiene che “*l'iniziativa mira a rafforzare la sicurezza economica dell'UE, a orientare le scelte strategiche future e a continuare a sviluppare un contesto aperto agli investimenti nell'UE*”¹¹⁴.

Il terzo punto della Comunicazione chiarisce la finalità perseguita dalla Commissione, vale a dire che “*gli Stati membri dovrebbero istituire un sistema appropriato per il riesame*”.

¹¹² In dottrina, sui pochi autori che hanno commentato la raccomandazione, V. VINCI, *Il riesame degli investimenti in uscita nei settori tecnologici critici nell'ambito della strategia europea per la sicurezza economica*, in Rivista della Regolazione dei mercati., n. 1/2025, pp. 268 ss.

¹¹³ Cfr. Commissione Europea, *Libro bianco sugli investimenti in uscita*, n. 24/2024, nella parte in cui ritiene che “*Un nesso [...] esiste tra gli investimenti in uscita e gli investimenti esteri diretti (IED) in entrata*” e “*mentre un investimento in entrata da parte di investitori rischiosi in imprese dell'UE che detengono tecnologie sensibili potrebbe essere soggetto a limitazioni o vietato dalle misure imposte a norma di un regime di controllo degli IED, esiste invece il rischio potenziale che le imprese dell'UE prese di mira possano mettere tali tecnologie a disposizione degli stessi investitori mediante investimenti in uscita. Attualmente simili investimenti in uscita non sono però nemmeno soggetti a monitoraggio, il che potrebbe compromettere l'efficacia dei nostri controlli esistenti e quindi la sicurezza dell'UE nel suo complesso e dei singoli Stati membri.*”

¹¹⁴ Cfr. Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri in entrata nell'Unione*, Bruxelles, 2025.

L'obiettivo, dunque, consiste nel rafforzare i poteri speciali dei Paesi membri mediante l'introduzione di un sistema di screening che abbia ad oggetto anche gli investimenti in uscita. Del resto, già dai primi considerando emerge chiaramente che la Commissione ritiene lo screening degli investimenti anche in uscita come complementare per assicurare un'efficace protezione della sicurezza dell'Unione. A differenza di quanto accaduto con il Regolamento (UE) 2019/452, l'intervento della Commissione ha anticipando l'emergere di significative criticità in tale ambito e, addirittura, gli stessi Stati membri.

Il secondo considerando esprime la preoccupazione della Commissione per il rischio che l'aumento delle tensioni geopolitiche e il profondo cambiamento tecnologico possano incidere negativamente sulla sicurezza dell'Unione. Come precisato nel considerando successivo, un sistema di screening degli investimenti in uscita risulta necessario affinché l'Unione possa affrontare i rischi legati alla propria sicurezza economica, mantenere le proprie tecnologie e difendere i propri interessi in un contesto caratterizzato da crescenti pressioni geopolitiche.

Il riesame degli investimenti in uscita dall'Unione risulta necessario in quanto *“i rischi causati dalla fuga di tecnologie possono essere particolarmente gravi in relazione a una serie ristretta di progressi tecnologici in grado di rafforzare le capacità militari e di intelligence di soggetti che potrebbero utilizzarli per minare la pace e la sicurezza a livello internazionale¹¹⁵.”*

Il quattordicesimo e quindicesimo considerando hanno ad oggetto la valutazione dell'investimento in uscita. In questo senso, gli Stati membri dovrebbero svolgere il riesame senza discriminazioni rispetto al paese di destinazione e stabilire, in cooperazione con la Commissione, profili di rischio comuni. Tra i profili di rischio vengono menzionati espressamente il comportamento passato del paese di destinazione e le sue eventuali violazioni della Carta delle Nazioni Unite. Il riesame, tuttavia, oltre a considerare i pericoli per la sicurezza dell'Unione, dovrebbe valutare anche se: a) l'uscita dell'investimento verso paesi terzi può rappresentare un fattore di crescita o accelerazione delle tecnologie critiche; b) le tecnologie critiche derivanti dall'investimento in uscita possono essere utilizzate per contrastare o superare le capacità di sicurezza dell'Unione o compromettere la pace e la sicurezza internazionale.

¹¹⁵ Cfr. Raccomandazione (UE) 2025/63, quarto considerando.

Rispetto agli ambiti di applicazione dei settori in cui gli investimenti in uscita dovrebbero essere soggetti a riesame, i settori oggetto di controllo dovrebbero consistere in: a) tecnologie dei semiconduttori; b) tecnologie di intelligenza artificiale; c) tecnologie quantistiche. Ogni settore viene circoscritto nel dettaglio mediante ulteriori sottosettori e, per il solo settore dell'AI, fornita una definizione.

L'investitore in uscita deve essere esaminato, se rientrante nei settori indicati al paragrafo precedente, quando effettuato da persone, fisiche o giuridiche, residenti o stabilite nell'Unione. Le attività economiche destinate ad essere realizzate nel paese terzo che danno luogo al riesame consistono in: a) operazioni di acquisizione o partecipazione in società che consentono la partecipazione effettiva alla gestione o al controllo della società; b) operazioni M&A; c) trasferimento di attivi materiali o immateriali in relazione alle tecnologie critiche; d) investimenti greenfield; e) trasferimento o messa a disposizione di know-how.

Sono esclusi dal riesame gli investimenti di portafoglio, cioè gli investimenti limitati alla ricerca di rendita del capitale. Gli investimenti che danno luogo a riesame, anche in questo caso, non vengono distinti dagli investimenti di portafoglio mediante il ricorso a soglie di partecipazione al capitale sociale. Il quinto paragrafo menziona, a tal fine, una “*valutazione qualitativa caso per caso*”, sembra confermare tale intenzione. La distinzione appare, dunque, non rigorosa, probabilmente anche in considerazione delle novità del sistema di screening degli investimenti in uscita.

La Commissione Europea, a differenza di quanto contenuto nel Regolamento (UE) 2019/452, ha considerato anche i casi relativi agli investimenti indiretti. In questo senso, il riesame dovrebbe riguardare anche gli investimenti effettuati da un investitore dell'Unione mediante un soggetto di un paese terzo.

In merito alle informazioni che debbono essere considerate nella valutazione dei rischi, queste consistono nei soggetti coinvolti, nel valore e nel condizionamento dell'impresa e nell'oggetto dell'investimento. Debbono essere altresì considerati gli eventuali contratti di ricerca, sviluppo, concessione di licenze su diritti di proprietà intellettuale e circolazione di personale ad hoc nel settore delle tecnologie critiche.

Il quinto paragrafo, tra gli aspetti da tenere in considerazione nella valutazione dei rischi, menziona: a) contesto dell'operazione; b) livello di maturità della tecnologia al momento del riesame; c) disponibilità della tecnologia nel paese di destinazione; d) valore della catena e

dell'approvvigionamento della tecnologia; e) evoluzione dei rischi, degli sviluppi tecnologici e dei casi di utilizzo rilevanti; f) interconnettività globale dell'ecosistema della tecnologia critica; g) partecipazione dell'impresa a progetti o programmi dell'Unione.

La raccomandazione rappresenta, tuttavia, un atto di soft law¹¹⁶ mediante il quale la Commissione invita gli Stati membri ad adottare un sistema di screening anche per gli investimenti in uscita. Dalle disposizioni dei trattati non emerge alcuna attribuzione di competenza in tema di investimenti in uscita, sicché la stessa Commissione non ha presentato alcuna proposta legislativa relativa ad un simile meccanismo. La capacità dell'Unione di tutelare la propria sicurezza sembra, dunque, ancorata al contesto geopolitico ed economico del 2009. In assenza di una revisione dei trattati e del riparto di competenze, l'Unione non potrà dotarsi degli strumenti necessari per garantire efficacemente la sicurezza dei propri cittadini.

¹¹⁶ Le raccomandazioni, ai sensi dell'art. 288 TFUE, costituiscono atti non vincolanti per gli Stati membri.

CAPITOLO III

LA GENESI DEI POTERI SPECIALI DELLO STATO: L'AZIONE DORATA

Paragrafo 1

Le privatizzazioni delle imprese pubbliche e l'introduzione dei poteri speciali.

I processi di privatizzazione delle grandi imprese pubbliche italiane hanno assunto centralità a partire dagli anni Novanta del secolo scorso¹¹⁷. In Italia, al pari di altri ordinamenti giuridici continentali, le privatizzazioni vennero accompagnate dall'introduzione di poteri speciali dello Stato su alcune imprese in corso di privatizzazione e dall'istituzione di specifiche autorità amministrative indipendenti. I primi rispondevano alla necessità di tutelare alcuni degli interessi ritenuti essenziali per la tutela della collettività e della sovranità statale, mentre le seconde perseguivano, secondo requisiti di indipendenza e competenza, la funzione di vigilanza e regolazione di appositi mercati.

Nonostante la pluralità di finalità politiche ed economiche poste alla base, le privatizzazioni sono state, anzitutto, la conseguenza di un condizionamento derivante dal diritto comunitario. Tale affermazione sembra contraddetta dall'art. 345 TFUE che lascia “[...] *del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati membri*”. In realtà, tale disposizione è stata progressivamente ristretta nella sua applicazione da numerosi interventi legislativi e dall'interpretazione delle altre disposizioni dei trattati.

In questo senso, i principi europei in tema di libertà di circolazione dei capitali, diritto di stabilimento, divieto di discriminazione e, soprattutto, il divieto di aiuti di stato hanno progressivamente ristretto l'ambito di applicazione della disposizione. Successivamente, sono stati adottati ulteriori interventi legislativi che hanno contribuito a delimitare la libertà degli Stati sul regime proprietario.

¹¹⁷ In realtà, le privatizzazioni italiane hanno avuto inizio a partire dagli anni Ottanta, ad esempio, mediante la cessione della società Alfa Romeo dell'IRI alla società FIAT oppure della società Cementir dell'IRI al gruppo Caltagirone. Il fenomeno, tuttavia, ha assunto centralità, in considerazione degli interventi adottati e delle imprese coinvolte, solo a partire dagli anni Novanta.

Così, la direttiva 80/723 del 25 giugno 1980 “*relativa alla trasparenza delle relazioni finanziarie fra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche*” impose alcuni controlli sulle imprese pubbliche volti a verificare se i trasferimenti di risorse provenienti dallo Stato fossero riconducibili a legittimi interventi finanziari dovuti all’assetto proprietario pubblicistico ovvero forme di sussidi distorsivi delle regole del mercato libero e concorrenziale.

Ulteriori interventi normativi, tra cui le direttive 85/413 del 24 luglio 1985 e 93/84 del 30 settembre 1993 relative “*alla trasparenza delle relazioni finanziarie fra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche*”, hanno successivamente imposto ulteriori obblighi e controlli nei confronti delle imprese pubbliche¹¹⁸. Il diritto comunitario ha così progressivamente “imposto¹¹⁹” la privatizzazione delle imprese pubbliche, quale modalità più semplice per rispettare i numerosi vincoli posti sulle imprese di proprietà dello Stato.

Oltre al rispetto delle norme comunitarie, le privatizzazioni italiane hanno rappresentato uno strumento utile al perseguimento di ulteriori finalità¹²⁰. Tra queste vengono evidenziate la riduzione del debito pubblico mediante la vendita delle partecipazioni statali, la maggior efficienza e competitività delle imprese private rispetto a quelle pubbliche e lo sviluppo dei

¹¹⁸ Sul tema v. M. T. CIRENEI, *Liberalizzazioni, servizi di interesse economico generale, e sussidi incrociati: la direttiva della Commissione 2000/52/CE e il nuovo ambito della “disciplina trasparenza”*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 2/2001, pp. 281 ss.

¹¹⁹ Così, S. M. CARBONE, *Brevi note in tema di privatizzazioni e diritto comunitario*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 2/1999, pp. 231 ss.

Sull’influenza del diritto comunitario rispetto alle privatizzazioni, v. anche M. T. COMUNITARIO, *Le società di diritto “speciale” tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e “poteri speciali”*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 4/1996, pp. 771 ss.

¹²⁰ Cfr. G. DI FIORE, *Privatizzazioni e interesse pubblico tra efficienza e garanzie*, in *Notariato*, n. 4/2001, pp. 403 ss.; F. DI PORTO, *Note sul regime giuridico delle privatizzazioni in Italia. In particolare nei servizi pubblici essenziali*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 6/1999, pp. 738 ss.; e L. MARINI, *Privatizzazioni e liberalizzazione delle condizioni concorrenziali nella comunità europea*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 1/1999, pp. 167 ss.

mercati di borsa¹²¹. Inoltre, a seguito dello scandalo di tangentopoli, la privatizzazione rappresentava, almeno per l'opinione pubblica¹²², uno strumento utile ad arginare la corruzione tra la classe politica, nazionale e locale, e le imprese.

Le privatizzazioni italiane¹²³ sono avvenute mediante interventi disorganici, ripartiti tra l'ambito nazionale e l'ambito locale. Tuttavia, rispetto alle modalità mediante le quali sono avvenute le privatizzazioni¹²⁴, risulta possibile distinguere due differenti fasi, poste tra loro un

¹²¹ Le imprese private, infatti, in assenza di stabili finanziamenti statali, operano secondo i criteri di economicità ed efficienza, sviluppano e innovano beni e servizi, anche mediante il ricorso ai capitali di rischio, e favoriscono la creazione di valore aggiunto per gli stakeholder.

Sul tema, C. PECORARO, *Privatizzazione dei diritti speciali di controllo dello Stato e dell'ente pubblico nelle s.p.a.: il nuovo art. 2449 c.c.*, in Rivista delle Società, n. 5/2009, pp. 947 ss., aggiunge che la forma societaria privata, non essendo soggetta alla disciplina normativa in tema di azione della pubblica amministrazione, consente altresì un miglior adattamento dell'attività economica alle evoluzioni del mercato, evitando così pregiudizi per l'efficienza dello stesso.

¹²² Infatti, come evidenzia la dottrina economica in P. FULGHIERI – L. ZINGALES, *Privatizzazioni e struttura del controllo societario: il ruolo della "public company"*, in Giavazzi F. – Penati A. – Tabellini G. (a cura di), *Liberalizzazione dei mercati e privatizzazioni*, Il Mulino, Bologna, 1998, pp. 107 ss., anche a seguito delle privatizzazioni, mediante i poteri speciali, gli amministratori di talune imprese continuano ad essere nominati dalla classe politica. In questo modo, gli amministratori, seppur con maggiori difficoltà, rimangono comunque esposti al condizionamento politico e, di conseguenza, perseguono finalità e adottano decisioni non efficienti per il mercato e l'impresa.

¹²³ Sulla disciplina giuridica delle privatizzazioni, v. S. CASSESE, *I controlli pubblici sulle privatizzazioni*, in Giornale di Diritto Amministrativo, n. 8/2001, pp. 855 ss.; M. CLAUSI, *Profili giuridici delle privatizzazioni*, in Giurisprudenza di Merito, n. 2/1999, pp. 435 ss.; F. DI PORTO, *Note sul regime giuridico delle privatizzazioni in Italia. In particolare nei servizi pubblici essenziali*, in Giurisprudenza Commerciale, n. 6/1999, pp. 738 ss.; e F. FRANCARIO, *Privatizzazioni, dismissioni e destinazione "naturale" dei beni pubblici*, in Diritto Amministrativo, n. 1/2004, pp. 89 ss.

¹²⁴ Sul tema, M. CLARICH, *Privatizzazioni e trasformazioni in atto nell'amministrazione italiana*, in Diritto Amministrativo, n. 4/1995, pp. 519 ss., ritiene che "dal punto di vista legislativo il processo di privatizzazione non si è sviluppato in modo lineare. Tutt'al contrario, il percorso normativo è stato caratterizzato da una serie continua di interventi estemporanei, caso per caso, attuati in gran parte attraverso decreti-legge spesso reiterati, con o senza modificazioni, ed emendati in sede di conversione, talora non convertiti; e R. VENTURA, *Le società miste tra pubblico e privato: osservazioni in margine a un caso recente*, in Giurisprudenza Italiana, n. 8-9/1998, pp. 307 ss., che mette in luce come il legislatore, nel disciplinare le privatizzazioni, abbia avuto come modello principale le grandi imprese pubbliche e, in questo modo, ha trascurato le privatizzazioni

rapporto di pregiudizialità-dipendenza. La fase pregiudiziale è costituita dalla privatizzazione formale, detta anche fredda, mediante la quale l'ente pubblico economico viene trasformato in una delle forme societarie previste dal Codice civile, generalmente in Società per Azioni. In questa fase, l'impresa, ancorché di proprietà pubblica, viene disciplinata dalle norme di diritto privato.

In un secondo momento, cioè dopo la conclusione del procedimento di privatizzazione formale, viene attuata la privatizzazione sostanziale, detta anche calda, mediante la quale lo Stato dismette le proprie partecipazioni detenute nell'impresa formalmente privatizzata¹²⁵. In questo modo, la proprietà e, tendenzialmente¹²⁶, il controllo dell'impresa vengono in capo da uno o più soggetti privati.

locali e applicato loro la disciplina delle prime, adottando così soluzioni non appropriate per le piccole società locali.

V. anche, AMICONI C., *Enti pubblici e privatizzazione*, in Foro Amministrativo, n. 7-8/1999, pp. 1652 ss.; e AMOROSINO, *Le privatizzazioni in Italia: mito e realtà*, in Foro Amministrativo, n. 6/1999, pp. 1367 ss.

¹²⁵ Nel concreto, le partecipazioni statali sono alienate mediante offerta pubblica di vendita o trattative dirette con gli investitori. V., ad esempio, Decreto-legge del 31 maggio 1994, n. 332, articolo 1, comma secondo.

¹²⁶ Sul tema, G. DI FIORE, *Privatizzazioni e interesse pubblico tra efficienza e garanzie*, in Notariato, n. 4/2001, pp. 403 ss., esprime la considerazione su come, in considerazione delle numerose limitazioni e privazioni cui incorrono i soci e gli investitori delle imprese soggette a golden share, in presenza di poteri speciali non si possa parlare di privatizzazione sostanziale. Infatti, come si vedrà più avanti, i soci sarebbero, da un lato, "espropriati del potere di direzione della loro società" e, dall'altro lato, gli investitori, anche quelli in cerca di un mero capitale gain, sarebbero ostacolati, sia nell'acquisto che nella successiva vendita, dal *placet* del Ministro dell'economia e delle finanze. Inoltre, le azioni di tali società sarebbero, in considerazione dei penetranti poteri di ingerenza dello Stato sulla società, scarsamente domandate sul mercato e, di conseguenza, nella difficoltà di produrre un plusvalore. Anche B. MAMELI, *La privatizzazione delle società in mano pubblica dinnanzi alla Corte di Giustizia – Il commento*, in Urbanistica e Appalti, n. 7/2005, pp. 846 ss. ritiene che "le privatizzazioni si siano spesso risolte in privatizzazioni soltanto formali, caricando lo schema societario, a seguito della preponderante partecipazione di capitale pubblico, di limiti (es. golden share), di adattamenti e di clausole che molto lo allontanano dal diritto commerciale e dal codice civile". Ancora, L. MARINI, *Privatizzazioni e liberalizzazione delle condizioni concorrenziali nella comunità europea*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 1/1999, pp. 167 ss., rileva come i poteri speciali incidano significativamente sulle scelte degli investitori, sicché essi debbono valutare anche le conseguenze di diventare soci in un'impresa soggetta al potere di condizionamento dello Stato rispetto alle operazioni di gestione più importanti.

Di conseguenza, sulle imprese privatizzate dotate di golden share gravava il regime giuridico di diritto privato e, al contempo, un complesso di disposizioni di diritto pubblico derivante dalle disposizioni in tema di poteri speciali dello Stato. In questo senso, nei confronti delle imprese dorate trovava applicazione un diritto speciale misto tra pubblico e privato¹²⁷.

Paragrafo 2

La disciplina originaria dei poteri speciali.

Il processo italiano di privatizzazione venne così affiancato dall'istituzione della golden share, cioè di poteri speciali esercitabili dal Governo nei confronti di alcune imprese. La disciplina della golden share¹²⁸ trova il suo fondamento nell'articolo 2 e seguenti del Decreto Legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modifiche, nella Legge 30 luglio 1994, n. 474. La normativa venne formalmente adottata per *“l’accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni”*.

¹²⁷ Sul regime giuridico speciale e la sovrapposizione tra diritto pubblico e diritto privato, M. P. CHITI, *Monismo o dualismo in diritto amministrativo: vero o falso dilemma?*, in Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico, n. 2/2000, pp. 301 ss., ritiene come, per esempio, la disciplina sulla golden share sia l'indicatore *“di una disciplina giuridica composita che sfugge alla tradizionale dicotomia diritto amministrativo/diritto privato”* e *“di un nuovo diritto con caratteri fortemente integrati”*; e M. CLARICH, *Società di mercato e quasi-amministrazioni*, in Diritto Amministrativo, n. 2/2009, pp. 253 ss., anche in riferimento ai poteri speciali sulle imprese privatizzate, ritiene sempre più incerto il confine del diritto tra pubblico e privato. In questo senso, anche M. CLAUSI, *Profili giuridici delle privatizzazioni*, in Giurisprudenza di Merito, n. 2/1999, pp. 435 ss.; e F. FRANCARIO, *Privatizzazioni, dismissioni e destinazione “naturale” dei beni pubblici*, in Diritto Amministrativo, n. 1/2004, pp. 89 ss.

¹²⁸ Sulla disciplina della golden share v. C. AMICONI, *La golden share come tecnica di controllo delle public utilities: luci e ombre*, in Giustizia Civile, n. 11/1999, pp. 463 ss.; Argiolas B., *Ratio dell'istituto e sua evoluzione normativa*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 47 ss.; R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in Giurisprudenza Commerciale, n. 1/1995, pp. 77 ss.; F. FRANCARIO, *Privatizzazioni, dismissioni e destinazione “naturale” dei beni pubblici*, in Diritto Amministrativo, n. 1/2004, pp. 89 ss.; e B. LIBONATI, *La faticosa “accelerazione” delle privatizzazioni*, in Giurisprudenza Commerciale, n. 1/1995, pp. 20 ss.

La golden share poteva essere esercitata nei confronti delle sole imprese pubbliche, le cui partecipazioni statali fossero in corso di dismissione, operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti d'energia e degli altri servizi pubblici. Il meccanismo di screening degli investimenti esteri previsto dalla golden share, dunque, non trovava applicazione per la generalità delle imprese operanti in settori strategici.

Le imprese con azioni dorate venivano individuate, prima della totale dismissione delle partecipazioni statali, mediante Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro dell'economia e finanze, di intesa con il Ministro delle attività produttive e con i Ministri competenti per settore, previa comunicazione alle competenti Commissioni parlamentari. Le imprese¹²⁹ nei cui statuti vennero introdotti i poteri speciali furono Eni S.p.A., Stet S.p.A. e Telecom Italia S.p.A., Enel S.p.A., Finmeccanica S.p.A. e Snam Rete Gas S.p.A.

I poteri speciali potevano essere esercitati anche da enti pubblici nei confronti di imprese controllate, direttamente o indirettamente, operanti nei soli settori dei trasporti e degli altri servizi pubblici. L'ente pubblico partecipante individuava con proprio provvedimento le imprese nei cui statuti dovevano essere inserite le golden shares.

I poteri speciali venivano inseriti in un'apposita clausola statutaria e, di conseguenza, il loro esercizio poteva avvenire indipendentemente da qualsiasi partecipazione statale al capitale sociale¹³⁰. In questo senso, i poteri speciali potevano essere esercitati anche dopo la totale dismissione delle partecipazioni statali. La clausola statutaria attribuiva al Ministro dell'Economia e delle finanze, in intesa con il Ministro delle attività produttive, uno o più¹³¹ dei poteri speciali previsti dall'articolo 2. In sede di conversione del Decreto Legge venne aggiunto l'inciso “*tenuto conto degli obiettivi nazionali di politica economica e industriale*”.

¹²⁹ Cfr. D.P.C.M. 5 ottobre 1995 e DD.MM. 5 e 16 ottobre 1995 per Eni S.p.A., D.P.C.M. 21 marzo 1997 e DD.MM. 21 e 24 marzo 1997 per Stet S.p.A. e Telecom Italia S.p.A., D.P.C.M. 17 settembre 1999, DD.MM. 17 settembre 1999 e DD.MM. 17 settembre 2004 per Enel S.p.A., D.P.C.M. 28 settembre 1999 e D.M. 8 novembre 1999 per Finmeccanica S.p.A. e, infine, D.P.C.M. 23 marzo 2006 per Snam Rete Gas S.p.A.

¹³⁰ Sul tema, N. IRTI, *Economia di mercato e interesse pubblico*, Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile, n. 2/2000, pp. 435 ss., scrive che “*suscita scandalo intellettuale [...] l'introduzione di poteri speciali non connessi alla titolarità di alcuna azione, e perciò totalmente estranei alla logica e al diritto comune*”.

¹³¹ Nel concreto, i decreti ministeriali introducevano nello statuto delle società tutti i poteri previsti dalla normativa e la clausola statutaria riproduceva, essenzialmente, la formulazione prevista dalla legge.

L'inserimento nello statuto della clausola inerente i poteri speciali avveniva mediante deliberazione dell'assemblea straordinaria dei soci. La concreta formulazione della clausola statutaria veniva stabilita con decreto del Ministro del tesoro, in intesa con i Ministri del bilancio e della programmazione economica, e dell'industria, del commercio e dell'artigianato. Di conseguenza, ai soci non veniva riconosciuta alcuna prerogativa in merito alla concreta formulazione della clausola statutaria, sicché ad egli spettava il solo compito di recepire quanto stabilito in sede ministeriale¹³². In questo senso, l'introduzione dei poteri speciali nello statuto dell'impresa aveva la funzione di rendere *“solo palese, visibile e trasparente quella scelta dello Stato di riservarsi, nel momento in cui privatizza, alcune facoltà sull'assetto organizzativo dell'impresa-facoltà che non spetterebbero alla stregua della nuova posizione occupata nella compagine societaria*^{133”}.

I poteri speciali, dunque, trovavano la loro fonte nella legge, nei decreti del Presidente del Consiglio dei Ministri e in altri decreti ministeriali. La legge definiva i requisiti soggettivi delle imprese, gli ambiti settoriali di attività e i poteri astrattamente esercitabili. I decreti del Presidente del Consiglio dei Ministri individuavano, entro il perimetro dei requisiti imposti dalla legge, le imprese concretamente assoggettate ai poteri speciali e, infine, i decreti ministeriali provvedevano a disciplinare le clausole statutarie.

I poteri speciali previsti dalla normativa consistevano in: a) opposizione all'acquisto di partecipazioni rilevanti; b) opposizione alla conclusione di patti parasociali in società quotate o società controllanti società quotate; c) veto all'adozione di delibere di scioglimento, trasferimento, fusione, scissione, trasferimento all'estero, cambiamento dell'oggetto sociale, soppressione o modifica dei poteri speciali; d) nomina di un amministratore senza diritto di voto.

¹³² Sul tema R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 1/1995, pp. 77 ss., esprime *“l'artificiosità della "impostazione statutaria" nei confronti delle scelte di politica legislativa adottate, nel senso che si fanno passare per soluzioni proprie dell'autonomia statutaria scelte che a quest'ultima vengono imposte dall'esterno. Ma, soprattutto, il legislatore è stato costretto a rinnegare la caratteristica più autentica delle regole statutarie, ossia la loro modificabilità da parte dei soci e, per di più, anche senza il consenso unanime degli stessi”*.

¹³³ Così R. GAROFOLI, *Golden share e authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 1/1998, pp. 159 ss.

In sostanza, i poteri speciali permettevano l'adozione di misure c.d. anti-takeover¹³⁴, cioè prescrizioni volte ad impedire ai terzi, non graditi al governo, di acquisire il controllo o l'influenza sulla società mediante operazioni di acquisizione o altre operazioni straordinarie. La golden share determinava, dunque, un disallineamento tra la proprietà, formalmente privata, e il controllo, sostanzialmente pubblico¹³⁵. Il potere di nomina di un amministratore, invece, consentiva il controllo governativo in merito al rispetto degli obblighi relativi ai poteri speciali¹³⁶.

¹³⁴ Cfr. P. G. JAEGER, *Privatizzazioni; "Public Companies"; problemi societari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 1/1995, pp. 5 ss.; e R. MAGLIANO, *Neo colbertismo domestico e misure difensive antiscalata*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 3/2012, pp. 653 ss.

Altra parte di dottrina, come G. FERRARINI, *Le difese ostili contro le O.P.A. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, n. 5/2000, pp. 737 ss., sostiene l'inadeguatezza dei meccanismi dei poteri speciali nel contesto di un O.P.A., in questo il loro esercizio può avvenire solo a seguito di esito positivo dell'offerta.

¹³⁵ Come evidenziato da N. AICARDI, *Disciplina e contenuti della concessione alla società per azioni "ENEL"*, in *Diritto Amministrativo*, n. 1/1995, pp. 75 ss., dopo la perdita della qualifica di azionista e la formale privatizzazione, lo Stato si assicurava, mediante i poteri speciali, una notevole influenza sull'indirizzo e il controllo dell'impresa. Anche M. P. CHITI, *Monismo o dualismo in diritto amministrativo: vero o falso dilemma?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 2/2000, pp. 301 ss. sostiene come la disciplina della golden share abbia portato al mantenimento del controllo pubblico sulle imprese privatizzate.

Per esempio, rispetto alle clausole di gradimento all'acquisizione di partecipazioni, R. AMBROSINI, *"Sociale" e "parasociale" nella clausola statutaria di gradimento - il commento*, in *Le Società*, n. 2/2009, pp. 162 ss., evidenzia come, in condizioni di normalità, il consenso dovrebbe essere prestato da un organo societario e non da un terzo, come invece accade nel caso dei poteri speciali di gradimento della golden share.

¹³⁶ Cfr. V. AICARDI, *Esperienze applicative in tema di nomina pubblica "diretta" alle cariche sociali (artt. 2458-2459 c.c.)*, in *Rivista delle Società*, n. 5/1998, pp. 1258 ss. In questo senso, A. SACCO GINEVRI, *Appunti sulla derogabilità della regola "un amministratore-un voto in consiglio di amministrazione" di s.p.a.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5/2012, pp. 721 ss., ritiene che l'amministratore così nominato rivesta un ruolo di interfaccia tra impresa e autorità pubblica, perseguendo così una *"funzione strumentale"* alla tutela degli interessi vitali dello Stato. Anche A. MALTONI – M. PALMIERI, *I poteri di nomina e di revoca in via diretta degli enti pubblici nelle società per azioni ex art. 2449 c.c.*, in *Diritto Amministrativo*, n. 2/2009, pp. 267 ss., rispetto ai poteri di nomina e revoca delle cariche societarie, con considerazioni che sembrano valere anche rispetto alla nomina mediante golden share, ritiene che tali partecipazioni siano volte a garantire un controllo, svolto dall'interno alla società, dei vincoli pubblici.

Le partecipazioni venivano considerate rilevanti ai sensi delle lett. a) e b) quando rappresentavano almeno un ventesimo del capitale sociale, cioè il 5%, purché con diritto di voto nell'assemblea ordinaria dei soci, ovvero una minor percentuale stabilita con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze.

La decorrenza dei termini dipendeva dalla tipologia di potere speciale coinvolto. In caso di opposizione all'acquisto di partecipazioni rilevanti o di patti parasociali, il Ministro dell'Economia e delle finanze avrebbe dovuto esercitare il potere speciale entro il termine di sessanta giorni decorrente, rispettivamente, dalla data della comunicazione proveniente dagli amministratori della società ovvero dalla CONSOB. La comunicazione, nel primo caso, doveva essere inviata al momento della richiesta di iscrizione all'albo dei soci, mentre, nel secondo caso, al momento della ricezione della comunicazione della conclusione di patti parasociali.

Inoltre, il concreto esercizio dei poteri speciali da parte del Ministro dell'Economia e delle finanze non veniva ancorato ad alcun criterio, circostanza o finalità. In questo modo, la disciplina normativa originaria dei poteri speciali consentiva un esercizio discrezionale e anche oltre quanto strettamente necessario.

Fintantoché non fosse ancora decorso il termine di sessanta giorni, le azioni in oggetto, cioè quelle che rappresentavano la partecipazione rilevante, venivano sospese dal diritto di voto e dagli altri diritti aventi un contenuto diverso da quello patrimoniale.

L'esercizio dei poteri speciali avrebbe determinato, per il socio destinatario del provvedimento, il divieto di esercizio dei diritti sospesi in occasione della pendenza dei termini, cioè i diritti di voto e dagli altri diritti aventi un contenuto diverso da quello patrimoniale. Inoltre, il socio sarebbe stato obbligato, rispettivamente, alla cessione delle proprie azioni entro il termine di un anno oppure allo scioglimento del patto parasociale. In caso di mancato adempimento delle prescrizioni imposte, nel primo caso, il Ministro delle economie e delle finanze avrebbe potuto chiedere al tribunale di ordinare la vendita delle azioni secondo le disposizioni di cui all'articolo 2359-ter del Codice civile. Nel secondo caso, laddove dal comportamento adottato nell'assemblea dei soci si fosse potuto desumere il mantenimento del patto parasociale, allora le delibere assunte con il voto determinante dai soci coinvolti potevano essere oggetto di impugnazione.

Inoltre, il silenzio dell'amministrazione aveva valore di silenzio-rigetto, sicché, in caso di mancato esercizio dei poteri speciali, la società e i soci coinvolti avrebbero comunque dovuto osservare quanto previsto in caso di opposizione del veto.

L'atto di esercizio dei poteri speciali avveniva mediante atti di natura societaria¹³⁷, quali il rilascio di dichiarazioni all'interno degli organi societari. In questo modo, il concreto esercizio dei poteri speciali sfuggiva da qualsiasi onere di motivazione e controllo giurisdizionale. Del resto, i poteri speciali potevano essere esercitati anche tacitamente mediante il decorso dei termini e, di conseguenza, in tali casi non poteva sicuramente esservi alcuna motivazione.

La disciplina normativa dei poteri speciali non poneva in capo al governo alcun onere di presentazione di relazioni in merito all'esercizio dei poteri speciali, sicché così non risulta possibile analizzare la tipologia, la quantità e gli altri dati relativi al concreto esercizio dei poteri speciali previsti mediante golden share. In questo modo, tuttavia, gli investitori non potevano neppure conoscere gli orientamenti governativi in merito ai casi oggetto di veto.

Paragrafo 3

Profili di diritto comparato: la *golden share* britannica e l'*action spécifique* francese.

I poteri speciali non costituivano una novità nel panorama giuridico europeo. Infatti, l'esperienza giuridica del Regno Unito e della Francia disponevano già di alcuni poteri speciali dello Stato sulle imprese pubbliche privatizzate¹³⁸. Il legislatore italiano, nell'introduzione dei

¹³⁷ Cfr. G. NAPOLITANO, *Dalla golden share al golden power*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 11 ss.

¹³⁸ Per approfondire il modello britannico e francese di poteri speciali, anche nella prospettiva del diritto comparato, v. L. ARDIZZONE – M. L. VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5/2013, pp. 919 ss.; S. CHIRI – F. PANETTA, *Privatizzare: come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese*, in *Servizio Studi Banca d'Italia*, n. 198/1993, pp. 7 ss.; A. GUACCERO - J. E. PAN - M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Rivista delle Società*, n. 6/2008, pp. 1359 ss.; P. MARTIN – R. TURRINI, *Privatizzazioni: l'esempio francese*, in *Le Società*, n. 9/1994, pp. 1285 ss.; G. SCARCHILLO, *Privatizzazioni e settori strategici. L'equilibrio tra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, Torino, G.

propri poteri speciali, sembra aver preso come modello proprio la *golden share* britannica e l'*action spécifique* francese¹³⁹. In entrambi i casi, i poteri speciali consentivano l'esercizio di prerogative funzionali ad evitare l'assunzione del controllo o dell'influenza dell'impresa da parte di investitori stranieri.

All'inizio degli anni Ottanta, il governo britannico presieduto da Margaret Thatcher cominciò un processo di riduzione dello Stato nell'economia e, in questo senso, avviò numerosi processi di privatizzazione di alcune grandi imprese pubbliche. La disciplina dei poteri speciali del Regno Unito non trovava una disciplina organica in una legge *ad hoc*, bensì venivano previsti, di volta in volta, mediante la legge che interveniva sulla liberalizzazione dei singoli settori produttivi e sulla privatizzazione di singole imprese.

La disciplina dei poteri speciali esercitabili veniva inserita nello statuto della società interessata. I poteri speciali dipendevano dal possesso, da parte del ministero settorialmente competente, di una singola azione c.d. dorata, cioè speciale rispetto a tutte le altre, del valore simbolico di una sterlina.

Nel concreto, l'autorità governativa poteva esercitare: a) il diritto di veto rispetto a modifiche di determinate clausole statutarie; b) il diritto di voto in caso di superamento di soglie di partecipazione al capitale sociale da parte di un singolo azionista; c) la nomina di uno o più amministratori; d) l'obbligo di cittadinanza britannica per alcuni o tutti gli amministratori; e) il potere di opposizione alle partecipazioni superiori al 5% del capitale sociale; f) partecipazione alle assemblee con diritto di voto.

Giappichelli Editore, 2018, pp. 1 ss.; e G. SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contratto e Impresa*, n. 2/2015, pp. 619 ss.

¹³⁹ Così rilevano, tra i tanti, F. DI PORTO, *Note sul regime giuridico delle privatizzazioni in Italia. In particolare nei servizi pubblici essenziali*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 6/1999, pp. 738 ss. e G. SCARCHILLO, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contratto e Impresa*, n. 2/2015, pp. 619 ss.

In senso contrario, v. M. T. CIRENEI, *Le società di diritto "speciale" tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e "poteri speciali"*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 4/1996, pp. 771 ss.

Nella prassi, la golden share britannica venne disciplinata mediante due modelli, cioè il “*built in majority*” e il “*relevant person*”. Nel primo modello, l’autorità governativa, in merito a talune decisioni, poteva esercitare un voto in più rispetto agli altri soci, cioè si garantiva la maggioranza dei voti. Inoltre, l’autorità governativa, potendo anche convocare l’assemblea straordinaria, mediante la possibilità di assumere la maggioranza dei voti, si assicurava la possibilità di proporre e approvare decisioni.

Il secondo modello, invece, veniva posto in capo ai soci con partecipazioni superiori al 5% l’obbligo di vendere le azioni con diritto di voto superiore al 15% dei voti totali in assemblea. In pendenza del superamento della soglia, tali soci venivano privati dall’esercizio del diritto di voto.

Nel sistema francese, invece, i poteri speciali trovavano la loro disciplina in un’apposita legge¹⁴⁰ e, mediante apposito decreto ministeriale, venivano individuate le società soggette ai poteri speciali. Al pari del modello britannico, i poteri speciali francesi venivano collegati al possesso di un’azione ordinaria, che veniva trasformata in azione dorata o, in questo caso, in azione specifica.

Le tipologie di poteri speciali riguardavano: a) l’autorizzazione preventiva all’acquisto di partecipazioni al capitale sociale superiori a determinate soglie, generalmente individuate nella misura del 10% del capitale sociale, da parte di qualsiasi categoria di investitore, anche nazionale; b) la nomina di componenti nell’organo amministrativo o di controllo della società, con funzione informativa; c) opposizione ad operazioni societarie implicanti la cessione di elementi suscettibili di arrecare un pregiudizio all’interesse nazionale. Il Ministero dell’economia aveva altresì il potere di sanzionare gli azionisti che, in assenza di apposita autorizzazione, avessero detenuto partecipazioni al capitale sociale oltre la soglia consentita. In capo a questi azionisti, il ministro poteva imporre il divieto di esercitare i diritti di voto e l’obbligo di vendita entro il termine di 3 mesi, pena la vendita coattiva.

Inoltre, lo Stato francese, nei settori dell’ordine pubblico, della sicurezza pubblica, della sanità pubblica e del settore militare, poteva altresì esercitare il proprio diritto di gradimento nei confronti delle acquisizioni di capitale sociale superiori al 5%. Tuttavia, a differenza dei

¹⁴⁰ Cfr. Legge francese n. 86-921 del 6 agosto 1986.

poteri di cui alla lett. a), questi poteri potevano essere esercitati nei confronti dei soli investitori stranieri.

La disciplina italiana dei poteri speciali, dunque, costituisce un modello ibrido tra l'esperienza giuridica britannica e quella francese. Anche il legislatore italiano, durante i processi di privatizzazione, introdusse nelle imprese in corso di dismissione alcuni poteri speciali volti a salvaguardare – generici – interessi pubblici.

In primo luogo, a differenza dei due modelli di riferimento, i poteri speciali italiani non risultavano collegati al possesso di alcuna azione, ancorché ordinaria, speciale o specifica. Del resto, il possesso di un'azione, nonché il suo valore, risultava meramente simbolico in entrambi i modelli

Al pari del sistema francese, i poteri speciali italiani trovavano la loro disciplina in una legge organica riguardante tutti i settori strategici considerati dal legislatore e, in secondo luogo, la legge rimandava ad ulteriori decreti governativi l'individuazione delle società nei cui statuti sarebbero stati introdotti i poteri speciali. In linea con la disciplina del Regno Unito, i poteri speciali venivano poi inseriti nello statuto delle imprese interessate.

Le tipologie di poteri speciali esercitabili risultavano, seppur con caratteristiche proprie, simili nelle tipologie e nelle misure di riferimento. In ragione della diversità delle imprese privatizzate, residuavano differenze rispetto ai settori produttivi considerati.

Paragrafo 4

L'incompatibilità dell'azione dorata con il diritto euro-unitario e il cambio di paradigma.

La disciplina normativa dell'azione dorata italiana venne più volte censurata dalla Commissione Europea e della Corte di Giustizia dell'Unione Europea¹⁴¹. Le sentenze di incompatibilità dell'azione dorata con le disposizioni dei trattati hanno determinato un mutamento radicale dell'assetto complessivo dell'istituto. In questo senso, gli interventi delle

¹⁴¹ Per un'analisi delle sentenze sui poteri speciali italiani, v. G. NAPOLITANO, *Dalla golden share al golden power*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 11 ss.

istituzioni comunitarie hanno trasformato l'azione speciale da strumento anti-takeover, legato alle imprese pubbliche privatizzate, a sistema generale di screening degli investimenti esteri.

L'azione dorata è stata oggetto di un primo giudizio della Corte con la sentenza¹⁴² del 23 maggio 2000, causa C-58/99. Il procedimento aveva ad oggetto l'incompatibilità dell'art. 1, n. 5, e l'art. 2 del D.L. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni nella legge 30 luglio 1994, n. 474, e i decreti ministeriali aventi ad oggetto Eni S.p.A. e Telecom Italia S.p.A.

In data 3 febbraio 1998, la Commissione inviò al governo italiano una lettera di costituzione in mora per adeguare la disciplina della golden share alle disposizioni dei trattati, in particolare agli artt. 52 e 73 B del TUE, cui il governo italiano replicò con lettera del 13 maggio 1998. La Commissione, non convinta delle repliche del governo italiano, il 10 agosto 1998 inviò parere motivato con obbligo di conformazione entro il termine di due mesi, cui il governo italiano rispose garantendo il proprio impegno ad adeguarsi alle indicazioni fornite. La Commissione, constatato il perdurante ritardo del governo italiano rispetto all'adozione delle modifiche necessaria e la mancata presentazione in Parlamento di qualsiasi proposta di riforma dell'istituto, decise di presentare ricorso alla Corte.

Secondo la Commissione, la disciplina italiana ostacolava e scoraggiava l'esercizio delle libertà fondamentali garantite dai trattati. Infatti, i poteri speciali non erano accompagnati da adeguate garanzie in merito all'applicazione non discriminatoria, alla giustificazione inerente motivi imperativi di interessi generali, all'idoneità a garantire il raggiungimento dell'obiettivo perseguito e, infine, al principio di proporzionalità. In particolare, le disposizioni non indicavano criteri, circostanze o finalità che avrebbero consentito l'esercizio dei poteri speciali¹⁴³.

¹⁴² In commento della sentenza, v. E. FRENI, *L'incompatibilità con le norme comunitarie della disciplina sulla golden share – commento*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 11/2001, pp. 1145 ss.

¹⁴³ Sul tema, M. RAMAJOLI, *Il controllo della Corte dei Conti sugli enti pubblici economici trasformati in società per azioni*, in *Diritto Amministrativo*, n. 2/1995, pp. 203 ss., sosteneva, ancor prima dell'intervento della Commissione Europea e della Corte di Giustizia, come la disciplina italiana sulla golden share fosse rivolta a tutelare “qualsiasi generico” obiettivo di politica economica e industriale e potesse essere esercitata “senza dover specificare i criteri seguiti nelle proprie decisioni e così l'esercizio del potere direttivo ai fini della funzionalizzazione agli interessi pubblici dell'attività delle società non si trova a rispondere ai moduli tradizionali

Del resto, il legislatore italiano, quale giustificazione inerente motivi imperativi di interessi generali, pose il vincolo degli “*obiettivi nazionali di politica economica e industriale*”. Tuttavia, tale formulazione venne ritenuta eccessivamente generica, nonché non coerente le finalità di ordine pubblico, pubblica sicurezza e sanità pubblica ammesse dall’art. 56 TFUE.

Il governo italiano non contestò l’incompatibilità della disciplina con il diritto dei trattati. Anzi, confermò l’impegno di adeguarsi alle indicazioni della Commissione e, a tal fine, evidenziò l’adozione di alcuni provvedimenti di adeguamento. Tuttavia, tali provvedimenti, in quanto adottati oltre il termine di ultimo previsto dalla Commissione, non poterono essere ritenuti in considerazione ai fini del giudizio. La Corte, dunque, ritenendo la disciplina italiana sull’azione dorata in contrasto con, addirittura, tutte le condizioni poste dai trattati, condannò la Repubblica Italiana.

Il legislatore italiano intervenne così sulla disciplina dell’azione dorata per adeguarla ai principi dei trattati, evitare ulteriori condanne e salvaguardare l’esercizio dei propri poteri speciali. La prima riforma avvenne con l’adozione della legge 23 dicembre 1999, n. 488, cioè con la legge finanziaria per l’anno 2000 relativa al bilancio annuale e pluriennale dello Stato. La legge consentiva l’introduzione dei poteri speciali “*esclusivamente per rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all’ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa*” e “*nel rispetto dei principi dell’ordinamento interno e comunitario*”. I poteri speciali dovevano altresì essere introdotti in modo proporzionale alla tutela degli interessi pubblici così individuati, anche per i limiti temporali, e nel rispetto del principio di non discriminazione.

L’individuazione dei criteri di esercizio dei poteri speciali veniva rinviata ad un Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica e del Ministro dell’industria, del commercio e dell’artigianato. A tal fine venne adottato il D.P.C.M. 11 febbraio 2000 che, prima ancora di disciplinare i criteri di esercizio, identificava nuovamente la finalità dei poteri speciali nella salvaguardia degli interessi vitali dello Stato per “*motivi di interesse generale, in particolare*

di azione amministrativa, ma si presenta in forme ibride che non facilitano l’espletamento della funzione di controllo”.

con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa” e “nel rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario”.

In primo luogo, i criteri di esercizio dei poteri speciali, come disposto dall'articolo 2, venivano basati sul rispetto del principio di non discriminazione, del principio di proporzionalità, anche temporale, e dei motivi imperativi di interesse generale ammessi dai trattati. Tali criteri dovevano poi essere inseriti nelle clausole statutarie delle società interessate.

La normativa imponeva al Ministro dell'economia e delle finanze di esercitare i poteri speciali laddove avesse ritenuto sussistente: a) l'assenza di trasparenza e incertezza in merito alla titolarità delle partecipazioni rilevanti *“ai fini del controllo, diretto o indiretto, della società”* e *“degli obiettivi e dei programmi industriali dell'acquirente”* rilevanti ai fini dei criteri imperativi previsti; b) la compromissione delle liberalizzazioni, incoerenti con la scelta di privatizzazione della società interessata o determinazione di situazioni di conflitti di interessi pregiudizievoli per il perseguimento, da parte della società interessata, delle finalità di interesse pubblico; c) la determinazione, per la società interessata, di rischi oggettivi di infiltrazione di organizzazioni criminali o di coinvolgimento in attività illecite; d) lesività della conservazione dei poteri speciali; e) la determinazione di *“consistenti pericoli di grave pregiudizio”* per i motivi imperativi di interesse generale previsti. I pericoli di grave pregiudizio di cui alla lett. e) potevano riguardare anche: a) l'autonomia e la sicurezza dell'approvvigionamento di materie prime e beni essenziali per la collettività; b) la continuità dei servizi pubblici essenziali e la sicurezza dei loro impianti e reti; c) lo *“sviluppo dei settori tecnologicamente avanzati”*.

Nonostante l'intervento di riforma, la disciplina dell'azione dorata venne nuovamente censurata in occasione della sentenza del 2 giugno 2005, causa C-174/04. Nel frattempo, il legislatore italiano, convertendo il D.L. del 25 maggio 2001, n. 192, nella legge 20 luglio 2001, n. 301, disponeva la sospensione automatica dei diritti di voto inerenti alle azioni eccedenti il limite del 2% del capitale sociale di società operanti nei settori dell'elettricità e del gas, laddove l'acquirente fosse un soggetto controllato, direttamente o indirettamente, da uno Stato o una pubblica amministrazione titolari, nel proprio mercato, di una posizione dominante e non quotati in mercati regolamentati.

Secondo il governo italiano, la sospensione automatica dei diritti di voto delle azioni superiori al 2% del capitale sociale risultava *“l'unico strumento atto a tutelare il mercato italiano da forme di investimento non rispondenti ai criteri della libera concorrenza”*. A seguito

del parere motivato emesso in data 11 luglio 2003, con obbligo di conformazione entro il termine di 2 mesi, la Commissione, non avendo ricevuto risposta dal governo italiano, decise di proporre ricorso dinanzi la Corte.

Secondo la Commissione, in quanto comportante l'impossibilità di partecipare alla gestione della società, il meccanismo automatico di sospensione del diritto di voto dissuadeva gli investitori dall'acquisto di partecipazioni nelle società operanti nei settori dell'energia elettrica e del gas. Inoltre, la misura avrebbe introdotto una distorsione nel mercato italiano e, così, anche nel mercato comunitario.

Il governo italiano, invece, sosteneva la conformità della misura rispetto a talune direttive comunitarie che introducevano simili misure e alla comunicazione della Commissione del 13 marzo 2002 sul "*Completamento del mercato interno dell'energia*". In secondo luogo, il rispetto del principio di proporzionalità veniva garantito dall'applicabilità della misura nei soli confronti delle imprese controllate da un soggetto pubblico e detentrici, nel loro mercato, di una posizione dominante.

A giudizio della Corte, i poteri speciali così disciplinati risultavano in contrasto con il diritto comunitario. In primo luogo, la soglia del 2%, nonostante fosse finalizzata ad evitare distorsioni della concorrenza, non risultava sufficiente per determinare la gestione delle imprese operanti nei settori dell'energia elettrica e del gas, cioè non risultava proporzionale al fine perseguito. La misura, invece, produceva l'effetto di dissuadere le imprese pubbliche degli altri Stati membri dall'acquistare azioni in tali società. Inoltre, i trattati non consentivano distinzioni tra imprese titolari di una posizione dominante nel proprio mercato nazionale e non. La misura non risultava neppure giustificata dai motivi di ordine pubblico, sicurezza pubblica e sanità pubblica.

Secondo il governo italiano, la normativa risultava necessaria per garantire la fornitura di energia elettrica sul territorio italiano. La Corte, pur ritenendo la motivazione valida, purché a determinate condizioni, ritenne non provato "*in che termini la restrizione dei diritti di voto che si rivolge solo a una specifica categoria di imprese pubbliche sia indispensabile al fine di conseguire lo scopo di cui trattasi*".

Il governo italiano, dunque, a seguito dell'ulteriore condanna per inadempimento in merito alla normativa italiana sui poteri speciali, intervenne nuovamente mediante l'adozione della legge 24 dicembre 2003, n. 350, cioè con la legge finanziaria per l'anno 2004 relativa alla

formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato. La disciplina introdusse l'obbligo di motivazione *“in relazione al concreto pregiudizio arrecato dall'operazione agli interessi vitali dello Stato”*. Inoltre, venne espressamente prevista la possibilità di proporre impugnazione avverso il provvedimento di esercizio dei poteri speciali, entro sessanta giorni e dinnanzi al Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio.

Venne altresì introdotta la facoltà di esercitare, entro dieci giorni dalla manifestazione, il potere di opposizione all'acquisto di partecipazioni rilevanti e alla conclusione di patti parasociali ogni qualvolta fosse sorta *“l'esigenza di tutelare sopravvenuti motivi imperiosi di interesse pubblico”*. Infine, venne abrogato il riferimento agli obiettivi nazionali di politica economica e industriale. L'individuazione dei criteri di esercizio dei poteri speciali veniva poi rinviata all'adozione di un Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, limitandone l'utilizzo ai soli casi di pregiudizio per gli interessi vitali dello Stato.

In tal senso, venne adottato il D.P.C.M. 10 giugno 2004 e, all'articolo 1, ammesso l'esercizio dei poteri speciali *“esclusivamente ove ricorrano rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione”*

Le circostanze che potevano consentire l'esercizio dei poteri speciali, disposte al successivo art. 2, riguardavano i pericoli gravi ed effettivi inerenti: a) le carenze di approvvigionamento di prodotti petroliferi, energetici, materie prime e beni essenziali alla collettività e un livello minimo dei servizi di telecomunicazione e trasporto; b) la continuità di svolgimento degli obblighi inerenti il servizio pubblico e il perseguimento delle finalità di interesse pubblico affidate alle società interessate; c) la difesa nazionale, la sicurezza militare, l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica; d) le emergenze sanitarie. Inoltre, per adeguare l'esercizio dei poteri speciali al principio di proporzionalità, questi potevano essere esercitati anche in forma condizionata.

Il decreto superava altresì l'ambiguità rispetto all'atto di esercizio di poteri speciali, prevedendo che questo dovesse consistere in un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, adottato in intesa con il ministro delle attività produttive.

La Corte di Giustizia¹⁴⁴ intervenne nuovamente sulla disciplina italiana della golden share mediante la causa C-326/07 del 26 marzo 2007. La Commissione Europea, in data 6 febbraio 2003, cioè ancor prima dell'intervento di modifiche legislative successive alla sentenza di condanna relativa alla causa C-174/04, decise di avviare un procedimento diretto all'accertamento dell'inadempimento per violazione dei principi dei trattati in merito alle condizioni di esercizio dei poteri speciali. Nel frattempo, la Repubblica Italiana, mediante l'adozione della legge finanziaria del 23 dicembre 2003, n. 350, e il D.P.C.M. del 10 giugno 2004, intervenne sulla disciplina della golden share per circoscrivere i criteri di esercizio alle disposizioni dei trattati e alle indicazioni provenienti da Commissione e Corte di Giustizia.

La Commissione, tuttavia, ritenendo insufficienti le modifiche introdotte, in data 22 dicembre 2004 inviò lettera di diffida complementare. Il governo italiano replicò con lettera del 20 maggio 2005 e la Commissione, non condividendo le motivazioni addotte dall'esecutivo italiano, in data 18 ottobre 2005 adottò parere motivato con obbligo di conformazione entro il termine di due mesi per le sole disposizioni contenute nel D.P.C.M. del 10 giugno 2004. In risposta al parere, il governo italiano, anziché adeguarsi alle indicazioni, ritenne di contestarne il contenuto e, di conseguenza, la Commissione presentò il ricorso alla Corte.

Secondo la Commissione, i criteri stabiliti dal D.P.C.M. del 10 giugno 2004 non circoscrivono sufficientemente i casi di esercizio dei poteri speciali e, in tal modo, gli investitori venivano dissuasi dall'effettuare investimenti negli ambiti dei poteri speciali. In particolare, i pericoli gravi ed effettivi inerenti le carenze di approvvigionamento di prodotti petroliferi, energetici, materie prime e beni essenziali alla collettività e un livello minimo dei servizi di telecomunicazione e trasporto, risultavano eccessivamente “*numerose, indeterminate e*

¹⁴⁴ In commento alla sentenza, v. I. DEMURO, *La necessaria oggettività per l'esercizio dei poteri previsti dalla golden share*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 4/2009, pp. 640 ss.; G. DE ROSA, *La Corte di Giustizia condanna i criteri di esercizio della golden share*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 6/2009, pp. 1649 ss.; B. NASCIMBENE, *Norme nazionali sulle golden shares e diritto comunitario*, in *Il Corriere Giuridico*, n. 8/2009, pp. 1017 ss.; C. SAN MAURO, *La disciplina della golden share dopo la sentenza della Corte di Giustizia c-326/07*, in *Concorrenza e Mercato*, n. 1/2010, pp. 409 ss.; e L. SCIPIONE, *La “golden share” nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Le Società*, n. 7/2010, pp. 855 ss.

indeterminabili". I criteri di esercizio così circoscritti – prosegue la Commissione – consentivano un uso discrezionale dei poteri speciali.

La Commissione, oltre alla prevedibilità, contestò anche la proporzionalità e la necessità dei poteri speciali così modificati. Infatti, gli Stati membri possono apporre restrizioni alla libertà di circolazione dei capitali e al diritto di stabilimento purché: a) non esistano disposizioni comunitarie che consentano di raggiungere tale finalità; b) la misura adottata non vada oltre quanto strettamente previsto per il raggiungimento dell'obiettivo prefissato. La condizione di cui alla lett. a) non sarebbe stata rispettata dal governo italiano in quanto, nei settori coinvolti, vennero adottate direttive comunitarie contenenti provvedimenti volti a tutelare gli approvvigionamenti minimi.

Secondo la Commissione, il governo italiano non avrebbe dimostrato in quale modo tali direttive, a contrario dei poteri speciali, non assicuravano l'approvvigionamento minimo. Il governo italiano, oltre a limitarsi a contestare la sussistenza della proporzionalità e della necessità dei poteri speciali, non dimostrò il nesso di causalità intercorrente tra la necessità di assicurare approvvigionamenti minimi e il controllo dell'azionariato e la gestione dell'impresa.

Secondo il governo italiano, le censure della Commissione riguardavano le misure introdotte con il Decreto Legge n. 332 del 1994, non oggetto di giudizio, e non quelle introdotte con D.P.C.M. del 2004, sicché la Corte avrebbe dovuto rigettare il ricorso. Inoltre, richiamando alcuni precedenti della stessa Corte, poiché una questione può essere esaminata alternativamente sotto il profilo della libertà di circolazione dei capitali oppure del diritto di stabilimento, avendo la Commissione fondato le censure sulla libertà di circolazione dei capitali, il governo italiano, ritenendo le misure inerenti il diritto di stabilimento, non riteneva il ricorso meritevole di accoglimento.

Il governo italiano contestò altresì – senza formulare indicazioni o prove in senso contrario – le censure inerenti il carattere discrezionale e la proporzionalità delle misure introdotte. Inoltre, il requisito della necessità sarebbe stato in ogni caso soddisfatto dal principio di sussidiarietà relativo alla maggior efficacia del provvedimento nazionale, rispetto a quello comunitario, per le situazioni inerenti pericoli gravi e concreti per gli interessi vitali dello Stato. In secondo luogo, le direttive comunitarie, non intervenendo su tutti i settori considerati, legittimavano l'adozione di provvedimento nazionali sui settori esclusi.

Infine, il governo italiano riteneva fondata la censura inerente la mancata previsione dei casi concreti di esercizio dei poteri speciale, senonché tale individuazione sarebbe stata possibile esclusivamente rispetto a situazioni concrete. Di conseguenza, non risultava possibile circoscrivere e determinare i casi di esercizio dei poteri speciali in misura maggiore di quanto previsto con il D.P.C.M. del 2004.

La Corte ritenne ammissibile il ricorso presentato dalla Commissione, in quanto avente ad oggetto, differentemente da quanto sostenuto dal governo italiano, i soli criteri indicati dal D.P.C.M. del 2004. Le disposizioni oggetto del giudizio, osservò la Corte, dovevano essere esaminate, coerentemente con quanto previsto nel ricorso della Commissione, sotto entrambi i profili della libertà di circolazione dei capitali e del diritto di stabilimento.

Per quanto riguarda i criteri di esercizio dei poteri speciali, secondo la Corte, le finalità introdotte dal governo italiano potevano giustificare le restrizioni alle libertà fondamentali garantite dai trattati. Tuttavia, poiché il principio di proporzionalità impone altresì l'idoneità della misura al raggiungimento degli obiettivi prefissati, tale requisito venne ritenuto non soddisfatto per mancanza di un nesso tra i criteri stabiliti e i poteri esercitabili. In questo senso, a titolo esemplificativo, l'acquisizione di azioni che rappresentino oltre il 5% del capitale sociale o conferiscano un'influenza significativa nella società, non possono considerarsi, di per sé, un pericolo sufficientemente grave ed effettivo per la sicurezza degli approvvigionamenti.

La Corte ritenne altresì eccessivamente generica ed imprecisa la formulazione dei criteri di esercizio dei poteri speciali. L'eccessiva genericità e imprecisione comportava discrezionalità nell'esercizio di siffatti poteri e, di conseguenza, una sproporzione tra misure adottabili e obiettivi perseguiti. La Corte sostenne anche che *“la mera enunciazione [...] del decreto del 2004 secondo cui i poteri speciali devono essere esercitati soltanto in conformità con il diritto comunitario non può rendere l'applicazione di siffatti criteri compatibile con quest'ultimo”* e, di conseguenza, *“il carattere generale e astratto dei criteri non è tale da garantire che l'esercizio dei poteri speciali sarà effettuato conformemente ai requisiti di diritto comunitario”*.

Infine, nonostante il provvedimento di esercizio dei poteri speciali fosse sottoponibile a controllo giurisdizionale, i poteri speciali risultavano comunque caratterizzati da discrezionalità e sproporzione tali da renderli incompatibili con le disposizioni dei trattati e, dunque, nel concreto, non soggetti ad un sindacato giurisdizionale effettivo.

Tali considerazioni condussero, dunque, a dichiarare il potere di opposizione all'acquisizione di partecipazioni rilevanti in contrasto con la libertà di circolazione dei capitali e il potere di veto all'adozione di determinate delibere in contrasto con il diritto di stabilimento.

A seguito della condanna, il governo italiano, mediante D.P.C.M. del 20 maggio 2010, abrogò le disposizioni contenute nell'articolo 2 nel D.P.C.M. del 10 giugno 2004. In questo modo, i poteri speciali rimanevano ancorati ai soli criteri previsti dal precedente articolo 1, cioè i *“rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione”*.

La Commissione Europea, di conseguenza, il 24 novembre 2011 decise di avviare una nuova procedura di infrazione nei confronti dell'Italia avente ad oggetto disciplina dei poteri speciali come originariamente prevista dal Decreto-Legge del 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modifiche, nella Legge 30 luglio 1994, n. 474.

In questo contesto si inserisce il progetto di riforma complessivo dei poteri speciali dello Stato, cioè i c.d. golden powers. Il rischio di un'ennesima condanna da parte della Corte di Giustizia ha così portato il legislatore italiano a riformare l'assetto complessivo dell'istituto e trasformarlo da istituto particolare nei confronti di imprese tassativamente individuate a meccanismo generale di screening degli investimenti esteri in entrata. Gli interventi della Commissione Europea e della Corte di Giustizia, dunque, se da un lato hanno circoscritto la disciplina della golden share alle libertà garantite dai trattati, dall'altro lato hanno determinato un totale cambio di paradigma dell'assetto dei poteri speciali, estendendolo anche a settori e imprese prima non considerati¹⁴⁵.

¹⁴⁵ In questo senso, tra i tanti, E. FRENI, *Golden share: raggiunta la compatibilità con l'ordinamento comunitario? - Il commento*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 1/2013, pp. 25 ss., rileva che *“rispetto alla normativa precedente la nuova disciplina ha un ambito soggettivo di applicazione più ampio che tocca non solo le società privatizzate, ma tutte le società, siano esse pubbliche o private, operanti nei settori considerati dal decreto-legge”*. Così, anche G. NAPOLITANO, *Diritto amministrativo e transizioni del sistema politico italiano*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n.6/2024, pp. 793 ss., ritiene che il sistema di screening degli investimenti esteri, rispetto al passato, abbia attribuito al governo dei poteri *“inediti e ad ampio raggio”*.

CAPITOLO IV

LA DISCIPLINA NAZIONALE IN MATERIA DI CONTROLLO DEGLI INVESTIMENTI ESTERI: I GOLDEN POWERS

Paragrafo 1

La disciplina dei poteri speciali: dal decreto legge n. 21/2012 alla legge n. 4/2026.

A seguito della procedura di infrazione n. 2009/2255, il legislatore italiano ha riformato complessivamente l'istituto dei poteri speciali¹⁴⁶, rinunciando così ad un ulteriore tentativo di adeguamento della disciplina della golden share alle disposizioni dei trattati. I poteri speciali dello Stato sono passati così dalla forma della golden share, inserita negli statuti di alcune imprese privatizzate, alla forma del golden power, quale strumento generale di screening degli investimenti esteri¹⁴⁷.

La disciplina del golden power, introdotta mediante il Decreto legge del 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modificazioni in Legge 11 maggio 2012, n. 56, recante “*Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale*,”

¹⁴⁶ In questo senso, L. FIORENTINO, *Verso una cultura del golden power*, in Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence, 2019, pp. 20 ss. ritiene che l'introduzione del golden power abbia “*spostato completamente l'asse dell'intera disciplina*” e segnato “*il passaggio da uno Stato imprenditore a uno Stato supervisore*”.

¹⁴⁷ In argomento, L. TORCHIA, *Politica industriale e regolazione*, in Rivista della Regolazione dei mercati, n. 1/2015, pp. 1 ss., mette in luce come, mediante l'introduzione della disciplina del golden power, il governo “*ha così acquisito ampi poteri di veto, intervento, controllo e direzione su un numero di imprese assai superiore rispetto a quelle in cui era presente come azionista. Questi poteri non sono più speciali perché attribuiti ad un azionista speciale, ma sono speciali nel senso classico del diritto amministrativo: con essi si è attribuito al governo un potere “esorbitante”, perché non disponibile in alcuna misura nel diritto societario, anche in quanto la sua fonte giustificativa sta nella valutazione discrezionale dell'interesse pubblico e i modi di esercizio sono quelli tipici della decisione politico-amministrativa*”.

In senso contrario, C. SAN MAURO, *I poteri speciali del governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici: dalla golden share ai golden powers*, in Foro Amministrativo, n. 11/2015, pp. 2951 ss., ritiene il golden power “*uno strumento più soft rispetto alla golden share, ma con un ambito applicativo potenzialmente più vasto*”.

nonchè per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni", è stata oggetto di numerosi interventi legislativi¹⁴⁸. Il legislatore ha così

¹⁴⁸ Il legislatore ha posto in essere sette interventi di riforma nell'arco di meno di dieci anni. Così, sono stati adottati: a) il decreto legge 16 ottobre 2017, n. 148, recante "*disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili*", convertito con modificazioni nella legge 4 dicembre 2017, n. 172; b) il decreto legge 25 marzo 2019, n. 22, recante "*misure urgenti per assicurare sicurezza, stabilità finanziaria e integrità dei mercati, nonché tutela della salute e della libertà di soggiorno dei cittadini italiani e di quelli del Regno Unito, in caso di recesso di quest'ultimo dall'Unione europea*", convertito con modificazioni nella legge 20 maggio 2019, n. 41; c) decreto legge 21 settembre 2019, n. 105, recante "*Disposizioni urgenti in materia di perimetro di sicurezza nazionale cibernetica*", convertito con modificazioni nella legge 18 novembre 2019, n. 133; e) decreto legge 8 aprile 2020, n. 23, recante "*Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*", convertito con modificazioni nella legge 5 giugno 2020, n. 40; f) decreto legge 10 agosto 2023, n. 104, recante "*disposizioni urgenti a tutela degli utenti, in materia di attività economiche e finanziarie e investimenti strategici*", convertito con modificazioni nella legge 9 ottobre 2023, n. 136; g) legge di conversione 15 gennaio 2026, n. 4, del decreto legge 21 novembre 2025, n. 175, recante "*Misure urgenti in materia di Piano Transizione 5.0 e di produzione di energia da fonti rinnovabili*". Oltre a tali interventi, si sono succeduti numerosi Decreti del Presidente del Consiglio dei Ministri recanti disciplina di dettaglio della normativa primaria. Sul tema, A. SANDULLI, *La febbre dei golden power*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3/2022, pp. 743 ss., sostiene che "*l'espansione del golden power non pare destinata a sfiorire, ma a svilupparsi e razionalizzarsi, tenuto anche conto delle crescenti tensioni geopolitiche*". Sull'evoluzione della disciplina normativa v. R. CHIEPPA – C. D. PIRO, *Dal D.L. n. 21/2012 al D.L. n. 21/2022 e agli ultimi interventi normativi*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 21 ss.

Così F. PRENESTINI, *Golden power: una tela di Penelope?*, in *Rivista delle Società*, n. 2-3/2022, pp. 667 ss., in ragione dei continui e frequenti interventi legislativi, ritiene la disciplina del golden power una "*tela di Penelope, ossia un'opera oggetto di frequenti ripensamenti e perennemente incompiuta*".

ampliato notevolmente il perimetro di applicazione¹⁴⁹ e, al contempo, reso la disciplina disorganica, instabile e iper-regolata¹⁵⁰.

I poteri speciali del governo, in ragione della loro pervasività sull'iniziativa economica privata garantita dall'art. 41 Cost., pongono alcuni dubbi di costituzionalità della disciplina¹⁵¹. In realtà, i poteri speciali, in quanto volti a salvaguardare alcuni interessi pubblici essenziali, nonché la sovranità e l'indipendenza dello Stato, trovano il loro fondamento costituzionale nel secondo comma dell'art. 41 Cost. Infatti, l'iniziativa economica privata *“Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana”*. Inoltre, mediante riserva di legge vengono poi individuati *“[...] i controlli opportuni perché l'attività economica [...] privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali”*¹⁵².

In secondo luogo, la disciplina golden power incide altresì sul diritto di proprietà privata garantito dall'art. 42 Cost. Infatti, se *“la proprietà privata è riconosciuta e garantita dalla legge”*¹⁵³ e *“il proprietario ha diritto di godere e disporre delle cose in modo pieno ed esclusivo”*¹⁵⁴, l'esercizio dei poteri speciali incide sul potere di disporre dei beni oggetto di

¹⁴⁹ Sul tema L. TORCHIA, *I mercati e la loro disciplina: il bilancio di un decennio*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2024, pp. 315 ss., evidenzia come il golden power in Italia abbia *“ormai assunto le caratteristiche di uno strumento ordinario di gestione dell'economia e non più straordinario”*.

Sull'ampiezza e la pervasività del golden power Sacco Ginevri A., *I “Golden powers” nei settori strategici dell'economia*, in *Federalismi*, n. 22/2016, ritiene che *“l'attuale assetto normativo in materia di golden powers si sia spinto sino a rendere lo Stato interlocutore privilegiato al tavolo delle trattative fra privati ogni qual volta un'operazione abbia ad oggetto attività economiche strategiche per il Paese”*

¹⁵⁰ Così, L. BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2023, pp. 103 ss.

¹⁵¹ Sull'interpretazione dei limiti e delle condizioni dell'intervento pubblico nell'economia e nella libertà di iniziativa economica privata v. M. RAMAJOLI, *La regolazione amministrativa dell'economia e la pianificazione economica nell'interpretazione dell'art. 41 della Costituzione*, in *Diritto Amministrativo*, n. 1/2008, pp. 121 ss.

¹⁵² Cfr. Articolo 41, secondo comma, Costituzione.

¹⁵³ Cfr. Articolo 42, comma secondo, Costituzione.

¹⁵⁴ Cfr. Articolo 832 codice civile.

provvedimenti golden power¹⁵⁵. Tuttavia, la Costituzione, mediante riserva di legge, rimette l'individuazione di limiti alla proprietà privata “*allo scopo di assicurarne la funzione sociale [...]*”.

Le limitazioni alla libertà di iniziativa economica privata e alla proprietà privata poste dai poteri speciali, dunque, trovano il loro fondamento costituzionale nell'utilità-funzione sociale, cioè da intendersi come il “*complessivo benessere della popolazione sotto molteplici profili*”¹⁵⁶.

La giurisprudenza, inoltre, riconduce il fondamento costituzionale dei poteri speciali altresì alla salvaguardia e all'effettività del “*principio costituzionale supremo*”¹⁵⁷ di cui all'art. 1, comma secondo, Cost. In questo modo, il golden power consente di preservare il principio di sovranità popolare, altrimenti pregiudicato da acquisizioni di asset fondamentali per la collettività nazionale.

¹⁵⁵ Così, si immagini le ipotesi di veto al trasferimento d'azienda ovvero all'acquisto di partecipazioni. In questo senso, il provvedimento golden power comporta una riduzione della “pienezza” del potere di disporre della propria azienda ovvero delle proprie partecipazioni.

¹⁵⁶ Così, M. CAVINO – L. CONTE, *Istituzioni di diritto pubblico*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2021, pp. 540 ss., vengono menzionati nel concetto di “*utilità sociale*” la tutela della salute e gli altri diritto costituzionalmente garantiti.

¹⁵⁷ Cfr. Consiglio di Stato, IV sezione, 9 gennaio 2023, n. 289.

I settori di applicazione del golden power sono individuati in: a) difesa e sicurezza nazionale¹⁵⁸; b) energia; c) trasporti; d) comunicazioni¹⁵⁹; e) tecnologia 5G¹⁶⁰. Oltre a questi, debbono essere considerati i settori introdotti dal Regolamento (UE) 2019/452. Così,

¹⁵⁸ Sul regime dei poteri speciali nel settore della difesa e della sicurezza nazionale cfr. S. DE NITTO, *Il golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale: alla ricerca di un delicato equilibrio*, in *Diritto Amministrativo* n. 2/2022, pp. 553 ss.; R. URSI – M. MATASSA, *Difesa e sicurezza nazionale*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 105 ss.; B. VALENSISE, *I settori della difesa e della sicurezza nazionale*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 47 ss.

¹⁵⁹ Sui poteri speciali nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni v. M. CAPITANIO – L. BACCARO, *Comunicazioni*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 185 ss.; P. CIRIELLI, *I settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni di cui all'art. 2, comma 1, D.L. n. 21/2012*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 75 ss.; P. DEL VECCHIO – A. GIORDANO, *Il golden power nel settore dell'energia*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 147 ss.; F. MARTINI, *La sicurezza nazionale nel libero mercato globalizzato. Focus sul settore delle comunicazioni*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 4/2024, pp. 697 ss.; S. SCREPANTI, *Il golden power nel settore dei trasporti*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 161 ss.; e E. ZAMPETTI, *Infrastrutture e golden power*, in *Diritto Amministrativo*, n.1/2025, pp. 177 ss.

¹⁶⁰ Sulla disciplina dei poteri speciali nel settore delle tecnologie 5G v. M. CAPITANIO – L. BACCARO, *Tecnologia 5G*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 129 ss.; P. CIRIELLI, *Profili procedurali*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 379 ss.; M. CLARICH, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 115 ss.; R. TUCCILLO, *Le reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 343 ss.

costituiscono settori strategici¹⁶¹ altresì: a) le infrastrutture critiche, fisiche o virtuali, tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie, e le strutture sensibili, i terreni e gli immobili fondamentali per l'utilizzo delle infrastrutture considerate; b) le tecnologie critiche e prodotti a duplice uso quali definiti Regolamento (CE) n. 428/2009 del Consiglio, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, le nanotecnologie e le biotecnologie; c) la sicurezza nell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia, le materie prime e la sicurezza alimentare; d) l'accesso a informazioni sensibili, tra cui i dati personali o la capacità di controllare tali informazioni; e) la libertà e il pluralismo dei media.

Le attività di rilevanza strategica debbono poi essere concretamente individuate mediante Decreti del Presidente del Consiglio dei Ministri¹⁶², anche in deroga all'art. 17 della legge 23 agosto 1988, n. 400. Al fine di mantenere aggiornato l'elenco delle attività strategiche, la costituzione di imprese che svolgono attività di rilevanza strategica o che detengono attivi di

¹⁶¹ B. ARGOLAS, *Il golden power tra Stato e mercato*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 6/2022, pp. 721 ss. ritiene che l'ampliamento del golden power avvenuto mediante il Regolamento (UE) 2019/452 abbia "rivoluzionato la nozione di strategicità".

Sui settori strategici introdotti dal Regolamento (UE) 2019/452 v. L. ARNAUDO, *Altri settori rilevanti: salute, agroalimentare, materie prime*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 207 ss.; L. V. M. SALAMONE, *La disciplina giuridica dei poteri speciali dello Stato per la tutela delle attività e degli asset di rilevanza strategica nel settore spaziale e aerospaziale*, in *Federalismi*, n. 32/2025, pp. 182 ss.; G. SCORZA, *Golden power e dati personali*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 401 ss.; e B. VALENSISE, *I nuovi settori di cui all'art. 2, comma 1-ter, del D.L. n. 21/2012*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 101 ss.

¹⁶² Così, Il Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 6 giugno 2014, n. 108, individua le attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale. Infine, il Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 18 dicembre 2020, n. 179, individua i beni e i rapporti di interesse nazionale dei settori strategici considerati dal Regolamento (UE) 2019/452. Il Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 23 dicembre 2014, n. 180, individua gli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni.

rilevanza strategica deve essere notificata alla Presidenza del Consiglio dei Ministri. I D.P.C.M. debbono poi essere aggiornati con cadenza almeno triennale e individuare le delibere, gli atti e le operazioni esenti dall'applicazione dei poteri speciali.

L'esercizio dei poteri speciali viene subordinato alla presenza di una “*minaccia di grave pregiudizio per gli interessi*” essenziali e strategici dello Stato¹⁶³. Le tipologie di poteri speciali¹⁶⁴ consistono in: a) imposizione di condizioni o prescrizioni; b) veto all'adozione di delibere, atti e operazioni; c) veto all'acquisto di partecipazioni in grado di compromettere gli interessi essenziali dello Stato ovvero di determinare il controllo della società.

¹⁶³ G. SCARCHILLO – A. IMPERIA, *Golden powers: una terza via per l'intervento pubblico in mercati internazionali strategici*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 3/2023, pp. 591 ss., e L. SCIPIONE, *Il golden power come strumento attivo per una politica industriale “sostenibile”*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 4/2024, pp. 838 ss. ritengono il golden power come uno strumento ordinario di gestione dell'economia, utilizzabile anche, tra le tante, per la gestione della politica industriale o delle crisi climatiche. Tale tesi, tuttavia, non può essere condivisa. Infatti, la libertà economica privata garantita dall'art. 41 Cost., il principio di proporzionalità e legalità imposti dai trattati e dalla giurisprudenza comunitaria non consentono di utilizzare il golden power rispetto a situazioni ulteriori a quelle strettamente necessarie ad assicurare la salvaguardia della sovranità e dell'indipendenza dello Stato.

In secondo luogo, come evidenziato, tra i tanti, in 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*, 2022, pp. 2 ss., per non disincentivare gli investimenti esteri, necessari soprattutto in Italia, occorre mantenere il carattere eccezionale dei poteri speciali ovvero non utilizzarli per la gestione ordinaria dei mercati. Così, anche A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 2/2021, pp. 282 ss., evidenzia come il ricorso eccessivo ai golden power possa determinare un “*digiuno di capitali pericoloso per l'intero sistema produttivo*”

¹⁶⁴ Sulle tipologie di poteri speciali esercitabili v. R. TUCCILLO, *Le tipologie di decisioni: le prescrizioni, le raccomandazioni e le verifiche di ottemperanza*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 243 ss.

In argomento A. SANDULLI, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Diritto Pubblico*, n. 2/2020, pp. 405 ss. definisce il golden power come uno strumento “*adattato dall'ordinamento che ne fa uso alle finalità che, di volta in volta, vengono individuate*” e viene “*esercitato attraverso un potere “camaleontico”, i cui mezzi di espressione variano a seconda dell'adattamento al fine*”.

Nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, ai fini della valutazione della minaccia del grave pregiudizio, il governo deve considerare: a) la rilevanza strategica dei beni o delle imprese oggetto di trasferimento; b) l'idoneità dell'assetto, successivo all'operazione, a garantire l'integrità del sistema di difesa e sicurezza nazionale; c) la sicurezza delle informazioni relative alla difesa militare; d) gli interessi internazionali dello Stato; e) la protezione del territorio nazionale, delle infrastrutture critiche e strategiche e delle frontiere.

Il potere di veto all'adozione di delibere, atti o operazioni trova applicazione per le operazioni di: a) modifica della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi strategici; b) fusione, scissione, trasferimento, scioglimento della società, di rami di impresa o di società controllate; c) modifica dell'oggetto sociale oppure di clausole statutarie adottate ai sensi dell'art. 2352, comma terzo, c.c. o dell'art. 3 del D.L. 332/1992; d) cessione di diritti reali o di diritti di utilizzo, assegnazione a titolo di garanzia oppure sottoposizione a vincoli che condizionano l'impiego di beni materiali o immateriali.

Invece, il potere di veto all'acquisto di partecipazioni rilevanti trova applicazione per le acquisizioni poste in essere da soggetti diversi dallo Stato italiano o da soggetti pubblici italiani, anche da questi controllati, effettuate tramite interposta persona o mediante operazioni successive nel tempo. L'esercizio del potere di opposizione all'acquisizione di partecipazioni rilevanti produce la sospensione dei diritti di voto e dei diritti aventi un contenuto diverso da quelli di natura patrimoniale connessi alle partecipazioni rilevanti. La sospensione si applica altresì in caso di esercizio dei poteri speciali nella forma dell'imposizione di condizioni.

Il governo deve esercitare il potere speciale sul fondamento del principio di proporzionalità, cioè non deve andare oltre quanto strettamente necessario ad assicurare i predetti interessi essenziali dello Stato. In questo senso, il potere di veto alle delibere, atti e operazioni può essere esercitato anche nella forma, meno invasiva per l'autonomia dell'impresa, di imposizione di prescrizioni o condizioni specifiche qualora ciò sia sufficiente a tutelare gli interessi essenziali dello Stato.

Inoltre, il principio di legalità impone di non espandere il perimetro di applicazione dei poteri speciali a situazioni o settori non espressamente previsti dalla disciplina normativa.

Nella valutazione della minaccia del grave pregiudizio, il governo deve considerare: a) la capacità dell'acquirente di proseguire regolarmente l'attività; b) l'esistenza di "*motivi oggettivi*" che possono far ritenere sussistenti legami fra acquirente e paesi terzi che non

riconoscono i principi della democrazia, dello Stato di diritto, delle norme di diritto internazionale ovvero che abbiano *“assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale, desunti dalla natura delle loro alleanze, o hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati”*.

Il governo può includere nella valutazione della minaccia del grave pregiudizio altresì: a) i finanziamenti o controllo, diretto o indiretto, dell'acquirente da parte di una pubblica amministrazione di un paese terzo; b) il precedente coinvolgimento dell'acquirente in attività che abbiano inciso sulla sicurezza o sull'ordine pubblico di un altro Stato membro; c) il grave rischio che l'acquirente intraprenda, mediante tali operazioni, attività illegali o criminali.

Il successivo art. 2, comma quinto bis, qualifica le persone, fisiche o giuridiche, come soggetto esterno all'Unione Europea sulla base a criteri formali e sostanziali. In questo senso, il soggetto viene considerato come appartenente all'Unione Europea qualora, oltre alla cittadinanza e alla sede legale in uno Stato membro, abbia altresì il centro di attività principale nell'Unione e non sussistano elementi che possano far ritenere un comportamento elusivo di tali disposizioni.

L'articolo 1 del Decreto Legge 25 marzo 2019, n. 22, ha espanso il perimetro di applicazione dei poteri speciali a settori precedentemente non considerati. Così, al successivo art. 1 bis, sono stati introdotti i poteri speciali inerenti i *“servizi di comunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G, basati sulla tecnologia cloud e altri attivi”*.

Così, l'art. 1 bis prevede, all'interno delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, i *“servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G”*. In questo caso, il governo, anziché individuare le attività di rilevanza strategica mediante D.P.C.M., così come stabilito dall'art. 1, primo comma, ha provveduto mediante decreto legge.

Il secondo periodo rimette l'individuazione di *“ulteriori servizi, beni, rapporti, attività e tecnologie rilevanti ai fini della sicurezza cibernetica, ivi inclusi quelli relativi alla tecnologia cloud”*, ad uno o più Decreti del Presidente del Consiglio dei Ministri, da adottare sentita l'agenzia per la cybersicurezza nazionale¹⁶⁵.

¹⁶⁵ Sul golden power nella salvaguardia della sicurezza cibernetica v. I. DI PIETRO – S. MARI, *Il cloud e gli ulteriori servizi, beni, rapporti, attività e tecnologie rilevanti ai fini della sicurezza cibernetica*, in Chieppa

In questo modo, le imprese che intendono acquisire beni o servizi relativi alla progettazione, realizzazione, manutenzione e gestione agli attivi basati sulla tecnologia 5G o sulle altre tecnologie ad alta intensità, debbono preventivamente notificare un piano annuale di acquisto alla Presidenza del Consiglio dei Ministri¹⁶⁶.

Il piano annuale deve contenere: a) i settori interessati dalla notifica; b) i dati dettagliati sul soggetto notificante, cioè l'acquirente; c) il programma di acquisti; d) i dati dettagliati identificativi dei fornitori, anche potenziali; e) la descrizione dei beni e dei servizi ad alta intensità tecnologica funzionali alle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale; f) un'informativa sui contratti in corso; g) un'informativa sulle prospettive di sviluppo della rete 5G e delle altre tecnologie ad alta intensità; h) un quadro sulle modalità di sviluppo dei sistemi di digitalizzazione del notificante; i) le informazioni sull'adempimento delle condizioni e delle prescrizioni imposte a seguito di precedenti notifiche; l) un'informativa relativa alle eventuali comunicazioni effettuate ai sensi dell'art. 1, comma sesto, lett. a), del D.L. 105/2019 e degli eventuali esiti e prescrizioni; m) un'informativa sui contratti autorizzati relativi ai beni e i servizi basati sulla tecnologia 5G. Oltre a questi, mediante D.P.C.M. possono essere individuati ulteriori contenuti, criteri e modalità di notifica del piano annuale.

In sede di conversione del Decreto legge 21 novembre 2025, n. 175, la legge 15 gennaio 2026, n. 4, ha aggiunto "*modifiche in materia di golden power*". Il legislatore italiano è così intervenuto sulla disciplina del golden power per rimediare alla procedura di infrazione avviata dalla Commissione Europea il 21 novembre 2025.

R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 357 ss.; B. G. MATTARELLA, *I poteri speciali in materia di cybersecurity*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 401 ss.

¹⁶⁶ In argomento A. SANDULLI, *Esercizio dei poteri speciali e sorte dell'impresa strategica*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 4/2023, pp. 463 ss., evidenzia i pericoli distorsivi sul mercato derivanti dalla pervasività dei poteri speciali del settore 5G. Il condizionamento del piano di acquisti annuale all'approvazione del governo, infatti, produce effetti sul mercato di riferimento, sulle valutazioni finanziarie delle aziende notificanti, sugli investitori sui risparmiatori. In questo modo, "*lo Stato diviene co-gestore e co-decisore delle strategie aziendali e delle attività imprenditoriali*" e, così, "*il governo è legittimato a passare ai raggi X l'intera gestione aziendale, con poteri forti di incisione sulle decisioni strategiche dell'impresa*".

La novella ha coordinato la disciplina dei poteri speciali con le discipline settoriali applicabili al settore finanziario, creditizio e assicurativo. Così, qualora la delibera, l'atto o l'operazione dell'impresa operante in tali settori sia soggetta all'autorizzazione di autorità amministrative europee, i poteri speciali non possono essere esercitati fintantoché non siano stati completati tali procedimenti. Inoltre, i termini di notifica e procedimentali non iniziano a decorre fino alla conclusione di tali procedimenti.

L'art. 2 bis, invece, disciplina la collaborazione tra la Presidenza del Consiglio dei Ministri e le autorità amministrative di settore ai fini dell'esercizio dei poteri speciali. Le autorità amministrative coinvolte sono: a) la Banca d'Italia; b) la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); c) l'Autorità di Regolazione dei Trasporti (ART); d) l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM); e) l'Autorità per le garanzie nelle Comunicazioni (AGCOM); l'Autorità di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente (ARERA). Nella collaborazione con la Presidenza del Consiglio dei Ministri, individuata nel gruppo di coordinamento istituito dall'art. 3 del D.P.C.M. 6 agosto 2014, le autorità amministrative non possono opporre il segreto d'ufficio.

Il gruppo di coordinamento può richiedere documenti e informazioni utili ai fini dell'esercizio dei poteri speciali anche alle pubbliche amministrazioni, enti pubblici e privati, imprese e soggetti terzi che siano in possesso di tali documenti o informazioni. A tal fine, la Presidenza del Consiglio dei Ministri può stipulare convenzioni o protocolli di intesa con istituti, enti di ricerca o altre amministrazioni. A tal proposito, negli ultimi anni sono stati istituiti centri di ricerca, nazionali e sovranazionali, anche privati, aventi ad oggetto attività di studio e ricerca in tema di golden power¹⁶⁷.

Inoltre, la Presidenza del Consiglio dei Ministri, nell'esercizio delle funzioni inerenti i poteri speciali, può collaborare con la Guardia di Finanza. La collaborazione con la Guardia di Finanza risulta utile ai fini della raccolta di informazioni relative ai soggetti coinvolti nell'operazione rilevante ai sensi del golden power e, in secondo luogo, al monitoraggio

¹⁶⁷ Sul punto, tra gli altri, v. Osservatorio Golden Power, CELIS Institute (Common European Law on Investment Screening Institute) e Fondazione Praexidia.

dell'ottemperanza delle imprese relativa alle prescrizioni governative inerenti i poteri speciali¹⁶⁸.

L'art. 4 contiene la clausola di invarianza finanziaria, in virtù della quale dall'attuazione della disciplina del golden power non possono derivare maggiori o nuovi oneri a carico del bilancio dello Stato. La norma prevede altresì che tutte le attività inerenti i poteri speciali debbono essere svolte dalle pubbliche amministrazioni nell'ambito delle risorse – umane, finanziarie e strumentali – disponibili “*a legislazione vigente*”.

Tale scelta, in questo caso, non può che suscitare alcune perplessità¹⁶⁹. Occorre chiedersi come possa essere efficacemente attuata una disciplina che prevede attività così articolate e penetranti senza che ciò comporti maggiori o nuovi oneri. Il legislatore vuole perseguire le finalità di tutela degli interessi fondamentali per la salvaguardia dell'indipendenza della sovranità e dell'indipendenza dello Stato senza apposite risorse economiche. Così, le dotazioni finanziarie destinate alle attività inerenti i poteri speciali sono solo quelle – eventualmente – previste dall'annuale legge di bilancio. Il legislatore avrebbe potuto, invece, imporre al governo una revisione e un aggiornamento delle risorse a ciò destinate con cadenza almeno pluriennale.

¹⁶⁸ La disposizione rimanda, infatti, ai poteri e ai limiti previsti dall'art. 2 del Decreto legislativo 19 marzo 2001, n. 68, e dall'art. 9 del Decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231.

In argomento A. SANDULLI, *La febbre dei golden power*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3/2022, pp. 743 ss. ritiene positiva l'integrazione della Guardia di Finanza perché “*l'attività propedeutica all'esercizio dei poteri speciali è [...] anche attività pienamente operativa, di intelligence economico-finanziaria e di investigazione attiva [...]*”.

¹⁶⁹ In questo senso, anche R. ANGELINI, *Idee per una “modernizzazione” del golden power*, in *Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence*, 2019, pp. 42 ss., evidenzia come “*la complessità delle valutazioni che il Governo è chiamato a operare richiede [...] risorse e strumenti di analisi adeguati e trasversali*” e che “*il tipo di approccio e di esame che l'esercizio dei poteri speciali comporta, infatti, non ha nulla di simile alle valutazioni che gli uffici degli apparati del Governo sono solitamente chiamati a operare in altri ambiti*”.

Paragrafo 2

Il procedimento di esercizio dei poteri speciali.

L'esercizio del golden power si articola nelle tradizionali fasi del procedimento amministrativo, cioè la fase introduttiva, la fase istruttoria e la fase decisoria¹⁷⁰. Le fasi del procedimento golden power sono affidate a soggetti differenti¹⁷¹ e, almeno in parte, divergono da quanto stabilito dalla legge 7 agosto 1990, n. 241, sul procedimento amministrativo¹⁷². In primo luogo, sono previste procedure differenziate in base all'esercizio del potere veto di cui alla lett. b) ovvero del potere di imposizione di condizioni o di veto all'acquisizione di partecipazione di cui alle lett. a) e c).

In caso di veto alle delibere, agli atti o alle operazioni, l'impresa interessata è soggetta ad un obbligo di notifica verso la Presidenza del Consiglio dei Ministri. La notifica deve avere ad oggetto un'informativa sulla delibera, l'atto o l'operazione che vuol essere realizzata e deve essere effettuata *“in modo da consentire il tempestivo esercizio del potere di veto”*.

Rispetto ai poteri speciali di cui alle lett. a) e c), cioè l'imposizione di condizioni e il veto all'acquisizione di partecipazioni, chiunque acquisti partecipazioni superiori alla soglia del 3% del capitale sociale di imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale deve notificare l'operazione alla Presidenza del Consiglio dei Ministri entro dieci giorni. La notifica, che possibilmente deve avvenire congiuntamente con le società interessate, deve contenere un'informativa in merito al progetto di acquisizione, all'acquirente e la sua attività.

¹⁷⁰ Sul procedimento di esercizio dei poteri speciali v. B. ARGIOLAS, *Il procedimento golden power*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 197 ss.; P. CIRIELLI, *Il regolamento di cui al D.P.C.M. 1° agosto 2022, n. 133*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 225 ss.

¹⁷¹ Sui soggetti coinvolti nelle attività di esercizio dei poteri speciali v. R. MORGANTE, *L'autorità di controllo sugli investimenti esteri diretti: profili organizzativi*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 1/2024, pp. 29 ss.

¹⁷² Cfr. D. PITTELLI, *Golden Power e procedimento amministrativo: limiti, garanzie e zone grigie*, in *Federalismi*, n. 16/2024, pp. 180 ss.

L'amministrazione procedente può richiedere ulteriori informazioni all'impresa interessata, la quale deve adempiere entro il termine di dieci giorni, ovvero formulare richieste istruttorie anche a soggetti terzi, i quali debbono adempiere entro il termine di venti giorni. Fino al ricevimento di tali informazioni, per una volta sola, il termine di quarantacinque giorni è sospeso e le richieste successive alla prima non sospendono i termini. Inoltre, in caso di notifica incompleta, i termini non decorrono fintantoché non siano pervenute le integrazioni dovute. Nelle ipotesi di operazioni rilevanti ai fini dell'esercizio dei poteri speciali di cui alle lett. a) e c), entro quindici giorni dalla notifica, l'impresa oggetto di acquisizione può presentare memorie e documenti alla Presidenza del Consiglio dei Ministri.

Nel settore delle tecnologie 5G, il piano annuale di acquisto deve essere trasmesso annualmente, prima di procedere alla sua attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei Ministri. In ogni caso, viene fatta salva la possibilità, previa notifica, di aggiornare con cadenza quadrimestrale il piano annuale. La violazione dell'obbligo di notifica consente all'amministrazione di provvedervi d'ufficio, tuttavia, i termini di conclusione del procedimento inizieranno a decorrere dal momento della conclusione del procedimento amministrativo relativo all'accertamento della violazione degli obblighi di notifica.

In caso di necessità di svolgere ulteriori approfondimenti, il termine di trenta giorni *“può essere prorogato fino a venti giorni, prorogabili per una sola volta, di ulteriori venti giorni, in casi di particolare complessità”*. Il termine di trenta giorni può essere sospeso, per una sola volta, anche in caso di richiesta di informazioni al soggetto notificante, il quale deve rispondere entro dieci giorni, oppure in caso di richiesta di istruzione a soggetti terzi, i quali debbono rispondere entro il termine di venti giorni. Tuttavia, in caso di notifica incompleta, il termine di trenta giorni decorre dal momento di ricezione delle integrazioni.

La giurisprudenza amministrativa¹⁷³ ha avuto modo di chiarire che la notifica costituisce un *“vero e proprio obbligo”* in capo all'impresa interessata, cioè un *“atto (dovuto) a contenuto*

¹⁷³ Cfr. Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 13 aprile 2022, n. 4488, e Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 13 aprile 2022, n. 4486. Nel ricorso in oggetto, l'impresa notificante chiedeva l'annullamento del provvedimento di esercizio dei poteri speciali per l'assenza del preavviso di rigetto previsto dall'art. 10 bis della legge 241/1990. In commento alla sentenza, v. M. LONARDI, *Golden power e sicurezza alimentare: il caso Syngenta*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2022, pp. 669 ss.; e L. MASOTTO, *Il golden power alla prova del procedimento e del processo amministrativo*, in *Giornale di Diritto*

informativo”. Del resto, il procedimento di esercizio dei poteri speciali può essere avviato anche d’ufficio. La notifica che avvia il procedimento¹⁷⁴, dunque, non può essere qualificata come istanza di parte, in quanto non volta ad ottenere alcun bene della vita da parte del soggetto notificante.

Il Consiglio di Stato¹⁷⁵ ha precisato che mediante “*la notifica dell’operazione le parti interessate non veicolano un’istanza, ma adempiono ad un dovere prescritto dalla legge*”. Il collegio prosegue rilevando che: a) il preavviso di rigetto è incompatibile con la natura giuridico-costituzionale dell’organo decisorio, cioè non è ipotizzabile un contraddittorio tra i soggetti notificanti e il Consiglio dei Ministri; b) le valutazioni che deve effettuare il Consiglio dei Ministri, in ragione della loro ampiezza, delicatezza, politicità sostanziale e riservatezza, non si prestano alla discussione con i soggetti interessati.

La fase istruttoria, cioè l’attività propedeutica all’esercizio dei poteri speciali, viene svolta dal gruppo di coordinamento interministeriale, composto da membri della Presidenza del Consiglio dei Ministri e da membri dei ministeri interessati. L’istruttoria è volta a raccogliere tutti gli elementi utili sull’inquadramento dell’operazione ai fini della decisione finale. Nella prassi, in ragione dell’essenzialità degli interessi tutelati, l’istruttoria viene supportata dai servizi di intelligence¹⁷⁶.

Amministrativo, n. 5/2022, pp. 662 ss.; F. RIGANTI, *Annotazioni critiche in tema di Golden Powers e Stato regolatore del mercato*, in *Giurisprudenza Italiana*, n. 8-9/2022, pp. 1909 ss.

¹⁷⁴ Sulla disciplina giuridica della notifica golden power v. V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 127 ss.

¹⁷⁵ Consiglio di Stato, IV sezione, 9 gennaio 2023, n. 289.

¹⁷⁶ In questo senso, anche Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell’informazione per la sicurezza*, Roma, 2021, pp. 19 ss., evidenzia come “*il Comparto intelligence è stato chiamato in misura crescente a supportare sul piano informativo il Governo nel processo istruttorio prodromico all’esercizio dei poteri speciali (cd. Golden Power)*”. Il supporto dei servizi di intelligence alle attività inerenti il golden power viene espresso anche in Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell’informazione per la sicurezza*, Roma, 2024, pp. 42 ss.; Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell’informazione per la sicurezza*, Roma, 2023, pp. 82 ss.; Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell’informazione per la sicurezza*, Roma, 2022, pp. 71 ss.;

L'esercizio dei poteri speciali deve essere comunicato all'impresa interessata entro il termine perentorio di quarantacinque giorni. In caso di mancato esercizio del potere, a differenza di quanto previsto per la precedente disciplina inerente l'azione dorata, viene a formarsi il silenzio-assenso sull'operazione.

Nel settore delle tecnologie 5G, invece, dopo la notifica, il Presidente del Consiglio dei Ministri, su delibera del Consiglio dei Ministri, ha trenta giorni di tempo per adottare D.P.C.M. mediante il quale approvare, sottoporre a prescrizioni o condizioni, anche temporali, ovvero opporre il veto al piano annuale. Il decorso dei termini senza adozione di un provvedimento espresso produce il silenzio-assenso sul piano annuale.

In caso di violazione degli obblighi di notifica ai fini dell'avvio del procedimento di esercizio dei poteri speciali, la Presidenza del Consiglio dei Ministri può comunque avviare d'ufficio il procedimento. In questo caso, tuttavia, il termine di quarantacinque giorni decorre dalla data di conclusione del procedimento inerente l'accertamento della violazione degli obblighi di notifica.

Le attività propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali sono disciplinate dal Decreto del Presidente della Repubblica 19 febbraio 2014, n. 35, per i settori della difesa e della sicurezza nazionale, e dal Decreto del Presidente della Repubblica 25 marzo 2014, n. 86, per i settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. La disciplina sulle attività di coordinamento ai fini dell'esercizio del golden power e le misure di semplificazione sono state, da ultimo, disciplinate dal D.P.C.M. 1 agosto 2022, n. 133. In capo al Presidente del Consiglio dei Ministri è attribuita la funzione di coordinamento di tutte le attività propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali.

La notifica deve essere: a) trasmessa esclusivamente in via telematica mediante posta elettronica certificata; b) sottoscritta dai legali rappresentanti delle imprese notificanti o da persone munite di apposita procura speciale. L'atto di notifica viene predisposto secondo

Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza*, Roma, 2020, pp. 15 ss.; Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza*, Roma, 2019, pp. 62 ss.

appositi moduli disponibili sul sito della Presidenza del Consiglio dei Ministri. Il modulo deve essere corredato di apposita documentazione inerente l'attività oggetto di controllo. Così, in caso di adozione di delibere, atti o operazioni debbono essere allegati integralmente i testi e la documentazione dei provvedimenti in oggetto. In caso di acquisto di partecipazioni, invece, deve essere allegato il progetto industriale perseguito, il piano finanziario, informazioni dettagliate sull'acquirente, il suo ambito di attività. Inoltre, debbono essere allegate tutte le altre informazioni necessarie per consentire una valutazione del rischio di grave pregiudizio per gli interessi essenziali dello Stato.

La proposta di esercizio dei poteri speciali, affidata al ministro competente per materia, deve contenere una motivazione dettagliata in ordine alla minaccia del grave pregiudizio per gli interessi essenziali dello Stato e l'eventuale impossibilità di esercizio dei poteri speciali nella forma di prescrizioni o condizioni. La stessa deve essere approvata dal gruppo di coordinamento e inserita in uno schema di provvedimento da trasmettere al Consiglio dei Ministri.

Il Consiglio dei Ministri svolge la fase decisoria, cioè stabilisce sia l'*an* che il *quantum* di esercizio dei poteri speciali. I poteri speciali vengono esercitati mediante D.P.C.M., su delibera conforme del Consiglio dei Ministri. A tal proposito, la giurisprudenza amministrativa ha precisato che la proposta ministeriale¹⁷⁷ non costituisce atto vincolante per il Consiglio dei Ministri, il quale può decidere difformemente senza alcun onere di motivazione rafforzata¹⁷⁸. Nello stesso modo, il Consiglio dei Ministri può discostarsi anche dagli atti ricevuti dalle autorità amministrative indipendenti nell'ambito della collaborazione procedimentale con il gruppo di coordinamento. Del resto, il D.P.C.M. deve comunque chiarire *“le ragioni per cui sussistono i presupposti per l'esercizio dei poteri speciali”*.

L'art. 2 quater rimanda ad ulteriori D.P.C.M.¹⁷⁹ l'individuazione di modalità semplificate della notifica e del procedimento. Il procedimento semplificato è posto in essere per i casi di non esercizio del golden power ovvero per le operazioni infra-gruppo che non comportino una minaccia relativa al grave pregiudizio per gli interessi essenziali dello Stato.

¹⁷⁷ Cfr. Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 24 luglio 2020, n. 8742.

¹⁷⁸ Cfr. Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 13 aprile 2022, n. 4488, e Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 13 aprile 2022, n. 4486.

¹⁷⁹ Cfr. Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 1 agosto 2022, n. 133.

Vengono individuate anche le modalità di prenotifica, cioè notifiche anticipate rispetto al momento in cui sorge l'obbligo di notifica. L'impresa interessata, oltre ai documenti e le informazioni disponibili, deve trasmettere alla Presidenza del Consiglio dei Ministri un'informativa inerente le attività, soggette ai poteri speciali, che vogliono porre in essere. La prenotifica permette ai privati di ricevere una valutazione preliminare sull'applicabilità delle disposizioni in tema di poteri speciali, sull'obbligo di notifica e sull'autorizzabilità dell'operazione¹⁸⁰.

Paragrafo 3

Il provvedimento di esercizio dei poteri speciali tra discrezionalità e legalità.

Come noto, l'articolo 7, comma primo, del Codice del processo amministrativo, contenuto nel Decreto legislativo 2 luglio 2010, n. 104, dispone che *“non sono impugnabili gli atti o provvedimenti emanati dal Governo nell'esercizio del potere politico”*. Tuttavia, l'art. 24 Cost. garantisce che *“tutti possono agire in giudizio per la tutela dei propri diritti e interessi legittimi”*. Così, l'art. 113 Cost. prevede che *“contro gli atti della pubblica amministrazione è sempre ammessa la tutela giurisdizionale dei diritti e degli interessi legittimi dinanzi agli organi di giurisdizione ordinaria o amministrativa”*.

In questo senso, occorre analizzare le caratteristiche dell'atto di esercizio dei poteri speciali per identificarne la natura politica ovvero amministrativa¹⁸¹. In altri termini, la natura

¹⁸⁰ Sulla disciplina della prenotifica e dei procedimenti semplificati v. C. D. PIRO, *La prenotifica e le ulteriori misure di semplificazione*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 219 ss.

¹⁸¹ La giurisprudenza ha sempre circoscritto e interpretato restrittivamente la nozione di atto politico, pena lo svuotamento delle garanzie dello Stato costituzionale di diritto. Così, il divieto di sindacabilità degli atti politici di cui all'art. 7 del Codice del processo amministrativo sembra contrastare con i principi costituzionali in tema di giustiziabilità degli atti. In realtà, il divieto trova il suo fondamento nei principi costituzionali in tema di separazione dei poteri e soggezione esclusiva del giudice alla legge di cui all'art. 101, comma secondo, Cost. La sottrazione degli atti politici al sindacato giurisdizionale presidia il principio della separazione dei poteri perché impedisce al potere giudiziario di porre indebite interferenze nell'autonomia e nell'indipendenza degli altri poteri dello Stato, cioè non consente ai giudici di esprimersi sulla legittimità di atti aventi una natura esclusivamente politica. L'art. 101, secondo comma, Cost., invece, disponendo che i giudici sono soggetti esclusivamente alla legge, impone agli stessi di valutare la legittimità degli atti sulla base di parametri giuridici. In questo modo, il

amministrativa oppure politica dell'atto di esercizio dei poteri speciali si riflette sulla possibilità di impugnare o meno il provvedimento.

La giurisprudenza ha avuto modo di precisare i limiti e le caratteristiche delle due tipologie di atti. Il Consiglio di Stato¹⁸² ha circoscritto l'atto politico alla sussistenza di due requisiti, uno soggettivo e l'altro oggettivo. Il requisito soggettivo ne impone la provenienza da un *“organo preposto all'indirizzo e alla direzione della cosa pubblica al massimo livello”*, mentre il requisito oggettivo consiste *“nell'essere l'atto libero nei fini perché riconducibile alle supreme scelte in materia di costituzione, salvaguardia e funzionamento dei pubblici poteri”*.

Il provvedimento di esercizio dei poteri speciali, in quanto proveniente dal Consiglio dei Ministri, risulta soddisfare il requisito soggettivo dell'atto politico. Tuttavia, ciò non sembra potersi affermare pienamente anche per il requisito oggettivo. Infatti, seppur l'esercizio dei poteri speciali sia funzionale alla salvaguardia della sovranità e dell'indipendenza dello Stato e

giudice, dinanzi ad un atto politico, verrebbe a trovarsi nell'impossibilità di vagliarne la legittimità giuridica alla stregua di parametri giuridici. In dottrina v. C. CUDIA, *Considerazioni sull'atto politico*, in *Diritto Amministrativo*, n. 3/2021, pp. 621 ss.; D. MESSINEO, *Atti politici, stato di diritto, strumenti di verifica della giurisdizione*, in *Diritto Amministrativo*, n. 4/2013, pp. 717 ss.

Così, Corte Costituzionale, 5 febbraio 2012, n. 81, precisa che *“gli spazi della discrezionalità politica trovano i loro confini nei principi di natura giuridica posti dall'ordinamento, tanto a livello costituzionale quanto a livello legislativo; e quando il legislatore predetermina canoni di legalità, ad essi la politica deve attenersi, in ossequio ai fondamentali principi dello Stato di diritto. Nella misura in cui l'ambito di estensione del potere discrezionale, anche quello amplissimo che connota un'azione di governo, è circoscritto da vincoli posti da norme giuridiche che ne segnano i confini o ne indirizzano l'esercizio, il rispetto di tali vincoli costituisce un requisito di legittimità e di validità dell'atto, sindacabile nelle sedi appropriate”*.

¹⁸² Cfr. Consiglio di Stato, IV sezione, 29 febbraio 2016, n. 808.

In dottrina, A. SANDULLI, *La febbre dei golden power*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3/2022, pp. 743 ss. manifesta perplessità sulla qualificazione del provvedimento di esercizio dei poteri speciali come atto di alta amministrazione. Infatti, la disciplina del golden power risulta particolarmente dettagliata in merito alle circostanze, i criteri e il procedimento di esercizio. Il giudice amministrativo, mediante la qualificazione del provvedimento come atto di alta amministrazione, sembra aver adottato un *“significativo self restraint circa l'intensità del sindacato giurisdizionale”*. Nello stesso senso v. M. CLARICH, *La disciplina dei golden power tra Stato, mercato ed equilibri geopolitici*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 4/2024, pp. 702 ss.

sia caratterizzato da un elevato margine di discrezionalità, sono previsti criteri di legalità cui il Consiglio dei Ministri deve attenersi nell'esercizio dei suddetti poteri.

La giurisprudenza amministrativa ha elaborato anche la categoria dell'atto di alta amministrazione, quale tipologia intermedia tra l'atto politico e l'atto amministrativo. L'atto di alta amministrazione, seppur proveniente dai supremi organi di direzione della pubblica amministrazione e connotato per l'elevatissimo tasso di discrezionalità, risulta comunque circoscritto a canoni di legalità e, di conseguenza, risulta sottoponibile al sindacato giurisdizionale¹⁸³.

In questo senso, l'atto di esercizio dei poteri speciali risulta inquadrabile entro la categoria dell'atto di alta amministrazione¹⁸⁴. Infatti, benché emanato dall'organo costituzionale posto al massimo vertice della cosa pubblica e connotato da ampi profili di discrezionalità, il provvedimento di esercizio dei poteri speciali deve essere adottato sulla base

¹⁸³ Sul tema, Consiglio di Stato, V sezione, 27 luglio 2011, n. 4502 precisa che *“Gli atti di alta amministrazione sono una species del più ampio genus degli atti amministrativi e soggiacciono pertanto al relativo regime giuridico, ivi compreso il sindacato giurisdizionale, sia pure con talune peculiarità connesse alla natura spiccatamente discrezionale degli stessi. Infatti, il controllo del giudice non è della stessa ampiezza di quello esercitato in relazione ad un qualsiasi atto amministrativo, ma si appalesa meno intenso e circoscritto alla rilevazione di manifeste illogicità formali e procedurali. La stessa motivazione assume connotati di semplicità e il sindacato del giudice risulta complessivamente meno intenso ed incisivo”*.

Sul tema A. SANDULLI, *La febbre dei golden power*, in Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico, n. 3/2022, pp. 743 ss., rileva come il *“sindacato giurisdizionale, che è certamente consentito, [...] dà luogo a spazi di tutela ridotti, a causa dell'ampia discrezionalità e della parziale opacità procedimentale, per cui il giudice deve limitarsi a verificare casi di ingiustizia manifesta, di contraddittorietà, di sproporzione. Ne deriva che la tutela degli operatori economici interessati è garantita dalle law firms soprattutto bel procedimento, attraverso attività stragiudiziale”*.

¹⁸⁴ Così, tra le tante sentenze, Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 13 aprile 2022, n. 4488, e Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 13 aprile 2022, n. 4486, ricostruiscono come *“le valutazioni sottese alla decisione di procedere al concreto esercizio dei poteri speciali costituiscono scelte di alta amministrazione, come tali sindacabili dal giudice amministrativo nei ristretti limiti della sussistenza di una manifesta illogicità delle decisioni assunte”*.

Anche Consiglio di Stato, IV sezione, 9 gennaio 2023, n. 289.

di presupposti di esercizio, regole procedurali e dei principi di legalità e proporzionalità¹⁸⁵. Del resto, la giurisprudenza comunitaria in tema di poteri speciali richiede, ai fini della compatibilità con le disposizioni dei trattati, la possibilità di sottoporre al controllo giurisdizionale il provvedimento di esercizio dei poteri speciali.

Paragrafo 4

L'inottemperanza delle imposizioni governative.

La Presidenza del Consiglio dei Ministri dispone di poteri sanzionatori per l'inottemperanza delle prescrizioni in tema di poteri speciali¹⁸⁶. In capo al gruppo di coordinamento sono attribuite funzioni di vigilanza e, in caso di positività, di segnalazione delle condotte adottate in violazione del provvedimento di esercizio dei poteri speciali.

Il mancato adempimento del veto all'acquisizione di partecipazioni produce la sospensione diritti di voto e i diritti aventi contenuto diverso da quelli di natura patrimoniale connessi alle partecipazioni rilevanti. I diritti di voto e i diritti aventi contenuto diverso da quello

¹⁸⁵ In tal senso, v. L. BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2023, pp. 137 ss.; F. CINTIOLI, *Natura amministrativa e tratti di "politicità" della decisione sull'esercizio dei poteri speciali alla luce del sindacato del giudice amministrativo*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 263 ss; R. GAROFOLI, *Golden power: mercato e protezione degli interessi nazionali*, in *Federalismi*, 2022; M. SANTORO, *La sindacabilità dei provvedimenti golden power*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 309 ss.

Sui presupposti e i parametri cui il governo deve attenersi nell'esercizio del golden power v. O. PALLOTTA, *I presupposti oggettivi e soggettivi*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 79 ss.

¹⁸⁶ Sul potere sanzionatorio per l'inottemperanza dei provvedimenti di esercizio del golden power v. E. SPAGNOLETTO – T. DI PROSPERO, *Inottemperanza e calcolo delle ammende*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 267 ss.

patrimoniale connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante sono comunque sospesi fino al decorso dei termini del procedimento di esercizio dei poteri speciali. Inoltre, l'acquirente dovrà cedere le partecipazioni oggetto di opposizione entro il termine di un anno. In caso di mancata ottemperanza delle prescrizioni di vendita, su richiesta della Presidenza del Consiglio dei Ministri, il tribunale ordina la vendita delle partecipazioni oggetto di veto.

In caso di mancato rispetto del veto all'adozione di delibere, atti o operazioni, tutti gli atti adottati in violazione delle prescrizioni governative sono sanzionati con la nullità. La sanzione della nullità viene prevista altresì in riferimento alle delibere adottate in violazione e con il voto determinante delle partecipazioni oggetto di veto. Inoltre, il governo ha il potere di imporre all'impresa e alle controparti eventuali l'obbligo di ripristinare, a proprie spese, la situazione anteriore all'adozione dell'atto oggetto di veto.

La sanzione principale derivante dal mancato assolvimento degli obblighi previsti dalla normativa golden power è costituita dall'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria di importo non superiore al doppio del valore dell'operazione e, in ogni caso, non inferiore all'uno per cento del fatturato totale realizzato nell'ultimo esercizio, per il quale sia stato approvato il bilancio, dalle imprese interessate. La medesima sanzione è prevista in caso di mancato assolvimento degli obblighi di notifica delle operazioni rilevanti ai fini dell'esercizio dei poteri speciali. Tale sanzione, tuttavia, in applicazione del generale principio del *ne bis in idem*, si applica solo nel caso in cui la violazione non costituisca reato.

Nel settore delle tecnologie 5G, l'esecuzione del piano annuale prima del decorso dei termini consente al governo di imporre all'impresa il ripristino, a proprie spese, della situazione precedente. I contratti stipulati in violazione delle imposizioni del governo sono sanzionati con la nullità. In questo caso, alla mancata ottemperanza dei poteri speciali consegue una sanzione amministrativa pecuniaria di importo non superiore al tre per cento del fatturato del notificante e, per ogni mese di ritardo, può essere irrogata una sanzione amministrativa pecuniaria aggiuntiva di importo non superiore ad un dodicesimo del tre per cento del fatturato del notificante.

Paragrafo 5

Il coordinamento con il Regolamento (UE) 2019/452.

Il Regolamento (UE) del 19 marzo 2019, n. 452, ha introdotto un quadro comune per il controllo degli investimenti esteri diretti dell'Unione. Agli artt. 6 e 7 sono stati disciplinati meccanismi di cooperazione in relazione agli investimenti esteri diretti, rispettivamente, oggetto o non oggetto di un controllo. I legislatori degli Stati membri hanno così dovuto adeguare la propria disciplina inerente i poteri speciali alle disposizioni del Regolamento¹⁸⁷.

Il legislatore nazionale è intervenuto mediante l'art. 4 bis del Decreto legge 21 settembre 2019, n. 105, convertito con modificazioni in legge 18 novembre 2019, n. 133, recante *“Disposizioni urgenti in materia di perimetro di sicurezza nazionale cibernetica e di disciplina dei poteri speciali nei settori di rilevanza strategica”*. All'art. 2 ter sono state così introdotte le disposizioni di adeguamento della normativa nazionale in tema di poteri speciali al Regolamento.

Gli altri Stati membri e la Commissione Europea, rispettivamente, prima di formulare osservazioni o emettere parere, devono comunicare tale intenzione allo Stato membro target. In caso di notifica di tali intenzioni, che debbono avvenire entro quindici giorni dalla notifica del controllo, il termine di quarantacinque giorni per esercitare i poteri speciali sono automaticamente sospesi fino al ricevimento di tali atti. Inoltre, qualora il parere della Commissione pervenga successivamente alle osservazioni formulate da altri Stati membri, il termine riprende a decorrere dalla data di ricevimento di tale parere.

Il parere della Commissione e le osservazioni agli altri Stati membri possono anche essere formulate su richiesta del governo. In questo caso, la richiesta produce la sospensione del procedimento nazionale. Inoltre, sia la disciplina nazionale che il Regolamento non prevedono termini massimi di sospensione del procedimento ovvero di emissione di parere o osservazione su istanza di parte.

¹⁸⁷ Sul coordinamento e l'adeguamento della disciplina italiana del golden power al Regolamento (UE) 2019/452 v. G. NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 121 ss.

Il legislatore ha provveduto anche a ribadire quanto già contenuto nel Regolamento in merito all'urgenza di esercizio dei poteri speciali. Così, il governo, anche in assenza di parere e osservazioni, può provvedere all'immediato esercizio dei poteri speciali qualora ciò sia richiesto ai fini della tutela del proprio ordine pubblico e pubblica sicurezza.

Il comma secondo rimette all'adozione di un regolamento, emanato ai sensi dell'art. 17, comma secondo, della Legge 23 agosto 1988, n. 400, la possibilità di disciplinare i termini del Decreto legge 21/2012, convertito con modificazioni dalla legge 56/2012. Tuttavia, tali termini possono essere modificati *“al fine di individuare procedure semplificate”*, tenuto conto del *“grado di potenziale pregiudizio”* per le attività nazionali di rilevanza strategica, ovvero per *“l'armonizzazione delle procedure nazionali con quelle [...] del Regolamento (UE) 2019/452”*.

L'armonizzazione delle discipline nazionali in tema di poteri speciali con il Regolamento richiede altresì l'individuazione, ai sensi dell'art. 11 del Regolamento, di un punto di contatto tra Stati membri e Commissione per l'attuazione e le altre questioni relative al Regolamento. A tal fine, il legislatore italiano ha istituito e individuato tale punto di contatto presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri.

L'adozione del Regolamento, oltre ai settori strategici, ha consentito altresì un ampliamento dei fattori che possono essere legittimamente tenuti in considerazione dagli Stati membri per valutare i rischi insiti in taluni investimenti¹⁸⁸. Così, oltre alla minaccia di un grave pregiudizio per gli interessi essenziali dei settori considerati, possono essere presi in considerazione altresì gli *“effetti potenziali”* che l'investimento estero può determinare sulle infrastrutture critiche, sulla sicurezza degli approvvigionamenti, sull'accesso alle informazioni sensibili e sulla libertà-pluralità dei media.

¹⁸⁸ Cfr. Regolamento (UE) 2019/452, articolo 4.

Paragrafo 6

Profili di diritto comparato: l'esperienza statunitense.

La disciplina italiana sui poteri speciali trova alcuni punti comuni con il modello statunitense di golden power¹⁸⁹. In primo luogo, anche il modello statunitense risulta distaccato dal fenomeno delle privatizzazioni, cioè non trova il suo fondamento nella necessità di mantenere il controllo pubblico sulle imprese privatizzate. Così, il golden power statunitense risulta finalizzato alla salvaguardia della sicurezza nazionale nella generalità delle imprese operanti in taluni settori strategici, anche in assenza di partecipazioni al capitale sociale. Di conseguenza, il golden power, non dovendo essere inserita in apposite clausole statutarie, viene disciplinata esclusivamente da atti di diritto pubblico.

In merito ai settori strategici, il sistema statunitense considera il solo settore della “national security”¹⁹⁰. L'individuazione dei settori rilevanti mediante il solo riferimento alla

¹⁸⁹ In questo senso v. Senato della Repubblica, *Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del governo. Documento di analisi n. 28*, Roma, pp. 14 ss., viene evidenziato come “il percorso compiuto da molti Stati membri ha segnato il passaggio da politiche di intervento orientate al controllo sugli assetti proprietari delle imprese a partecipazione statale, attraverso la cosiddetta golden share, alla definizione di poteri speciali applicabili a tutte le società di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, secondo un modello di policy più vicino a quello applicato dal Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) organo del potere esecutivo alle dirette di pendenze del Presidente degli Stati Uniti”.

Sulla disciplina statunitense del golden power, anche in prospettiva comparata, v. A. CAGNAZZO, *Golden power e profili di diritto comparato*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 325 ss.; A. COMINO, *Golden powers per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 5/2014, pp. 1019 ss.; R. GAROFOLI, *Il controllo sugli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 91 ss.; A. GUACCERO - J. E. PAN - M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Rivista delle Società*, n. 6/2008, pp. 1359 ss.

¹⁹⁰ Sul tema A. GUACCERO, *Compliance e tutela degli investimenti esteri diretti. Spunti di comparazione tra Stati Uniti ed Europa*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 141 ss., descrive come “il sistema statunitense di controllo degli investimenti esteri ruota intorno alla nozione di “national security” [...], dal

sicurezza nazionale, da un lato, produrrebbe incertezza tra gli investitori e, dall'altro lato, esporrebbe il CFIUS ad un numero pressochè illimitato di notifiche. In questo senso, il settore viene delimitato e periodicamente aggiornato mediante l'individuazione di alcuni attivi o settori rilevanti ai sensi della sicurezza nazionale.

Un apposito comitato interministeriale è incaricato di svolgere la fase istruttoria, su notifica preventiva delle imprese interessate, e la fase di monitoraggio delle transazioni, cioè volta a verificare che tutti gli investimenti esteri che possono dar luogo al controllo governativo siano oggetto di notifica. I responsabili dei Dipartimenti e uffici ministeriali coinvolti compongono così il Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS). Inoltre, il comitato ha il potere di raccomandare il Presidente sulla tipologia di potere da esercitare e, dopo l'esercizio, viene incaricato di funzioni di monitoraggio sull'ottemperanza delle prescrizioni governative.

Il CFIUS può svolgere altresì funzioni prescrittive ovvero di moral suasion sulle imprese coinvolte, evitando così l'intervento presidenziale. Le “*mitigation measures*” vengono negoziate tra il comitato e l'impresa interessate e, successivamente, inserite in un apposito accordo scritto. Tra queste emergono: a) limitazione all'accesso delle informazioni inerenti la sicurezza nazionale; b) definizione di condizioni e linee guida per la conclusione e la gestione dei contratti e delle informazioni sensibili; c) obbligo di cittadinanza statunitense per gli amministratori dei beni e servizi protetti; d) obbligo di non trasferire l'attività fuori dal territorio statunitense; e) istituzione di un apposito comitato societario che assicuri e vigili sull'ottemperanza delle condizioni imposte.

Il procedimento, che prende avvio su notifica delle imprese interessate o su avvio d'ufficio del CFIUS, prevede un termine di revisione, c.d. review period, di 45 giorni. Il termine può essere prolungato di ulteriori 45 giorni per consentire l'investigation period. Al termine dell'istruttoria, il CFIUS può sottoporre il caso al Presidente, il quale deve decidere sull'esercizio dei poteri speciali entro il Presidential review period di 15 giorni.

momento che essa costituisce il parametro che legittima l'utilizzo del potere presidenziale di imporre restrizioni alle importazioni negli Stati Uniti”.

La fase decisoria viene affidato al Presidente degli Stati Uniti sulla base dell'istruttoria svolta dal CFIUS. I poteri speciali esercitabili consistono nella sospensione, proibizione, imposizione di condizioni o altre misure di mitigazione del rischio per la sicurezza nazionale. La decisione del Presidente si connota per ampi margini di discrezionalità nella scelta del potere da esercitare e degli elementi da tenere in considerazione. Così, il provvedimento di esercizio dei poteri speciali risulta fortemente caratterizzato da valutazioni politiche¹⁹¹.

L'essenzialità degli interessi pubblici perseguiti e la discrezionalità riconosciuta al Presidente si riflettono sulla sindacabilità giurisdizionale del provvedimento di esercizio dei poteri speciali. In questo senso, il controllo giurisdizionale del modello statunitense si caratterizza per un sindacato prevalentemente procedimentale e, di conseguenza, debole o assente nel merito.

Il modello italiano risulta analogo, sotto molti profili, con il sistema statunitense di golden power. In entrambi i modelli, il procedimento prende avvio su notifica delle imprese interessate ovvero d'ufficio e l'istruttoria viene affidata ad un apposito comitato interministeriale. Tuttavia, nell'esperienza statunitense il comitato viene dotato di poteri decisori che consentono di concludere il procedimento in tempi più rapidi e senza coinvolgere l'esecutivo¹⁹².

¹⁹¹ Sul sistema statunitense C. MANN, *The global rush toward foreign direct investment screening: lesson from the United States*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 15 ss., ritiene che “*the statutory framework creates a highly discretionary process*”.

¹⁹² L'affidamento di poteri speciali al comitato di monitoraggio statunitense consente di trarre un ulteriore elemento di differenza rispetto al modello italiano. Come evidenziato in P. MESSA, *Oltre il golden power. Il modello americano e il dibattito in Europa*, in *Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence*, 2019, pp. 145 ss., l'efficacia del sistema statunitense “*oltre a un più avanzato sviluppo degli organi istituzionali preposti all'intelligence economica [...], l'ampia diffusione di una cultura della sicurezza tanto in ambito accademico quanto nel mondo imprenditoriale*”. In questo senso A. MANCIULLI, *Golden power, interesse nazionale e cultura della sicurezza economica*, in *Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence*, 2019, pp. 136 ss., mette in luce la necessità di “*elaborare una cultura della difesa e dell'interesse nazionale*” per adottare una strategia di esercizio del golden power che non si limiti alla “*mera fase di difesa rispetto a scalate straniere ostili ma che, al contrario, possa promuovere e tutelare le imprese nazionali nella loro affermazione su scala globale*”.

Le decisioni di esercizio dei poteri speciali, per natura e per gli interessi pubblici perseguiti, risultano caratterizzati da valutazioni prevalentemente politico-discrezionali. La forte politicità del provvedimento del golden power comporta così un sindacato giurisdizionale limitato al controllo della correttezza procedimentale.

Paragrafo 7

Il confronto con la disciplina della golden share.

I golden power, come noto, trovano la loro genesi nella disciplina della golden share. Così, il legislatore, dopo le sentenze di condanna della Corte di Giustizia sulla disciplina della golden share, ha introdotto il golden power. Indagare le differenze e le similitudini tra le due discipline risulta utile per comprendere le motivazioni sottese ad alcune scelte di fondo adottate dal legislatore¹⁹³.

In primo luogo, la golden share costituiva uno strumento utile al mantenimento del controllo governativo sulle grandi imprese pubbliche in corso di privatizzazione, mentre il golden power costituisce un meccanismo generale di screening degli investimenti esteri. Il legislatore ha ritenuto, a seguito della crisi economico-finanziaria del 2008 e dei pericoli legati agli investimenti effettuati da fondi sovrani di taluni paesi non alleati, di procedere all'introduzione di un sistema che potesse assicurare la salvaguardia degli interessi essenziali dello Stato, anche oltre le imprese privatizzate. Di conseguenza, il golden power trova applicazione rispetto imprese generalmente individuate operanti in determinati settori considerati dal legislatore come strategici. Così, non sono più previste apposite clausole statutarie inerenti i poteri speciali, bensì è compito dei privati notificare l'operazione alla Presidenza del Consiglio dei Ministri al fine di vagliare l'eventuale possibilità che la singola operazione venga assoggettata al golden power.

In merito ai settori considerati come strategici, continuano ad essere ritenuti tali la difesa e la sicurezza nazionale, i trasporti, le comunicazioni e l'energia. Il legislatore, con l'evidente

¹⁹³ Sul confronto tra golden share e golden power v. M. D'ALBERTI, *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 83 ss.

finalità di circoscrivere il più possibile gli ambiti applicativi della disciplina ai principi dei trattati, ha espunto il riferimento – generico – agli “*altri pubblici servizi*”. Tuttavia, l’evoluzione tecnologica e l’emergere di nuovi pericoli strategici hanno reso necessario l’introduzione dei settori inerenti le tecnologie 5G e gli altri settori individuati dal Regolamento (UE) 2019/452.

Sussistono differenze e sovrapposizioni anche in merito ai poteri speciali esercitabili. Nel golden power, a differenza della disciplina precedente, non è più previsto il potere di nomina di componenti del Consiglio di Amministrazione e il potere di veto sui patti parasociali¹⁹⁴. In secondo luogo, è stato introdotto il potere di imporre condizioni o prescrizioni e, per il settore delle tecnologie 5G, il potere di approvazione del piano annuale di acquisti. Inoltre, sono state modificate le soglie che possono dar luogo all’esercizio dei poteri di opposizione all’acquisto di partecipazioni rilevanti e dei poteri di veto all’adozione di talune delibere, atti e operazioni.

In ragione delle censure della Corte di Giustizia dell’Unione Europea e dell’adozione del Regolamento (UE) 2019/452, il controllo degli investimenti esteri non risulta più circoscritto alla tutela dei soli interessi nazionali, bensì ricomprende anche la sicurezza economica dell’Unione considerata nel suo insieme. Del resto, lo stesso procedimento di esercizio dei poteri speciali risulta oggi suddiviso tra il piano interno e quello comunitario.

Il procedimento e il provvedimento di esercizio dei poteri speciali trovano oggi piena collocazione nel campo del diritto amministrativo. Così, sono state disciplinate regole procedurali attinenti la fase introduttiva, istruttoria e conclusiva di esercizio dei poteri speciali. Con la finalità di semplificare il procedimento e ridurre il numero di operazioni soggette al controllo del Presidente del Consiglio dei Ministri, sono stati introdotti anche procedimenti alternativi in caso di operazioni infragruppo, previste operazioni escluse dall’applicazione dei poteri speciali e introdotto l’istituto della prenotifica.

¹⁹⁴ Sul potere di veto ai patti parasociali e del potere di nomina di amministratori A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e funzionamento delle imprese strategiche*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 153 ss., ritiene che la mancata inclusione di tali poteri nella disciplina del golden power possa produrre un pregiudizio per gli interessi strategici dello Stato minacciati dalla conclusione di tali accordi e, al contempo, venir meno un importante strumento di monitoraggio dell’attività delle imprese.

L'esercizio dei poteri speciali risulta oggi affidato al Presidente del Consiglio dei Ministri sulla base delle indicazioni provenienti dai ministri settorialmente competenti. Nell'azione dorata, invece, le decisioni inerenti i poteri speciali spettavano, in ragione della privatizzazione, al solo Ministro dell'economia e delle finanze. Inoltre, il legislatore, per rendere maggiormente intelleggibile la prassi e gli orientamenti del governo seguiti in occasione dell'esercizio o del non esercizio dei poteri speciali, ha introdotto un obbligo di presentazione di una relazione annuale alle Camere.

In caso di mancata ottemperanza delle prescrizioni del governo inerenti l'esercizio dei poteri speciali, nel golden power sono state introdotte anche sanzioni amministrative pecuniarie. Così, oltre all'eventuale obbligo di vendita delle azioni o la nullità degli atti adottati in violazione delle prescrizioni governative, l'impresa inottemperante può essere obbligata al pagamento di una sanzione amministrativa pecuniaria di importo non superiore al tre per cento del suo fatturato annuo.

Paragrafo 8

La prassi applicativa del golden power.

La legge 56/2012, che converte il Decreto legge 21/2012, all'art. 3 bis, a differenza della disciplina sulla golden share, ha introdotto l'obbligo di presentazione di una relazione sui poteri speciali. Così, il Presidente del Consiglio dei Ministri deve trasmettere alle camere, con cadenza annuale ed entro il 30 giugno di ogni anno, una relazione sull'attività – e non sul solo esercizio – svolta sulla base dei poteri speciali. La disposizione impone al Presidente del Consiglio dei Ministri di produrre la relazione *“con particolare riferimento ai casi specifici e agli interessi pubblici che hanno motivato l'esercizio di tali poteri”*.

L'introduzione dell'obbligo di presentazione della relazione, oltre che lo specifico riferimento ai casi concreti e gli interessi pubblici coinvolti, non può che meritare particolare apprezzamento. In questo modo, il legislatore vuol rendere la disciplina in tema di poteri

speciali maggiormente prevedibile e trasparente verso gli operatori di mercato, cioè imprese target e investitori esteri¹⁹⁵.

Come visto nel capitolo secondo, risulta oggi possibile analizzare i dati di esercizio dei poteri speciali anche in una prospettiva comparata ovvero unionale. Così, come emerge in seguito, l'esercizio del golden power italiano si attesta su livelli simili a quanto accade nei principali Stati membri dell'Unione.

L'ampliamento dei settori strategici avvenuto mediante il Regolamento (UE) 2019/452 ha comportato un aumento esponenziale del numero di notifiche¹⁹⁶. Così, da 83 notifiche nel

¹⁹⁵ F. MODULO, *Gli strumenti di compliance e di tutela degli investitori stranieri in Italia*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 169 ss., evidenzia come le relazioni sull'esercizio del golden power costituiscano uno strumento fondamentale agli operatori economici “*per effettuare scelte ponderate alla luce di un contesto che, come notiamo tutti, è in oggettiva e costante evoluzione*”. In questo senso, anche A. CAGNAZZO, *Prassi applicativa e analisi dei dati*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025 pp. 415 ss., ritiene che le relazioni annuali consentano “*l'accountability dei processi e la trasparenza nelle determinazioni*”.

¹⁹⁶ Le relazioni considerate ai fini del presente elaborato sono: 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*, Roma, 2016; 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*, Roma, 2018; 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*, Roma, 2019; 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 (Golden Power)*, Roma, 2020; 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 (Golden Power)*, Roma, 2021; 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*, Roma, 2022; Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione annuale alle Camere 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*, Roma, 2023; e Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione annuale alle Camere in materia di poteri speciali*

2019 si è passati a 342 notifiche nel 2020, fino ad arrivare a 835 nel 2024. I settori maggiormente interessati dalle notifiche sono i settori disciplinati dall'art. 2, cioè energia, trasporti e comunicazioni, e dal Regolamento. Le prenotifiche hanno contribuito ad incrementare notevolmente il totale delle attività controllate. Infatti, dalle 43 prenotifiche nel 2022 si è arrivati a 175 nel 2024, cioè il 20% circa delle notifiche totali.

Le tipologie di operazioni notificate riguardano, per oltre la metà delle notifiche, l'acquisto di partecipazioni rilevanti. A queste seguono, in misura particolarmente ridotta rispetto al totale, le delibere societarie e le operazioni c.d. minori, cioè la cessione di diritti relativi a beni o la costituzione di garanzie. Le notifiche inerenti l'approvazione del piano annuale di acquisti delle tecnologie 5G si attesta non oltre il tre per cento delle notifiche totali. Le stesse tendenze si registrano rispetto alle operazioni oggetto di prenotifica.

Le tipologie di poteri speciali concretamente esercitati risultano in linea con il principio di proporzionalità¹⁹⁷. Infatti, il potere di veto risulta utilizzato in misura non superiore all'uno per cento dei casi. Il potere di opposizione e il potere di imposizione di prescrizioni o condizioni risulta applicato, nel corso del 2024, in meno del tre per cento delle operazioni oggetto di notifica. In linea con i dati comunitari, i soggetti notificanti hanno revocato l'operazione in circa l'uno per cento dei casi totali.

Annualmente si registra un numero rilevante di notifiche di operazioni non soggette alla normativa sui poteri speciali – talvolta anche superiore al cinquanta per cento delle notifiche – ovvero non determinanti l'esercizio di alcun potere speciale. Ad esempio, nel corso del 2024 oltre il quarantasette per cento del totale delle operazioni notificate risultavano escluse dall'applicazione della normativa golden power. In questo senso, anche al fine di perseguire i principi di economicità ed efficienza di cui all'art. 1 della legge 241/1990, potrebbero essere definiti con maggior precisione, anche mediante l'adozione di linee guida, gli ambiti settoriali coinvolti, i presupposti di esercizio e gli elementi tenuti in considerazione nelle decisioni di

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, Roma, 2024.

¹⁹⁷ G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 5/2019, pp. 495 ss., ritiene che “l'applicazione della disciplina sembra essere stata nel complesso rigorosa e impermeabile a tentazioni dirigiste o istinti discriminatori”.

esercizio dei poteri speciali¹⁹⁸. Del resto, in ragione delle rilevanti sanzioni amministrative pecuniarie e delle altre conseguenze derivanti dalla mancata notifica dell'operazione, le imprese adempiono all'obbligo di notifica anche laddove l'operazione non risulti completamente rientrante nei parametri di applicazione dei poteri speciali¹⁹⁹.

Paragrafo 9

Il rapporto con le altre discipline settoriali.

Rispetto a talune operazioni, la disciplina dei poteri speciali entra in rapporto con altre discipline settoriali. Il rapporto tra il golden power e le altre discipline può essere di residualità ovvero di “*specialità tecnica*”²⁰⁰. In entrambi i casi, posta l'assenza di una disciplina di coordinamento tra le normative applicabili, le imprese sono comunque tenute ad adempiere agli obblighi di notifica.

Nel primo senso, i golden powers si sovrappongono con ulteriori discipline, nel senso che questi possono essere esercitati in via residuale laddove “*la tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico, compresa la protezione degli interessi essenziali dello Stato alla tutela della sicurezza e del funzionamento delle reti e degli impianti e della continuità degli approvvigionamenti, non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore, anche di natura convenzionale, connessa a uno specifico rapporto concessorio*”²⁰¹.

In secondo luogo, la disciplina dei poteri speciali, rispetto a talune operazioni, si sovrappone con altre discipline settoriali, quale la disciplina del controllo delle concentrazioni tra imprese, la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto o di scambio e la disciplina sui

¹⁹⁸ Cfr. Osservatorio Golden Power, *Documento programmatico. Proposte di revisione della normativa in materia di poteri speciali*, Trento, 2025.

¹⁹⁹ Così, S. CASSESE, *Il controllo degli investimenti esteri*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 1/2025, pp. 11 ss.

²⁰⁰ Cit. M. CARPAGNANO, *Il rapporto tra la disciplina golden power e le altre discipline di settore*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 179 ss.

²⁰¹ Cfr. Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 18 dicembre 2020, n. 179, art. 14.

sussidi esteri. Tali discipline, al pari della normativa golden power, prevedono un meccanismo di notifica preventiva dell'operazione. L'autorità competente, a seguito della notifica, può vietare ovvero consentire l'operazione. In questo caso, il "conflitto" tra discipline si risolve sulla base dell'eventuale presenza di un divieto, nel senso che il divieto emesso ai sensi di una disciplina comporta l'impossibilità di realizzare l'operazione, anche laddove fosse presente un assenso sulla base della seconda disciplina applicabile.

In materia di controllo delle concentrazioni²⁰², qualora le imprese coinvolte integrino determinate soglie di fatturato, allora debbono notificare l'operazione all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM). Tali imprese, laddove operanti nei settori o detenenti gli attivi strategici disciplinati dal D.L. 21/2012, debbono altresì notificare l'operazione alla Presidenza del Consiglio dei Ministri. In questo modo, l'operazione viene soggetta ad un duplice controllo: il primo inerente l'assetto concorrenziale del mercato e il secondo inerente la salvaguardia degli interessi strategici dello Stato.

I procedimenti in oggetto, in quanto sottesi a finalità differenti e soggetti a procedimenti indipendenti tra loro, possono condurre a risultati differenti. Infatti, la medesima operazione può essere ritenuta non restrittiva della concorrenza e, al contempo, arrecare un pregiudizio per gli assets strategici dello Stato, e viceversa. In questo caso, dunque, il divieto emesso ai sensi di una delle due normative prevale sull'altro procedimento, cioè non consente di realizzare l'operazione notificata.

Le Offerte Pubbliche di Acquisto o di Scambio, laddove rivolte ad una società quotata in borsa, debbono essere preventivamente notificate alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). Anche in questo caso, l'offerta pubblica può essere rivolta alle imprese che detengono uno o più attivi strategici ai sensi della disciplina dei poteri speciali.

²⁰² Cfr. C. E. CAZZATO – S. OCCHIPINTI, *Golden power e diritto antitrust: hic sunt leones*, in *Unione Europea e Diritti*, n. 1/2026, pp. 1 ss.; L. DI VIA – L. PASQUALE, *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, in *Mercato Concorrenza Regole*, n. 1/2020, pp. 99 ss.; F. GHEZZI, *Golden Power e disciplina della concorrenza*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2025, pp. 295 ss.; C. E. CAZZATO, *Golden power e diritto antitrust*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 351 ss.

In materia di controllo delle concentrazioni e di offerte pubbliche di acquisto e vendita, le imprese interessate possono avvalersi dell'istituto della prenotifica. In questo modo, prima di porre in essere le complesse e costose attività propedeutiche a tali operazioni, tali imprese possono avere riscontro in merito all'obbligo di notifica e all'applicabilità dei poteri speciali. Tale strumento risulta ancor più utile laddove, in ragione del carattere comunitario dei soggetti coinvolti, l'operazione venga sottoposta altresì al controllo della Commissione Europea ovvero di un'autorità amministrativa euro-unitaria.

Infine, la disciplina dei poteri speciali può sovrapporsi altresì con le disposizioni dettate dal Regolamento (UE) 2022/2560 relativo *“alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno”*. Le sovvenzioni estere²⁰³ si realizzano quando *“un paese terzo fornisce direttamente o indirettamente un contributo finanziario che conferisce un vantaggio a un'impresa che esercita un'attività economica nel mercato interno e che è limitato, in linea di diritto e di fatto, a una o più imprese o a uno o più settori”*²⁰⁴.

Il secondo considerando evidenzia come possa *“accadere che sia le imprese private sia le imprese pubbliche controllate direttamente o indirettamente da uno Stato o di proprietà di uno Stato ricevano sovvenzioni da paesi terzi che vengono utilizzate, ad esempio, per [...] l'acquisizione di imprese, comprese quelle che possiedono attivi strategici quali infrastrutture critiche e tecnologie innovative”*.

L'art. 44 del Regolamento ha previsto l'applicazione della disciplina sulle sovvenzioni estere *“non pregiudica l'applicazione del regolamento (UE) 2019/452”*. Così, anche i rapporti tra il procedimento inerente le sovvenzioni estere e il procedimento di esercizio dei poteri speciali risultano indipendenti e, di conseguenza, possono portare ad esiti differenti. Anche in questo caso, in presenza di un divieto e di un assenso sull'operazione, prevale il divieto.

²⁰³ E. GRANDE, *Golden power e sovvenzioni estere*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 371 ss.

²⁰⁴ Cfr. Regolamento (UE) 2022/2560, art. 3.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta nei capitoli precedenti dimostra la rilevanza che la disciplina dei poteri speciali ricopre nella tutela degli interessi essenziali e strategici dello Stato e, così, financo dei suoi cittadini. Mantenere un mercato aperto ai flussi di investimenti esteri in entrata e, al contempo, proteggere alcuni interessi e assets ritenuti essenziali per la sopravvivenza dello Stato: questo è stato il *fil rouge* che ha condotto la presente ricerca. In questo contesto, risulta utile svolgere alcune considerazioni finali sui meccanismi nazionali di screening degli investimenti esteri.

Nel primo capitolo sono stati oggetto di analisi i c.d. foreign direct investment e, così, sono emersi alcuni problemi insiti in taluni di essi. Per arginare i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico connessi agli investimenti esteri maligni sono stati istituiti appositi sistemi di screening degli investimenti esteri in entrata. Essi costituiscono una “cupola di ferro” funzionale ad impedire l'entrata nel territorio di uno Stato di flussi di investimenti esteri pregiudizievoli per la salvaguardia degli interessi essenziali e strategici dello Stato. La crescente predisposizione di sistemi di screening, soprattutto a seguito della crisi economico-finanziaria del 2008 e della pandemia da Covid-19, ha così indotto la dottrina a sostenere che “*such rush is so strong and steady that it appears to face no limits*”²⁰⁵.

In tale prospettiva, i sistemi di screening degli investimenti esteri appaiono connotati da una dimensione necessariamente globale. Tale caratteristica risulta emergere con chiarezza laddove si considera l'influenza sull'istituto di fenomeni ulteriori rispetto a quelli giuridici, quali la geopolitica e lo sviluppo tecnico-scientifico della società.

Rispetto ai limiti posti dal diritto internazionale, da un lato, non risulta alcuna norma di diritto internazionale che imponga agli Stati di ammettere gli investimenti esteri²⁰⁶ e, dall'altro

²⁰⁵ Cit. L. FUMAGALLI, *The global rush towards national screening systems on foreign direct investment: a movement facing no limits? Remarks from the point of view of public international law*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 45 ss.

²⁰⁶ In argomento S. BARIATTI, *Current trends in foreign direct investment: open issues on national screening systems*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli*

lato, gli Stati hanno fatto ricorso a strumenti giuridici pattizi, quali i Bilateral Investment Treaties (BITs), per regolare i movimenti di capitali in entrata e in uscita.

Tale circostanza ha determinato una vera e propria proliferazione dei trattati bilaterali sugli investimenti. Ad oggi, infatti, si registrano, oltre 3000 BITs, di cui almeno 2600 ancora in vigore²⁰⁷. Il numero di trattati e la disciplina comune contenuta in essi ha suscitato un dibattito dottrinale e giurisprudenziale in merito alla cristallizzazione di una consuetudine internazionale. La giurisprudenza internazionale ha ritenuto, per differenti ragioni, tali situazioni non suscettibili di creare alcuna consuetudine internazionale.

Infine, si è evidenziata l'esistenza di un possibile punto debole dei sistemi di screening degli investimenti esteri. Infatti, in ragione del carattere preventivo del controllo, occorre chiedersi quale protezione accordare agli interessi essenziali dello Stato nelle ipotesi in cui il rischio predatorio dell'investimento estero venga a manifestarsi solo dopo il suo stabilimento entro il territorio dello Stato. Il pericolo può derivare da un'attività istruttoria carente ovvero dal mutamento del contesto geopolitico di riferimento. Invero, l'istruttoria inerente l'esercizio dei poteri speciali viene accompagnata da un'attività di intelligence economico-finanziaria, cioè lascia poco spazio a fallacie di sistema, e l'assetto delle relazioni internazionali risulta stabile nel tempo. Tuttavia, in ragione dell'essenzialità degli interessi sottesi, occorre predisporre un sistema di screening che protegga da tutti i potenziali rischi che possono manifestarsi. In questi casi limite, alla luce del diritto interno e internazionale, l'unico strumento di protezione, con le dovute contraddizioni, sembra la risoluzione del problema sul piano politico-diplomatico.

Nel secondo capitolo, si ricostruiscono le politiche comunitarie in tema di investimenti esteri. Dall'analisi emerge come l'Unione abbia adottato un approccio aperto, spesso in modo incondizionato, all'entrata degli investimenti esteri. Tale posizione è stata oggetto di un ripensamento – peraltro avvenuto in ampio ritardo rispetto a quanto dovuto – solo a seguito dell'adozione del Regolamento del 19 marzo 2019 che “*istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*”. La disciplina dettata dal Regolamento risulta scarsamente incisiva nella tutela della sicurezza dell'Unione e, a tal proposito, risulta ancora oggi in corso di approvazione una riforma che punta al rafforzamento del meccanismo

investimenti esteri diretti, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 39 ss., ritiene che “*are no general rules of public international law that impose upon States the duty to allow foreign investments in their territory*”.

²⁰⁷ Cfr. UNCTAD, *International Investment Agreements Issues Note*, Ginevra, 2024, pp. 2 ss.

comunitario. A contrario, risulta apprezzabile l'attenzione che l'Unione ha rivolto sui pericoli derivanti dagli investimenti in uscita mediante l'adozione della Raccomandazione del 15 gennaio 2025 sul “*riesame degli investimenti in uscita in settori tecnologici critici per la sicurezza economica dell'Unione*”.

Infine, un ruolo fondamentale è stato svolto dalla Commissione Europea e della Corte di Giustizia sui meccanismi di screening degli investimenti esteri degli Stati membri. Infatti, nonostante le disposizioni dei trattati non vietino siffatti meccanismi, sono stati necessari interventi comunitari a tutela delle nostre libertà garantite dai trattati. A tal proposito, l'Italia è stata oggetto di tre procedure di infrazione, tutte concluse con la sua condanna. Così, l'intervento delle istituzioni comunitarie sulla golden share italiana ha determinato un cambio di paradigma nello screening degli investimenti esteri.

Il terzo capitolo mette in luce come il legislatore italiano, da un lato, privatizzava le proprie imprese e apriva il proprio mercato agli investimenti esteri e, dall'altro lato, manteneva su di esse il controllo sostanziale e limitava la libera circolazione dei capitali. In quel contesto, l'introduzione dei poteri speciali avvenne sulla base dei modelli di *golden share* britannica e *action spécifique* francese. L'istituto, quale modello ibrido tra i due sistemi stranieri di riferimento, era posto al confine tra diritto commerciale e diritto amministrativo. La disciplina è stata oggetto di censure da parte della Corte di Giustizia per la violazione di tutti i principi e le disposizioni stabilite dai trattati rispetto alle limitazioni della libertà di circolazione dei capitali e del diritto di stabilimento.

Infine, il quarto capitolo viene disaminata la disciplina vigente in tema di poteri speciali dello Stato, cioè il *golden power*. Rispetto al passato, emerge una maggior attenzione al rispetto dei principi stabiliti dai trattati e, al contempo, un complessivo declino della qualità legislativa²⁰⁸. Infatti, oltre ai numerosi e ravvicinati interventi di riforma della disciplina, la

²⁰⁸ Così, anche C. DEODATO, *Considerazioni conclusive sulle tendenze e sulle prospettive evolutive del golden power*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 417 ss., ritiene che i numerosi interventi sulla disciplina del 2012 abbia avuto “*l'effetto di una stratificazione a volte disordinata e non sempre sistematica della regolazione di presupposti, procedure ed esiti provvedimenti dell'esercizio dei poteri speciali*” e che, in modo condivisibile, questa “*necessita di una revisione che assicuri*

stessa risulta scarsamente intelleggibile anche agli esperti di settore²⁰⁹. In questo caso, la disciplina trova piena collocazione all'interno del diritto amministrativo, sia per quanto riguarda il procedimento di esercizio dei poteri speciali che per il provvedimento golden power. Quest'ultimo, in ragione delle sue peculiari caratteristiche, è stato oggetto di attenzione sia in dottrina che in giurisprudenza. Il Consiglio di Stato, ricostruendo un decennale dibattito in tema, ha ricondotto il provvedimento golden power alla categoria degli atti di alta amministrazione²¹⁰. Essi si differenziano rispetto alle ben più note categorie dell'atto amministrativo e dell'atto politico in quanto, seppur formalmente sottoponibile al sindacato giurisdizionale, lo stesso appare limitato ai casi di manifesta illogicità. Del resto, l'ampia discrezionalità circa le valutazioni politiche sottese ai poteri speciali, da un lato, non consentono al giudice amministrativo di sostituirsi nella decisione alla Presidenza del Consiglio dei Ministri e, dall'altro lato, lo stesso Consiglio di Stato valorizza le valutazioni politico-discrezionali sottese al provvedimento²¹¹.

La disciplina del golden power viene anche comparata rispetto alla precedente golden share e al modello straniero di riferimento. Così, rispetto alla precedente disciplina, l'attuale assetto di poteri speciali risulta nettamente più pervasivo. La maggior intensità del golden power si manifesta sia rispetto alle imprese potenzialmente soggette, cioè non più circoscritto alle sole grandi imprese pubbliche privatizzate, sia rispetto ai poteri esercitabili, che nel settore delle tecnologie 5G si spingono al punto tale da approvare, modificare o vietare il piano di

all'intera disciplina coerenza sistematica, per mezzo di una più puntuale, ordinata, sicura e uniforme definizione, anche lessicale, di tutti gli aspetti dell'esercizio dei poteri speciali".

²⁰⁹ In questo senso, tra i tanti, L. BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2023, pp. 103 ss.

²¹⁰ Consiglio di Stato, IV sezione, 9 gennaio 2023, n. 289, qualifica implicitamente il provvedimento di esercizio dei poteri speciali quale atto di alta amministrazione, in quanto ha: a) trattato nel merito il provvedimento; b) valorizzato i profili altamente discrezionali; c) ricostruito i canoni legali cui deve attenersi la Presidenza del Consiglio dei Ministri nell'esercitare i poteri speciali.

²¹¹ Consiglio di Stato, IV sezione, 9 gennaio 2023, n. 289, valorizza i profili discrezionali della fase decisoria, la qual *"affronta, inquadra e qualifica l'operazione nell'ambito della più ampia postura politica dello Stato in ottica non solo economica e finanziaria, ma in senso più globale strategica"*. Così, *"il potere di golden power [...], proprio in quanto dettato a tutela di interessi [...] discrezionalmente apprezzati dal Consiglio dei Ministri, esige un fondamento normativo altrettanto ampio, elastico, flessibile ed inclusivo, che consenta di apprestare la massima e più efficace tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti"*.

acquisti. Inoltre, il legislatore ha introdotto altresì un vero e proprio apparato sanzionatorio che può arrivare, in taluni casi, anche al tre per cento del fatturato annuo totale del soggetto inottemperante.

Rispetto ai profili di diritto comparato, i moderni golden power sono stati disciplinati sulla scia di quanto previsto nell'ordinamento giuridico degli Stati Uniti d'America. La disciplina statunitense ruota attorno ai poteri del Presidente degli Stati Uniti e affida l'istruttoria ad un comitato interministeriale altamente specializzato sulla sicurezza nazionale e sugli investimenti esteri (CFIUS). A differenza del modello italiano, tuttavia, il sindacato giurisdizionale risulta ancor più debole – se non totalmente assente – nel merito, con conseguente limitazione di un controllo ai soli profili procedimentali. Il CFIUS, con una differenza meritevole di essere importata nel nostro sistema, dispone di poteri speciali utili a ridurre il numero di casi sottoposti al governo. Così, il comitato riesce a mitigare i rischi connessi alla sicurezza nazionale, talvolta, in concomitanza con la chiusura dell'istruttoria, con conseguente riduzione dei termini procedimentali.

Le evidenze empiriche esposte nelle relazioni annuali sull'esercizio dei poteri speciali presentate dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri dimostrano un utilizzo moderato dei golden powers. Così, a fronte di un elevato numero di notifiche (835 solo nel corso del 2024), i casi di esercizio dei poteri speciali risultano ridotti a 29 operazioni, di cui solo una nella forma di veto all'operazione²¹². Inoltre, a fronte di un elevato numero di notifiche di operazioni non sottoponibili ai poteri speciali (47% delle notifiche totali del 2024), la risposta dovrebbe essere quella di ridefinizione più puntuale dei presupposti di esercizio.

Infine, vengono esposti i profili di sovrapposizione della disciplina golden power rispetto ad altre discipline settoriali potenzialmente applicabili alle medesime operazioni. Tra queste rilevano la disciplina antitrust, la disciplina sulle offerte pubbliche – di scambio e di acquisto – e la disciplina sui sussidi esteri. In questo senso, viene auspicato un intervento per coordinare i differenti procedimenti, anche in ottica di definire un quadro legislativo più chiaro per gli investitori esteri. Del resto, le imprese e gli investitori, a fronte degli elevati costi che

²¹² Cfr. Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione annuale alle Camere 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*, Roma, 2024.

richiedono tali operazioni e della celerità di cui talvolta si necessita per la loro buona riuscita, si trovano dinnanzi all'obbligo di attendere la conclusione di due differenti procedimenti. Inoltre, si aggiunga che tali procedimenti possono giungere ad esiti differenti, l'uno consentendo l'operazione e l'altro vietandola ovvero sottoponendola a condizioni. In caso di esiti procedurali differenti, prevale sempre il divieto, cioè l'operazione non può essere portata a termine.

Le future tendenze inerenti i poteri speciali sembrano orientarsi in senso di maggior rafforzamento dei meccanismi nazionali di screening degli investimenti esteri. Questa prospettiva risulta confermata anche dall'attività dell'Unione rispetto alla riforma in corso di approvazione del Regolamento sul controllo degli investimenti esteri e alla possibile istituzione di un Regolamento inerente il controllo degli investimenti esteri in uscita. Lo scenario internazionale non rassicura certamente circa l'allentamento delle tensioni globali e, anzi, sembra destinato ad aprire nuovi conflitti e, di conseguenza, nuovi pericoli inerenti gli assets strategici degli Stati.

In Italia, la disciplina normativa in tema di poteri speciali necessita di una riforma che, in primo luogo, definisca con maggior puntualità e chiarezza i presupposti di esercizio e, dunque, le situazioni che danno luogo all'obbligo di notifica²¹³. In questo senso, il riordino della disciplina mediante un "Testo Unico sui Poteri Speciali"²¹⁴ e l'adozione di linee guida che definiscano e chiariscano l'esercizio dei poteri speciali: a) non metterebbe la successiva disciplina al riparo da ulteriori interventi di riforma in senso peggiorativo, come già accaduto; b) l'adozione di linee guida, inoltre, rischia solamente di accrescere la confusione della disciplina²¹⁵. Ciò che serve è una maggior attenzione del legislatore per la qualità legislativa e

²¹³ Sulle prospettive di riforma, tra i tanti, Chieppa R., *Conclusioni*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 183 ss., ritiene necessario coinvolgere gli *stakeholders* nel procedimento di esercizio dei poteri speciali. Tale innovazione, seppur meritevole sotto il punto di vista delle garanzie procedurali e dello Stato costituzionale di diritto, sarebbe poco conciliabile con gli interessi essenziali sottesi al procedimento golden power.

²¹⁴ Tale proposta è contenuta in Osservatorio Golden Power, *Documento programmatico. Proposte di revisione della normativa in materia di poteri speciali*, Trento, 2025.

²¹⁵ Così, anche C. DEODATO, *Considerazioni conclusive sulle tendenze e sulle prospettive evolutive del golden power*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 417 ss.

per la cultura della sicurezza nazionale. Così, il legislatore deve decidere se vuol o meno migliorare il quadro normativo in senso di maggior attrattività per gli investimenti esteri, con conseguenti benefici per la collettività, e proteggere più efficacemente gli interessi nazionali da investimenti realmente pregiudizievoli²¹⁶.

Seppur meritevole rispetto alle sue finalità, non sembra condivisibile l'introduzione di un diritto di indennizzo alle imprese cui viene vietata l'operazione ai sensi della disciplina golden power²¹⁷. In primo luogo, in quanto nessuna disposizione impone l'ammissione di capitali esteri nel territorio italiano, allora i privati non sembrano avere alcuna legittima aspettativa circa la conclusione positiva dell'operazione. Inoltre, i privati hanno a loro disposizione l'istituto della prenotifica proprio per ottenere l'orientamento preventivo del governo circa l'esito dell'operazione. Del resto, dalla prassi dei poteri speciali emerge come il veto all'operazione o altre misure che non hanno consentito di portare a termine l'operazione siano circoscritti ad un numero esiguo rispetto anche ai casi di applicabilità della disciplina.

²¹⁶ Del resto, come evidenziato in T. PERROUD, *The screening on foreign direct investment in France*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 71 ss., rispetto alla disciplina francese, una maggior rigidità sulle regole inerenti gli investimenti esteri non comporta una riduzione del flusso di investimenti in entrata. Infatti, il flusso di investimenti esteri in entrata dipende da una serie fitta e non sempre identificabile di variabili ed elementi ulteriori. Così, vengono in rilievo la tassazione sul lavoro e sui redditi di impresa, sulla burocrazia, sulle regole proprie dei singoli settori economici e ulteriori. In questo senso, il legislatore, per aumentare l'entrata di capitali esteri, dovrebbe ripensare l'intero sistema-paese e non solo, come talvolta sembra volersi ritenere, la disciplina golden power.

²¹⁷ Tale tesi è contenuta in F. CINTIOLI, *Natura amministrativa e tratti di "politicità" della decisione sull'esercizio dei poteri speciali alla luce del sindacato del giudice amministrativo*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 263 ss. Il diritto all'indennizzo viene relazionato ai casi in cui "il veto possa assumere un contenuto sostanzialmente espropriativo, in quanto impedisce all'alienante di monetizzare il valore della sua azienda imponendogli la continuità dell'impresa e provocandone comunque un qualche decremento di valore". Inoltre, viene preso come *tertium comparationis* per un eventuale futuro giudizio di legittimità costituzionale il Codice dei beni culturali e del paesaggio che, dinnanzi ad un divieto di alienazione, comporta un diritto di prelazione. Non serve, in questo caso, chiarire la differenza radicale tra gli interessi essenziali tutelati dalla normativa golden power (principio di sovranità popolare di cui all'art. 1, comma secondo, Cost.) rispetto agli interessi tutelati dalla disciplina dei beni culturali e del paesaggio (tutela del paesaggio e del patrimonio storico e artistico di cui all'art. 9, comma secondo, Cost.).

Occorre altresì coordinare le disposizioni golden power con le altre discipline settoriali applicabili e, come ragionevolmente auspicato in dottrina²¹⁸, sembra utile espungere dalle disposizioni in tema di golden power l'art. 1 bis sulle tecnologie 5G e attribuire tali poteri all'Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale (ACN).

Infine, dinnanzi a talune tendenze nazionalistiche sull'esercizio dei poteri speciali, l'istituzione di un vero e proprio meccanismo euro-unitario di screening degli investimenti esteri²¹⁹, che sorpassi l'attuale sistema di coordinamento intergovernativo, può costituire argine a tentazioni dirigistiche e tutelare gli interessi essenziali dell'intera Unione²²⁰, ancor più necessaria in un mercato integrato ed esente da confini.

²¹⁸ Cfr. R. CHIEPPA, *Considerazioni conclusive*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 443 ss. e C. DEODATO, *Considerazioni conclusive sulle tendenze e sulle prospettive evolutive del golden power*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 417 ss. Anche Osservatorio Golden Power, *Documento programmatico. Proposte di revisione della normativa in materia di poteri speciali*, Trento, 2025, pp. 42 ss.

²¹⁹ Così, anche L. BELVISO, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2023, pp. 187 ss.

²²⁰ In argomento A. SANDULLI, *La febbre dei golden power*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3/2022, pp. 743 ss., ritiene che il golden power possa “divenire, sulla scorta del Regolamento UE 2019/452, uno strumento volto anche a favorire il processo di integrazione europea” e che “le novità delle crisi [...] costituiscano un ulteriore passaggio di avvicinamento verso un equilibrio ideale, ancora da rinvenire pienamente”.

BIBLIOGRAFIA

Aicardi N., *Disciplina e contenuti della concessione alla società per azioni "ENEL"*, in *Diritto Amministrativo*, n. 1/1995, pp. 75 ss.

Amato G., *Bentornato Stato, ma*, Bologna, Il Mulino, 2022.

Ambrosini R., *"Sociale" e "parasociale" nella clausola statutaria di gradimento - il commento*, in *Le Società*, n. 2/2009, pp. 162 ss.

Amicarelli B. P., *Il controllo degli investimenti stranieri nel regolamento europeo del 2019*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 6/2019, pp. 753 ss.

Amicarelli B. P., *L'arte della guerra (commerciale) alla Cina: offensive cinesi e difese occidentali*, in *Mercato Concorrenza Regole*, n. 2/2019, pp. 219 ss.

Amiconi C., *La golden share come tecnica di controllo delle public utilities: luci e ombre*, in *Giustizia Civile*, n. 11/1999, pp. 463 ss.

Amiconi C., *Enti pubblici e privatizzazione*, in *Foro Amministrativo*, n. 7-8/1999, pp. 1652 ss.

Amorosino, *Le privatizzazioni in Italia: mito e realtà*, in *Foro Amministrativo*, n. 6/1999, pp. 1367 ss.

Angelini R., *Idee per una "modernizzazione" del golden power*, in *Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence*, 2019, pp. 42 ss.

Argiolas B., *Il procedimento golden power*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 197 ss.

Argiolas B., *Ratio dell'istituto e sua evoluzione normativa*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 47 ss.

Argiolas B., *Il golden power tra Stato e mercato*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 6/2022, pp. 721 ss.

Arnaudo L., *Altri settori rilevanti: salute, agroalimentare, materie prime*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 207 ss.

Arnaudo L., *À l'économie comme à la guerre. Note su golden power, concorrenza e geo-economia.*, in *Mercato Concorrenza Regole*, n. 3/2017, pp. 435 ss.

Baddeley M. C., *Investment. Theories and Analysis*, New York, Palgrave Macmillan, 2003, pp. 4 ss.

Bariatti S., *Current trends in foreign direct investment: open issues on national screening systems*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 39 ss.

Belviso L., *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2023.

Bethlehem D. – McRae D. – Neufeld R. – Van Damme I., *The Oxford Handbook of International Trade Law*, Oxford, Oxford University Press, 2009, pp. 620 ss

Bianconi F., *Golden power e pegno di azioni: il caso Cedacri e i limiti applicativi dei poteri speciali*, in *Le Società*, n. 4/2026, pp. 421 ss.

Bruti Liberati E., *La strategia industriale europea tra intervento pubblico finalistico e dinamiche di mercato*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, n. 2/2023, pp. 252 ss.

Cagnazzo A., *Golden power e profili di diritto comparato*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 325 ss.

Cagnazzo A., *Prassi applicativa e analisi dei dati*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025 pp. 415 ss.

Cagnazzo A., *Profili procedurali del regolamento (UE) 2019/452 e risvolti applicativi*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power*.

Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 291 ss.

Calvo R., *Prerogative speciali e società partecipate dai pubblici poteri: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 2/2009, pp. 381 ss.

Calzolari L., *Ancora una pronuncia in tema di poteri speciali nelle imprese privatizzate: anche la golden share ellenica non sfugge alla censura della Corte di Giustizia*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 2/2013, pp. 584 ss.

Capitanio M. – Baccaro L., *Tecnologia 5G*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 129 ss.

Capitanio M. – Baccaro L., *Comunicazioni*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 185 ss.

Carbone S. M., *Golden share e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 3/2009, pp. 503 ss.

Carbone S. M., *Brevi note in tema di privatizzazioni e diritto comunitario*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 2/1999, pp. 231 ss.

Carrai M. A., *China's foreign direct investment screening and the future of global investment*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 23 ss.

Carpagnano M., *Il rapporto tra la disciplina golden power e le altre discipline di settore*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 179 ss.

Carreau D. – Juillard P., *Droit international économique*, Parigi, Éditions Dalloz, 2003, pp. 371 ss.

Cassese S., *Il controllo degli investimenti esteri*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 1/2025, pp. 11 ss.

Cassese S., *Stato e globalizzazione: chi vince e chi perde?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 2/2024, pp. 529 ss.

Cassese S., *La democrazia e i suoi limiti*, Milano, Mondadori, 2019, pp. 113 ss.

Cassese S., *La crisi dello Stato*, Roma, Editori Laterza, 2002, pp. 21 ss.

Cassese S., *I controlli pubblici sulle privatizzazioni*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 8/2001, pp. 855 ss.

Cavino M., *Ordinamento giuridico e sistema delle fonti*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2021, pp. 110 ss.

Cavino M. – Malvicini M., *Le guerre dell'Italia repubblicana*, Bologna, Il Mulino, 2023, pp. 11 ss.

Cavino M. – Conte L., *Istituzioni di diritto pubblico*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2021, pp. 353 ss.

Cazzato C. E. – Occhipinti S., *Golden power e diritto antitrust: hic sunt leones*, in *Unione Europea e Diritti*, n. 1/2026, pp. 1 ss.

Cazzato C. E., *Golden power e diritto antitrust*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 351 ss.

Chieppa R. – Piro C. D., *Dal D.L. n. 21/2012 al D.L. n. 21/2022 e agli ultimi interventi normativi*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 21 ss.

Chieppa R., *Considerazioni conclusive*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 443 ss.

Chieppa R., *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*, 2022, pp. 2 ss.

Chieppa R., *Conclusioni*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 183 ss.

Chiri S. – Panetta F., *Privatizzare: come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese*, in Servizio Studi Banca d'Italia, n. 198/1993, pp. 7 ss.

Chiti M. P., *Monismo o dualismo in diritto amministrativo: vero o falso dilemma?*, in Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico, n. 2/2000, pp. 301 ss.

Cintioli F., *Natura amministrativa e tratti di "politicalità" della decisione sull'esercizio dei poteri speciali alla luce del sindacato del giudice amministrativo*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 263 ss.

Cirenei M. T., *Liberalizzazioni, servizi di interesse economico generale, e sussidi incrociati: la direttiva della Commissione 2000/52/CE e il nuovo ambito della "disciplina trasparenza"*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 2/2001, pp. 281 ss.

Cirenei M. T., *Le società di diritto "speciale" tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e "poteri speciali"*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 4/1996, pp. 771 ss.

Cirielli P., *I settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni di cui all'art. 2, comma 1, D.L. n. 21/2012*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 75 ss.

Cirielli P., *Il regolamento di cui al D.P.C.M. 1° agosto 2022, n. 133*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 225 ss.

Cirielli P., *Profili procedurali*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 379 ss.

Clarich M., *Nuovi scenari globali e diritto dell'economia*, in Rivista della Regolazione dei mercati, n. 2/2024, pp. 425 ss.

Clarich M., *La disciplina dei golden power tra Stato, mercato ed equilibri geopolitici*, in Giurisprudenza Commerciale, n. 4/2024, pp. 702 ss.

Clarich M., *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, in Rivista della Regolazione dei mercati, n. 2/2020, pp. 230 ss.

Clarich M., *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 115 ss.

Clarich M., *Populismo, sovranismo e Stato regolatore: verso il tramonto di un modello*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 1/2018, pp. 2 ss.

Clarich M., *Società di mercato e quasi-amministrazioni*, in *Diritto Amministrativo*, n. 2/2009, pp. 253 ss.

Clarich M., *Privatizzazioni e trasformazioni in atto nell'amministrazione italiana*, in *Diritto Amministrativo*, n. 4/1995, pp. 519 ss.

Clausi M., *Profili giuridici delle privatizzazioni*, in *Giurisprudenza di Merito*, n. 2/1999, pp. 435 ss.

Crespi Reghizzi G., *La disciplina giuridica degli investimenti stranieri nella Federazione Russa*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 1/2021, pp. 26 ss.

Collins D., *An Introduction to International Investment Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2023, pp. 1 ss.

Comino A., *Golden powers per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 5/2014, pp. 1019 ss.

Costi R., *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 1/1995, pp. 77 ss.

Cudia C., *Considerazioni sull'atto politico*, in *Diritto Amministrativo*, n. 3/2021, pp. 621 ss.

D'Alberti M., *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 83 ss.

D'Alberti M., *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Bologna, Il Mulino, 2008, pp. 110 ss.

Del Vecchio P. – Giordano A., *Il golden power nel settore dell'energia*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 147 ss.

Demuro I., *La necessaria oggettività per l'esercizio dei poteri previsti dalla golden share*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 4/2009, pp. 640 ss.

De Nitto S., *Il golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale: alla ricerca di un delicato equilibrio*, in *Diritto Amministrativo* n. 2/2022, pp. 553 ss.

De Rosa G., *La Corte di Giustizia condanna i criteri di esercizio della golden share*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 6/2009, pp. 1649 ss.

De Vido S., *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares: violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali o sul diritto di stabilimento?*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 4/2007, pp. 861 ss.

Deodato C., *Considerazioni conclusive sulle tendenze e sulle prospettive evolutive del golden power*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 417 ss.

Di Fiore G., *Privatizzazioni e interesse pubblico tra efficienza e garanzie*, in *Notariato*, n. 4/2001, pp. 403 ss.

Di Pietro I. – Mari S., *Il cloud e gli ulteriori servizi, beni, rapporti, attività e tecnologie rilevanti ai fini della sicurezza cibernetica*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 357 ss.

Di Porto F., *Note sul regime giuridico delle privatizzazioni in Italia. In particolare nei servizi pubblici essenziali*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 6/1999, pp. 738 ss.

Di Via L. – Pasquale L., *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, in *Mercato Concorrenza Regole*, n. 1/2020, pp. 99 ss.

Dolzer R. – Schreuer C., *Principles of international investment law*, Oxford, Oxford University Press, 2022, pp. 132 ss.

Donati F., *La regolazione economica nel nuovo modello europeo di disciplina dei mercati*, in *Rivista della Regolazione di mercati*, n. 2/2024, pp. 361 ss.

Donativi V., *Gli obblighi di notifica*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 127 ss.

Draetta U. – Bestagno F. – Santini A., *Elementi di diritto dell'Unione europea. Parte istituzionale. Ordinamento e struttura dell'Unione europea*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, pp. 2 ss.

Draetta U. – Parisi N., *Elementi di diritto dell'Unione europea. Parte speciale. Il diritto sostanziale*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2018, pp. 103 ss.

Ferrarini G., *Le difese ostili contro le O.P.A. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, n. 5/2000, pp. 737 ss.

Fiorentino L., *Verso una cultura del golden power*, in *Golden Power*, Speciale GNOSIS. *Rivista Italiana di Intelligence*, 2019, pp. 20 ss.

Fiorentino S., *Il golden power e il diritto dell'Unione europea*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 29 ss.

Francario F., *Privatizzazioni, dismissioni e destinazione "naturale" dei beni pubblici*, in *Diritto Amministrativo*, n. 1/2004, pp. 89 ss.

Freni E., *Golden share: raggiunta la compatibilità con l'ordinamento comunitario? - Il commento*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 1/2013, pp. 25 ss.

Freni E., *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto – commento*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 2/2007, pp. 145 ss.

Freni E., *Golden share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi – commento*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 10/2002, pp. 1045 ss.

Freni E., *L'incompatibilità con le norme comunitarie della disciplina sulla golden share – commento*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 11/2001, pp. 1145 ss.

Fumagalli L., *The global rush towards national screening systems on foreign direct investment: a movement facing no limits? Remarks from the point of view of public international law*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 45 ss.

Galgano F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, Il Mulino, 2005, pp. 24 ss.

Gallo D., *Investimenti esteri diretti e Golden Power, oggi*, in *Unione Europea e Diritti*, n. 3/2025, pp. 1 ss.

Gallo D., *Sovranità (europea?) e controllo degli investimenti esteri*, in *AISDUE*, n. 20/2022, pp. 194 ss.

Gallo D., *Corte di Giustizia UE, golden shares e investimenti sovrani*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 4/2013, pp. 917 ss.

Gambaro A. – Sacco R., *Trattato di Diritto Comparato. Sistemi Giuridici Comparati*, Milano, UTET Giuridica, 2021, pp. 23 ss.

Garofoli R., *Golden power: mercato e protezione degli interessi nazionali*, in *Federalismi*, 2022.

Garofoli R., *Il controllo sugli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 91 ss.

Garofoli R., *Golden share e authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 1/1998, pp. 159 ss.

Gaspari F., *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi socioeconomica e politica dell'Unione europea*, in *Federalismi*, n. 16/2020, pp. 118 ss.

Fulghieri P. – Zingales L., *Privatizzazioni e struttura del controllo societario: il ruolo della “public company”*, in Giavazzi F. – Penati A. – Tabellini G. (a cura di), *Liberalizzazione dei mercati e privatizzazioni*, Il Mulino, Bologna, 1998, pp. 107 ss.

Ghezzi F., *Golden Power e disciplina della concorrenza*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2025, pp. 295 ss.

Ghezzi F. – Botta M., *Standard di valutazione, interessi nazionali ed operazioni di concentrazione in Europa e negli Stati membri, tra spinte centrifughe ed effetti di spill-over*, in *Rivista delle Società*, n. 4/2018, pp. 1047 ss.

Gliubich S., *Il Regolamento europeo per il controllo degli investimenti diretti esteri. Opportunità o occasione mancata per i “poteri speciali” dell’Unione europea?*, in *Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence*, 2019, pp. 28 ss.

Grande E., *Il regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti (IDE) e il meccanismo di cooperazione*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 287 ss.

Grande E., *Golden power e sovvenzioni estere*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 371 ss.

Gobbato S., *Golden share ed approccio uniforme in materia di capitali nella recente giurisprudenza comunitaria*, in *Diritto dell’Unione Europea*, n. 2/2004, pp. 427 ss.

Guaccero A., *Compliance e tutela degli investimenti esteri diretti. Spunti di comparazione tra Stati Uniti ed Europa*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 141 ss.

Guaccero A. - Pan J. E. - Chester M., *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Rivista delle Società*, n. 6/2008, pp. 1359 ss.

Gulotta C. *Il sostegno alle esportazioni nel diritto internazionale*, Milano, Giuffrè Editore, 2015, pp. 166 ss.

Irti N., *Economia di mercato e interesse pubblico*, Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile, n. 2/2000, pp. 435 ss.

Jaeger P. G., *Privatizzazioni; “Public Companies”; problemi societari*, in Giurisprudenza Commerciale, n. 1/1995, pp. 5 ss.

Kissinger H., *Cina*, Milano, Mondadori, 2023, pp. 436 ss.

Kissinger H., *Ordine mondiale*, Milano, Mondadori, 2025, pp. 234 ss.

Lamandini M., *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in Giurisprudenza Commerciale, n. 5/2016, pp. 671 ss.

Lazzara P., *Libera circolazione dei capitali e “golden share”*, in Foro Amministrativo: Consiglio di Stato, n. 7-8/2002, pp. 1607 ss.

Leandro A., *I rapporti internazionali d’impresa al vaglio delle misure restrittive adottate dall’Unione europea in occasione del conflitto russo-ucraino*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 2/2022, pp. 243 ss.

Libonati B., *La faticosa “accelerazione” delle privatizzazioni*, in Giurisprudenza Commerciale, n. 1/1995, pp. 20 ss.

Lonardi M., *Golden power e sicurezza alimentare: il caso Syngenta*, in Rivista della Regolazione dei mercati, n. 2/2022, pp. 669 ss.

Lowenfeld A. F., *International Economic Law*, Oxford University Press, Oxford, 2002, pp. 387 ss.

Magliano R., *Gli investimenti esteri dal Regolamento UE 2019/452 alla sentenza Xella Magyarország: prospettive e problemi aperti in direzione di un modello europeo di protezione strategica?*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 3/2025, pp. 567 ss.

Magliano R., *La ricerca di equilibrio tra investimenti esteri diretti e interventi emergenziali a tutela dell'interesse strategico nazionale: una sfida per l'Unione Europea*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 4/2021, pp. 1057 ss.

Magliano R., *Tutela degli interessi strategici e controllo degli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 3/2018, pp. 699 ss.

Magliano R., *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e "sviamento protezionistico"*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 2/2014, pp. 319 ss.

Magliano R., *Neo colbertismo domestico e misure difensive antiscalata*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 3/2012, pp. 653 ss.

Magliano R., *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 1/2010, pp. 61 ss.

Maltoni A. – Palmieri M., *I poteri di nomina e di revoca in via diretta degli enti pubblici nelle società per azioni ex art. 2449 c.c.*, in Diritto Amministrativo, n. 2/2009, pp. 267 ss.

Mameli B., *La privatizzazione delle società in mano pubblica dinanzi alla Corte di Giustizia – Il commento*, in Urbanistica e Appalti, n. 7/2005, pp. 846 ss.

Manciulli A., *Golden power, interesse nazionale e cultura della sicurezza economica*, in Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence, 2019, pp. 136 ss.

Mann C., *The global rush toward foreign direct investment screening: lesson from the United States*, in Napolitano G. (a cura di), Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 15 ss.

Marini L., *Privatizzazioni e liberalizzazione delle condizioni concorrenziali nella comunità europea*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 1/1999, pp. 167 ss.

Martin P. – Turrini R., *Privatizzazioni: l'esempio francese*, in Le Società, n. 9/1994, pp. 1285 ss.

Martini F., *La sicurezza nazionale nel libero mercato globalizzato. Focus sul settore delle comunicazioni*, in Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario, n. 4/2024, pp. 697 ss.

Masotto L., *Il golden power alla prova del procedimento e del processo amministrativo*, in Giornale di Diritto Amministrativo, n. 5/2022, pp. 662 ss.

Mauro M. R., *Diritto internazionale dell'economia. Teoria e prassi delle relazioni economiche internazionali*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2019, pp. 352 ss.

Messa P., *Oltre il golden power. Il modello americano e il dibattito in Europa*, in Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence, 2019, pp. 145 ss.

Messineo D., *Atti politici, stato di diritto, strumenti di verifica della giurisdizione*, in Diritto Amministrativo, n. 4/2013, pp. 717 ss.

Mattarella B. G., *I poteri speciali in materia di cybersecurity*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), Golden Power, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 401 ss.

Mattarella B. G., *Il rapporto autorità-libertà e il diritto amministrativo europeo*, in Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico, n. 4/2006, pp. 909 ss.

Miles K., *The Origins of International Investment Law, Empire, Environment, and the Safeguarding of Capital*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, pp. 822 ss.

Modulo F., *Gli strumenti di compliance e di tutela degli investitori stranieri in Italia*, in Napolitano G. (a cura di), Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 169 ss.

Mola L., *Tutela giurisdizionale di investitori "extra UE" negli Stati membri, in forza del diritto dell'Unione. Una questione à la croisée des chemins*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 4/2023, pp. 797 ss.

Moliterni A., *Metamorfosi dell'intervento pubblico nell'economia*, in Rivista della Regolazione dei mercati, n. 1/2024, pp. 63 ss.

Montini M., *Investimenti internazionali, protezione dell'ambiente e sviluppo sostenibile*, Milano, Giuffrè Editore, 2015, pp. 60 ss.

Morgante R., *L'autorità di controllo sugli investimenti esteri diretti: profili organizzativi*, in Giornale di Diritto Amministrativo, n. 1/2024, pp. 29 ss.

Mucciarelli F. M., *La sentenza “Volkswagen” e il pericolo di una “convergenza” forzata tra gli ordinamenti societari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 2/2009, pp. 273 ss.

Munari F. – Cellerino C., *General principles of EU law and international investment arbitration*, *Diritto del Commercio Internazionale*, n.1/2016, pp. 115 ss.

Napolitano G., *Dalla golden share al golden power*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 11 ss.

Napolitano G., *Diritto amministrativo e transizioni del sistema politico italiano*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n.6/2024, pp. 793 ss.

Napolitano G., *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 5/2019, pp. 495 ss.

Napolitano G., *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 1/2019, pp. 2 ss.

Napolitano G., *Foreing direct investment screening: open questions and future challenges*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019.

Napolitano G., *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 121 ss.

Nascimbene B., *Norme nazionali sulle golden shares e diritto comunitario*, in *Il Corriere Giuridico*, n. 8/2009, pp. 1017 ss.

Oddenino A., *Pacta sunt servanda e buona fede nell'applicazione dei trattati internazionali. spunti ricostruttivi*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2003, pp. 1 ss.

Pallotta O., *I presupposti oggettivi e soggettivi*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 79 ss.

Panizza R., *L'instabilità economica mondiale*, Torino, Selcom Editoria, 2001, pp. 321 ss.

Panucci M., *Golden power. Cornice europea e nuovi paradigmi di concorrenza*, in *Golden Power, Speciale GNOSIS. Rivista Italiana di Intelligence*, 2019, pp. 124 ss.

Patti G., *I diritti speciali dello Stato tra libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario*, in *Europa e Diritto Privato*, n. 2/2011, pp. 525 ss.

Pecoraro C., *Privatizzazione dei diritti speciali di controllo dello Stato e dell'ente pubblico nelle s.p.a.: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Rivista delle Società*, n. 5/2009, pp. 947 ss.

Peroni G., *Stabilità economica e sostenibilità nel diritto internazionale*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pp. 168 ss.

Perroud T., *The screening on foreign direct investment in France*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 71 ss.

Pettinato C., *The new EU regulation on foreign direct investment screening: rationale and main elements*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 57 ss.

Picotti L., *Note sulla quinta relazione FDI dell'Unione Europea*, in Osservatorio Golden Power.

Picotti L., *L'Unione europea tra libero mercato e nuovi paradigmi: note sulla quarta relazione FDI*, in Osservatorio Golden Power.

Picozza E., *Diritto dell'economia: disciplina pubblica*, Padova, Cedam, 2005, pp. 3 ss.

Piro C. D., *La prenotifica e le ulteriori misure di semplificazione*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 219 ss.

Pitruzzella G., *Foreign direct investment screening in EU*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 63 ss.

Pittelli D., *Golden Power e procedimento amministrativo: limiti, garanzie e zone grigie*, in *Federalismi*, n. 16/2024, pp. 180 ss.

Pizza P., *Società per azioni di diritto singolare, diritto comune della società per azioni e libera circolazione dei capitali: il caso Volkswagen*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 5/2008, pp. 1177 ss.

Porro G., *Studi di diritto internazionale dell'economia*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2006, pp. 97 ss.

Prentini F., *Golden power: una tela di Penelope?*, in *Rivista delle Società*, n. 2-3/2022, pp. 667 ss.

Pugliese S., *Toward a new EU strategic dimension: common purchase and investment screening mechanisms as a means of crisis preparedness and management*, in *Diritto dell'Unione Europea*, n. 2/2022, pp. 391 ss.

Ramajoli M., *Soft law e ordinamento amministrativo*, in *Diritto Amministrativo*, n. 1/2017, pp. 147 ss.

Ramajoli M., *La regolazione amministrativa dell'economia e la pianificazione economica nell'interpretazione dell'art. 41 della Costituzione*, in *Diritto Amministrativo*, n. 1/2008, pp. 121 ss.

Ramajoli M., *Il controllo della Corte dei Conti sugli enti pubblici economici trasformati in società per azioni*, in *Diritto Amministrativo*, n. 2/1995, pp. 203 ss.

Rescigno M., *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5/2020, pp. 847 ss.

Riganti F., *Annotazioni critiche in tema di Golden Powers e Stato regolatore del mercato*, in *Giurisprudenza Italiana*, n. 8-9/2022, pp. 1909 ss.

Rimini E., *Golden power: nuove regole per le imprese o neo protezionismo?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 6/2024, pp. 1217 ss.

Rojas Elgueta G., *Il rapporto tra discipline nazionali in materia di foreign direct investment screening e diritto internazionale degli investimenti*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 175 ss.

Rossi Dal Pozzo F. - Latorre E., *La tutela del mercato unico fra golden power, antitrust e controllo sui sussidi esteri*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 4/2023, pp. 737 ss.

Sacco Ginevri A. – Scipione L., *Capital Markets Union e interessi strategici nazionali*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2025, pp. 441 ss.

Sacco Ginevri A., *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 2/2021, pp. 282 ss.

Sacco Ginevri A., *Golden powers e funzionamento delle imprese strategiche*, in Napolitano G. (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 153 ss.

Sacco Ginevri A., *I “Golden powers” nei settori strategici dell’economia*, in *Federalismi*, n. 22/2016.

Sacco Ginevri A., *Appunti sulla derogabilità della regola “un amministratore-un voto in consiglio di amministrazione” di s.p.a.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5/2012, pp. 721 ss.

Salacuse J. W., *The Law of Investment Treaties*, Oxford, Oxford University Press, 2015, pp. 141 ss.

Salamone L. V. M., *La disciplina giuridica dei poteri speciali dello Stato per la tutela delle attività e degli asset di rilevanza strategica nel settore spaziale e aerospaziale*, in *Federalismi*, n. 32/2025, pp. 182 ss.

Salerno L., *Golden shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 3/2002, pp. 671 ss.

Sandulli A., *Corte di Giustizia dell'Unione europea, libertà di stabilimento, limiti al golden power*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2023, pp. 355 ss.

Sandulli A., *Esercizio dei poteri speciali e sorte dell'impresa strategica*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 4/2023, pp. 463 ss.

Sandulli A., *La febbre dei golden power*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3/2022, pp. 743 ss.

Sandulli A., *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Diritto Pubblico*, n. 2/2020, pp. 405 ss.

San Mauro C., *I poteri speciali del governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici: dalla golden share ai golden powers*, in *Foro Amministrativo*, n. 11/2015, pp. 2951 ss.

San Mauro C., *La disciplina della golden share dopo la sentenza della Corte di Giustizia c-326/07*, in *Concorrenza e Mercato*, n. 1/2010, pp. 409 ss.

Santonastaso Postilla F., *La saga "della golden share" tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 3/2007, pp. 302 ss.

Santoro M., *La sindacabilità dei provvedimenti golden power*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 309 ss.

Scarchillo G. – Imperia A., *Golden powers: una terza via per l'intervento pubblico in mercati internazionali strategici*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 3/2023, pp. 591 ss.

Scarchillo G., *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*, n. 2/2020, pp. 569 ss.

Scarchillo G., *Privatizzazioni e settori strategici. L'equilibrio tra interessi statali e investimenti stranieri nel diritto comparato*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2018, pp. 1 ss.

Scarchillo G., *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contratto e Impresa*, n. 2/2015, pp. 619 ss.

Schill S. W., *The Multilateralization of International Investment Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, pp. 15 ss.

Scipione L., *Il golden power come strumento attivo per una politica industriale "sostenibile"*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 4/2024, pp. 838 ss.

Scipione L., *La "golden share" nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Le Società*, n. 7/2010, pp. 855 ss.

Sciso E., *Appunti di diritto internazionale dell'economia*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2007, pp. 167.

Screpanti S., *Il golden power nel settore dei trasporti*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 161 ss.

Scorza G., *Golden power e dati personali*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 401 ss.

Scuto F., *L'intervento pubblico nell'economia tra Costituzione economica e Next Generation EU*, in *Federalismi*, n. 4/2022, pp. 916 ss.

Sinagra A. – Bargiacchi P., *Lezioni di diritto internazionale pubblico*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, pp. 148 ss.

Sornarajah M., *The International Law on Foreign Investment*, Cambridge, Cambridge University Press, 2021, pp. 1 ss.

Spagnoletto E. – Di Prospero T., *Inottemperanza e calcolo delle ammende*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 267 ss.

Spatini G. C., *La “golden share” “all’italiana” finalmente “presa sul serio” dalla Corte di giustizia? La nuova (e forse perplessa) condanna della “Grundnorm” delle privatizzazioni “sostanziali”*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 1/2009, pp. 1599 ss.

Spatini G. C., *“Vere” e “false” “golden shares” nella giurisprudenza comunitaria e la “deriva sostanzialista” della Corte di Giustizia, ovvero il “formalismo” del principio della “natura della cosa”: il caso Volkswagen, e altro*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 1/2008, pp. 303 ss.

Squaratti V., *I limiti imposti dal diritto dell’Unione europea all’intervento pubblico nell’economia: la neutralità delle modalità di perseguimento di obiettivi imperativi di interesse generale*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, n. 4/2014, pp. 1073 ss.

Stiglitz J. E., *Globalisation and Its Discontent*, New York City, W. W. Northon & Company, 2001.

Tesaro G., *Manuale di diritto dell’Unione europea. Volume Primo*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2023, pp. 3 ss.

Tesaro G., *Manuale di diritto dell’Unione europea. Volume Secondo*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2021, pp. 157 ss.

Thaler R. H. – Sunstein C. R., *Nudge. La spinta gentile*, Milano, Feltrinelli, 2024.

Torchia L., *Politica industriale e regolazione*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 1/2015, pp. 1 ss.

Torchia L., *I mercati e la loro disciplina: il bilancio di un decennio*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2024, pp. 315 ss.

Tuccillo R., *Le tipologie di decisioni: le prescrizioni, le raccomandazioni e le verifiche di ottemperanza*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 243 ss.

Tuccillo R., *Le reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), Golden Power, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 343 ss.

Ursi R. – Matassa M., *Difesa e sicurezza nazionale*, in Cazzato G. E. e Fiorentino S. (a cura di), La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore, 2025, pp. 105 ss.

Valaguzza S., *Giurisprudenza comunitaria in tema di golden share e principio di legalità*, in Foro Amministrativo: Consiglio di Stato, n. 10/2003, pp. 2752 ss.

Valensise B., *I settori della difesa e della sicurezza nazionale*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), Golden Power, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 47 ss.

Valensise B., *I nuovi settori di cui all'art. 2, comma 1-ter, del D.L. n. 21/2012*, in Chieppa R., Piro C. D. e Tuccillo R. (a cura di), Golden Power, Piacenza, La Tribuna, 2025, pp. 101 ss.

Vellucci S., *The new regulation on the screening of FDI: the quest for a balance to protect EU's essential interests*, in Diritto del Commercio Internazionale, n. 1/2019, pp. 122 ss.

Ventura R., *Le società miste tra pubblico e privato: osservazioni in margine a un caso recente*, in Giurisprudenza Italiana, n. 8-9/1998, pp. 307 ss.

Vilgar E., *Diritto e organizzazione nella comunità economica internazionale*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2000, pp. 41 ss.

Villani U., *Lezioni di diritto internazionale*, Bari, Cacucci Editore, 2023, pp. 113 ss.

Vinci V., *Il riesame degli investimenti in uscita nei settori tecnologici critici nell'ambito della strategia europea per la sicurezza economica*, in Rivista della Regolazione dei mercati., n. 1/2025, pp. 268 ss.

Zampetti E., *Infrastrutture e golden power*, in Diritto Amministrativo, n.1/2025, pp. 177 ss.

Giurisprudenza

Corte Internazionale di Giustizia, 5 febbraio 1970, *Case Concerning The Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited, (Belgium v. Spain)*.

Tribunale per i reclami Iran-Statì Uniti, 27 marzo 1986, n. 129, *Sedco, Inc. v. National Iranian Oil Company and The Islamic Republic of Iran*.

Corte di Giustizia, 23 maggio 2002, sentenza C-58/99, Commissione v. Italia.

Corte di Giustizia, 4 giugno 2002, sentenza C-367/98, Commissione v. Portogallo.

Corte di Giustizia, 4 giugno 2002, sentenza C-483/99, Commissione v. Francia.

Corte di Giustizia, 4 giugno 2002, sentenza C-503/99, Commissione v. Belgio.

Corte di Giustizia, 13 maggio 2003, sentenza C-463/00, Commissione v. Spagna.

Corte di Giustizia, 13 maggio 2003, sentenza C-98/01, Commissione v. Regno Unito.

Corte di Giustizia, 2 giugno 2005, sentenza C-174/04, Commissione v. Italia.

Corte di Giustizia, 28 settembre 2006, sentenza C-282/04 e C-283/04, Commissione v. Paesi Bassi.

Corte di Giustizia, 23 ottobre 2007, sentenza C-112/05, Commissione v. Germania.

Corte di Giustizia, 6 dicembre 2007, sentenza C-463/04 e C-464/04, Federconsumatori v. Comune di Milano.

Corte di Giustizia, 14 febbraio 2008, sentenza C-274/06, Commissione v. Spagna.

Corte di Giustizia, 17 luglio 2008, sentenza C-207/07, Commissione v. Spagna.

Corte di Giustizia, 26 marzo 2009, sentenza C-326/07, Commissione v. Italia.

Corte di Giustizia, 8 luglio 2010, sentenza C-171/08, Commissione v. Portogallo.

Corte di Giustizia, 11 novembre 2010, sentenza C-543/08, Commissione v. Portogallo.

Corte di Giustizia, 10 novembre 2011, sentenza C-212/09, Commissione v. Portogallo.

Corte di Giustizia, 8 novembre 2012, sentenza C-244/11, Commissione v. Grecia.

Corte di Giustizia, 22 ottobre 2013, sentenza C-95/12, Commissione v. Germania.

Corte di Giustizia, 13 luglio 2023, sentenza C-106/22, Commissione v. Ungheria.

Consiglio di Stato, IV sezione, 9 gennaio 2023, n. 289.

Consiglio di Stato, IV sezione, 7 giugno 2022, n. 4636.

Consiglio di Stato, V sezione, 1 febbraio 2021, n. 936.

Consiglio di Stato, IV sezione, 29 febbraio 2016, n. 808.

Consiglio di Stato, V sezione, 27 luglio 2011, n. 4502.

Corte Costituzionale, 5 aprile 2012, n. 81.

Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 13 aprile 2022, n. 4488.

Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 13 aprile 2022, n. 4486.

Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 24 luglio 2020, n. 8742.

Tribunale Amministrativo Regionale Lazio, Roma, I sezione, 16 luglio 2020, n. 8162.

Comunicazioni e altri atti

Commissione Europea, Comunicazione “*Relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari*”, n. 220/1997.

Commissione Europea, Comunicazione “*Verso una politica globale europea degli investimenti internazionali*”, Bruxelles, n. 343/2010.

Commissione Europea, Comunicazione “*Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando nel contempo gli interessi fondamentali*”, n. 494/2017.

Commissione Europea, Comunicazione “*UE-Cina – Una prospettiva strategica*”, n. 5/2019.

Commissione Europea, Comunicazione “*Risposta economica coordinata all’emergenza COVID-19*”, n. 112/2020.

Commissione Europea, Comunicazione “*Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell’aggressione militare contro l’Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni*”, n. 151/2022.

Commissione Europea, Comunicazione “*Impulso alla sicurezza economica dell’Europa: introduzione a cinque nuove iniziative*”, n. 22/2024.

Commissione Europea, Libro bianco sugli investimenti in uscita, n. 24/2024.

Report

Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Prima relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri in entrata nell’Unione*, Bruxelles, 2021.

Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Seconda relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri in entrata nell’Unione*, Bruxelles, 2022.

Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Terza relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri in entrata nell’Unione*, Bruxelles, 2023.

Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri in entrata nell’Unione*, Bruxelles, 2024.

Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Quinta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri in entrata nell'Unione*, Bruxelles, 2025.

OECD, *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment (Fifth Edition)*, Parigi, OECD Publishing, 2025, pp. 16 ss.

OECD, *OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index 2024: Key findings and trends*, Parigi, OECD Publishing, 2025, pp. 7 ss.

OECD, *“Indirect Expropriation” and the “Right to Regulate” in International Investment Law*, Parigi, OECD Publishing, 2024, pp. 2 ss.

OECD, *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU*, Parigi, OECD Publishing, 2022, pp. 14 ss.

Osservatorio Golden Power, *Documento programmatico. Proposte di revisione della normativa in materia di poteri speciali*, Trento, 2025.

Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione annuale alle Camere 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*, Roma, 2024.

Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione annuale alle Camere 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*, Roma, 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*, Roma, 2022.

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 (Golden Power)*, Roma, 2021.

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 (Golden Power)*, Roma, 2020.

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*, Roma, 2019.

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*, Roma, 2018.

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*, Roma, 2016.

Senato della Repubblica, *Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del governo. Documento di analisi n. 28*, Roma, pp. 14 ss.

Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza*, Roma, 2024, pp. 42 ss.

Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza*, Roma, 2023, pp. 82 ss.

Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza*, Roma, 2022, pp. 71 ss.

Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza*, Roma, 2021, pp. 19 ss.

Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza*, Roma, 2020, pp. 15 ss.

Presidenza del Consiglio dei Ministri – Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione annuale sulla politica dell'informazione per la sicurezza*, Roma, 2019, pp. 62 ss.

UN, *World Investment Report*, New York, United Nations Publications, 2025, pp. 5 ss.

UNCTAD, *International Investment Agreements Issues Note*, Ginevra, 2024, pp. 2 ss.

Trattati

Bilateral Investment Treaty between Australia and Emirati Arabi Uniti, 6 novembre 2024.

Bilateral Investment Treaty between Bahrain and Repubblica di Corea, 26 dicembre 2024.

Bilateral Investment Treaty between Bielorussia and Romania, 31 maggio 1995, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Bielorussia and Turchia, 14 febbraio 2018.

Bilateral Investment Treaty between Brasile and India, 25 gennaio 2020, Art. 2.

Bilateral Investment Treaty between Canada and Kwait, 26 settembre 2011, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Chile and Norvegia, 1 giugno 1993.

Bilateral Investment Treaty between Cina and Angola, 6 dicembre 2023, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Cina and Libano, 13 giugno 1996.

Bilateral Investment Treaty between Cina and Venezuela, 15 novembre 2024.

Bilateral Investment Treaty between Colombia and Israele, 30 settembre 2013.

Bilateral Investment Treaty between Emirati Arabi Uniti and Zimbabwe, 16 giugno 2018, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Georgia and Ungheria, 19 luglio 2024.

Bilateral Investment Treaty between Giappone and Marocco, 8 gennaio 2020, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Giappone and Zambia, 6 febbraio 2025, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between India and Lituania, 31 marzo 2011, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Indonesia and Sri Lanka, 10 giugno 1996, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Indonesia and Svizzera, 24 maggio 2022, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Israele and Emirati Arabi Uniti, 20 ottobre 2020, Sez. A.

Bilateral Investment Treaty between Israele and Filippine, 7 giugno 2022, Sez. A.

Bilateral Investment Treaty between Israele and Giappone, 1 febbraio 2017, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Kenya and Singapore, 12 giugno 2018.

Bilateral Investment Treaty between Libia and Spagna, 17 dicembre 2007, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Malesia and San Marino, 27 settembre 2012, Art. 2.

Bilateral Investment Treaty between Nicaragua and Federazione Russa, 26 gennaio 2012, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Nuova Zelanda and Emirati Arabi Uniti, 14 gennaio 2025.

Bilateral Investment Treaty between Regno Unito and Marocco, 30 ottobre 1990, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Singapore and Ruanda, 14 giugno 2018, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Stati Uniti and Rwanda, 19 febbraio 2008, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Thailandia and Sri Lanka, 3 gennaio 1996.

Bilateral Investment Treaty between Turchia and Guatemala, 21 dicembre 2012, Art. 1.

Bilateral Investment Treaty between Ucraina and Qatar, 20 marzo 2018, Art. 1.

RINGRAZIAMENTI

Un ringraziamento speciale va al mio relatore, il Professor Avvocato Eugenio Bruti Liberati, per aver assolto alla funzione più importante del mio percorso: l'ispirazione. Una menzione speciale ai momenti speciali vissuti a lezione, la sua capacità di guardare oltre e il suo sostegno.

Ringrazio la mia famiglia per aver creduto in me e nelle mie idee. Ringrazio mia madre per i suoi sacrifici e per avermi fatto comprendere la fondamentale funzione che lo studio svolge nel pieno sviluppo della persona umana. Ringrazio mia nonna per il suo sostegno incondizionato e i suoi insegnamenti.

Un sincero sentimento di gratitudine verso i miei amici e le mie amiche per aver condiviso con me la loro vita. Grazie per essere la mia espressione di libertà ed inesauribile fonte di certezza.

Un pensiero alle mie compagne e ai miei compagni di università per aver reso indimenticabili questi anni.

Una menzione ai miei amici pelosi per essere con me oltre ogni limite e immaginazione.

Grazie all'Università del Piemonte Orientale, alle mie professoressse e ai miei professori per le profonde esperienze umane radicate in me.