

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SUPPLEMENTO**

OTTOBRE / DICEMBRE

2024

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA  
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO  
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA  
LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO  
MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO  
PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO  
QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA (SECRETARIO DI  
REDAZIONE)

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**Rivista** | dottrina  
di Diritto Bancario | e giurisprudenza  
commentata

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti “greenfield”: il ruolo della vigilanza\***

**SOMMARIO:** 1. Gli investimenti esteri diretti come strumento per la sicurezza economica - 2. La disciplina europea in materia di investimenti esteri diretti come strumento per l’ordine pubblico e la sicurezza nel Mercato Interno - 3. Le criticità in materia di investimenti esteri diretti ed i rischi connessi a forme di *greenfield investments* - 4. Il necessario coordinamento dei controlli e dell’attività di vigilanza per la coerenza ed efficacia degli strumenti a tutela del Mercato Interno.

### *1. Gli investimenti esteri diretti come strumento per la sicurezza economica.*

La globalizzazione dei mercati (favorita dallo sviluppo nell’utilizzo di strumenti ICT), le crisi economiche, l’emergenza sanitaria (COVID-19) ed il conflitto in Ucraina del 2022 sono fattori che hanno contribuito a mutare le prospettive di crescita nel contesto europeo e internazionale accentuando le relazioni tra profili politici e giuridico-economici<sup>1</sup>.

Tali eventi hanno inciso sui bilanci pubblici degli Stati Membri, unitamente alla necessità di sostenere la crescita europea mediante investimenti per l’attività di ricerca e sviluppo nei settori connessi alle

---

\* M. Pignatti, Scuola Superiore Universitaria ad Ordinamento Speciale – CASD, [matteo.pignatti@unicasd.it](mailto:matteo.pignatti@unicasd.it).

<sup>1</sup> *Ex multis*: F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell’Unione europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Padova, 2015; D. ROSSANO (a cura di), *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, Milano, 2023, in cui si segnala il contributo di F. Capriglione; A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e funzionamento delle imprese strategiche*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment screening - Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2020, 154; R. MASERA, *L’Europa, l’Unione Europea e l’eurozona: crisi e proposte di soluzione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 151 ss.; F. ANNUNZIATA, M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. delle società*, 2020, 572 e s. In relazione alla cd. “crisi energetica”: A. VITA, *Climate change e crisi energetica, quali prospettive*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 568 ss.; F. PANETTA, *Il futuro dell’economia europea tra rischi geopolitici e frammentazione globale*, *Lectio magistralis in occasione del conferimento della laurea honoris causa in scienze giuridiche banca e finanza presso l’Università degli Studi di Roma Tre*, 23 aprile 2024.

transizioni<sup>2</sup>, comportando l'adozione di misure, a livello europeo e nazionale, per far fronte alle conseguenze ed alle asimmetrie economiche tra gli Stati membri<sup>3</sup>. I programmi di sviluppo europeo (es. il *Green Deal Industrial Plan*)<sup>4</sup> si sono sovrapposti in Europa alla

---

<sup>2</sup> *Ex multis*: F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, San Giuliano Milanese, 2023, 217 e s.; M. PASSALACQUA, *Green deal e transizione digitale verso un diritto eventuale*, in M. Passalacqua (a cura di) *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2022, 3 ss.

<sup>3</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione 2020 in materia di previsione. Previsione strategica: tracciare la rotta verso un'Europa più resiliente*, 9 settembre 2020. In dottrina: S. AMOROSINO, *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche*, Torino, 2021, 8, in cui l'Autore, dopo aver introdotto i contenuti della libertà di iniziativa economica, descrive l'incidenza delle crisi economiche nel rapporto tra autonomia delle imprese e regolazione pubblica e riconduce il ruolo della Commissione UE ad una «forte componente di discrezionalità politica» collegata ad una «riscoperta (...) dell'interventismo degli Stati»; G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, 2022; G. LUCHENA, *Crisi energetica e aiuti di stato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. n. 1, 129 e s.; S. CASSESE, *Territori e potere. Un nuovo ruolo per gli Stati?*, Bologna, 2016.

<sup>4</sup> A livello UE, *policies* di sviluppo economico indirizzate alla sostenibilità ed alla indipendenza (economica e tecnologica) da soggetti terzi evidenziano la necessità di sostenere l'autonomia europea in determinati settori e favorire, anche mediante forme di intervento pubblico nell'economia. Cfr. anche: Commissione UE, *State aid: Commission consults Member States on proposal for a Temporary Crisis and Transition Framework*, 1° febbraio 2023, in cui si chiarisce come la Commissione UE intenda intervenire sul Regolamento (UE) 17 giugno 2014, n. 651, *che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato*, che consente agli Stati membri di attuare direttamente le misure di aiuto, senza doverle notificare preventivamente alla Commissione per approvazione.

*governance* economica<sup>5</sup> e alle misure di finanza pubblica da cui dipendono le risorse per la crescita e settori ritenuti strategici<sup>6</sup>.

In questo contesto i rischi derivanti da investimenti esteri in aziende strategiche senza condizioni di reciprocità<sup>7</sup>, speculazioni sui mercati finanziari e “acquisti predatori” di attività strategiche (volti a generare effetti di “coercizione economica” e limitare la disponibilità di un bene nel mercato europeo al fine di generare forme di dipendenza esterna)<sup>8</sup> hanno accentuato il ricorso a misure nazionali restrittive delle libertà economiche in relazione alla necessità di garantire la sicurezza dell’approvvigionamento (ad es. nel settore dell’energia), la disponibilità di tecnologie necessarie per lo sviluppo economico (es. in materia di semiconduttori), la stabilità prudenziale e il corretto funzionamento del sistema finanziario (es. i beni, i rapporti e le

---

<sup>5</sup> Sul riesame della *governance* economica europea, a seguito dell’Accordo tra Parlamento UE e Consiglio sulla riforma delle norme di bilancio (del 10 febbraio 2024), si v.: Regolamento (UE) 2024/1263, *relativo al coordinamento efficace delle politiche economiche e alla sorveglianza di bilancio multilaterale e che abroga il regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio*; Regolamento (UE) 2024/1264, *recante modifica del regolamento (CE) n. 1467/97 per l’accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi*; Direttiva (UE) 2024/1265, *recante modifica della direttiva 2011/85/UE relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri*. In dottrina: G. AMATO, F. BASSANINI, C. DE VINCENTI, P. GUERRIERI, M. MESSORI, P. C. PADOAN, R. PERISSICH, G. L. TOSATO, *La governance economica dell’Unione Europea nel nuovo scenario geopolitico: un’agenda di policy*, in [www.astrid-online.it](http://www.astrid-online.it), 23 marzo 2023, 5 ss., in cui ci si riferisce all’esigenza di «una forte *leadership* politico-istituzionale europea».

<sup>6</sup> A. SACCO GINEVRI, *Le società strategiche*, in V. DONATIVI (a cura di) *Trattato delle società*, Milano, 2022, IV, 843 ss.

<sup>7</sup> Per una analisi di ordinamenti giuridici extra-UE, si v.: G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit.; G. DI TARANTO, *Scenari macroeconomici della deglobalizzazione*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico dell’economia*, Vicenza, 2023, 69 ss.

<sup>8</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Riesame della politica commerciale - Una politica commerciale aperta, sostenibile e assertiva*, 18 febbraio 2021, 22, in cui è rinnovato l’invito a tutti gli Stati membri «a istituire e applicare un meccanismo completo di controllo degli IED per affrontare i casi in cui l’acquisizione o il controllo di una particolare impresa, infrastruttura o tecnologia creerebbe un rischio per la sicurezza o l’ordine pubblico nell’UE».

infrastrutture finanziarie)<sup>9</sup>, la prestazione di servizi pubblici essenziali<sup>10</sup>.

L'elevato grado di integrazione del Mercato Interno e la necessità di individuare e affrontare i possibili rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico che possono assumere rilevanza sistemica hanno contribuito a definire strumenti per garantire l'efficace tutela degli interessi connessi al corretto ed efficace funzionamento nel Mercato Interno<sup>11</sup>, tra cui è ricompreso il meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri in materia di Investimenti Esteri Diretti (IED).

---

<sup>9</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Dichiarazione di Jonathan Hill a nome della Commissione europea in merito ai controlli sui capitali imposti dalle autorità greche*, 29 giugno 2015; id., *Documento di riflessione sulla gestione della globalizzazione*, 10 maggio 2017, in cui si configura un ruolo della Commissione volto a definire norme per creare condizioni di parità, contrastando comportamenti deleteri e scorretti, quali l'evasione fiscale, il dumping sociale o le sovvenzioni statali. Strumenti di difesa commerciale efficaci e un tribunale multilaterale per gli investimenti potrebbero anch'essi aiutare l'UE a intervenire con determinazione nei confronti dei paesi o delle imprese che praticano la concorrenza sleale. In dottrina, *ex multis*: F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della sana e prudente gestione*, in S. Landini - L. Ruggieri (a cura di), *Il mercato assicurativo nell'unitarietà dell'ordinamento giuridico*, Napoli 2017, 259 e s.

<sup>10</sup> Tale possibilità ricorre ove misure meno restrittive (come la previsione normativa di obblighi di servizio pubblico a tutte le società che operano in determinati settori) siano insufficienti ad affrontare una minaccia effettiva ed abbastanza grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività.

<sup>11</sup> A titolo esemplificativo si v.: il Regolamento UE 2021/821, che istituisce un regime dell'Unione di controllo delle esportazioni, dell'intermediazione, dell'assistenza tecnica, del transito e del trasferimento di prodotti a duplice uso (rifusione); Regolamento UE 2022/2560, relativo alle sovvenzioni estere distorsive del Mercato Interno; Regolamento UE 2023/2675, sulla protezione dell'Unione e dei suoi Stati membri dalla coercizione economica da parte di paesi terzi. Cfr. S. SCHILL, *The European Union's Foreign Direct Investment Screening Paradox: Tightening Inward Investment Control to Further External Investment Liberalization*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2019, 105-128, ove si prospetta la possibilità che la disciplina sugli IED sia utilizzata dall'UE come strumento nei negoziati sul commercio e sugli investimenti con Paesi economicamente potenti, come gli Stati Uniti o la Cina, al fine di ottenere, sulla base della reciprocità, un migliore accesso degli investitori dell'UE ai mercati esteri.

Gli IED<sup>12</sup>, quale elemento della politica commerciale comune, costituiscono una competenza esclusiva dell'UE<sup>13</sup> e rappresentano uno strumento nel bilanciamento di rapporti giuridici ed economici tra le Istituzioni UE e gli Stati membri.

Gli Stati membri possono ricorrere alle deroghe alle libertà economiche europee connesse alla tutela di interessi essenziali alla sicurezza dello Stato<sup>14</sup>, all'ordine pubblico e sicurezza<sup>15</sup> per assumere

---

<sup>12</sup> Regolamento UE, 2019/452, art. 2, p.to 1, in cui per «investimento estero diretto», si intende «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».

<sup>13</sup> TFUE, art. 3, I, lett. e) e art- 207, II. M. CREMONA, *Regulating FDI in the EU Legal Framework*, in J.H.J. Bourgeois (a cura di), *EU Framework for Foreign Direct Investment Control*, Alphen-sur-le-Rhin, 2019, 3.

<sup>14</sup> TFUE, art. 346.

<sup>15</sup> TFUE, art. 65, I, lett. b). C. Giust. UE, 13 luglio 2023, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*, in C-106/22, ove la Corte richiama la precedente giurisprudenza e riconduce l'applicazione delle limitazioni alle libertà economiche UE alla sussistenza di un interesse generale, che non può essere ricostruito a motivi «di natura puramente economica connessi alla promozione dell'economia nazionale». Si precisa che «l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica possono essere quindi invocati solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività». La libera circolazione dei capitali (TFUE, art. 63) costituisce una libertà tutelata non solo all'interno dell'UE, ma anche con i paesi terzi. Tale libertà non ha carattere assoluto. Le eventuali restrizioni, devono essere adeguate, necessarie e proporzionate al conseguimento dei legittimi obiettivi di sicurezza e ordine pubblico. Non dovrebbero essere di natura puramente economica (C. Giust. UE, *Associação Peço a Palavra*, in C-563/17, p.to 70) e possono essere invocati solamente in caso di minaccia effettiva ed abbastanza grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività (C. Giust. CE, *Église de Scientologie*, in C-54/99, p.to 17; C. Giust. CE, *Commissione c. Belgio*, in C-503/99, p.to punto 47; C. Giust. CE, *Commissione c. Spagna*, in C-463/00 p.to 72). Tali obiettivi sono soggetti al sindacato della Corte di giustizia, come motivi imperativi di interesse generale. Si v. S. ALVARO - M. LAMANDINI - A. POLICE - I. TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Consob – quaderni giuridici*, febbraio 2019, 12-15; L. LOCCI, *Controllo degli investimenti esteri diretti e libertà europee nel caso Vig/Aegon (FDI screening and European freedoms in the Vig/Aegon case) nota alla Decisione*

decisioni rispettivamente sulle attività economiche di rilevanza strategica per il sistema di difesa e la sicurezza nazionale<sup>16</sup> e per l'interesse nazionale<sup>17</sup>.

La disciplina europea interviene invece nel definire strumenti per la tutela della sicurezza del Mercato Interno, al fine di evitare che l'incidenza negativa di un evento si estenda su più Stati membri, generando effetti sistemici.

L'inclusione del settore finanziario (che la disciplina considera comprensivo di quello bancario e quello assicurativo) tra quelli rilevanti per l'interesse nazionale<sup>18</sup> ha messo in evidenza la rilevanza dei profili

---

della Commissione del 21 febbraio 2022, Caso M. 10494 – Vig/Aegon CEE, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, II, 1 e s., in cui si evidenzia la necessità di «accogliere un'interpretazione più moderna e stringente delle nozioni di “sicurezza nazionale” e “interesse nazionale”, al fine di limitare l'ingerenza dell'autorità pubblica nel settore economico e proteggere gli asset strategici senza pregiudicare i diritti degli operatori di mercato».

<sup>16</sup> D.l. n. 21 del 2012, artt. 1 e *1bis*, conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56.

<sup>17</sup> D.l. n. 21 del 2012, art. 2, conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56.

<sup>18</sup> L'ordinamento giuridico italiano aveva anticipato il Regolamento UE, 2019/452, inserendo le «infrastrutture finanziarie» nell'ambito di applicazione dei poteri speciali c.d. di “golden power”. Si v. il d.l. 16 ottobre 2017, n. 148, conv. in l. 4 dicembre 2017, n. 172, che ha introdotto il c. 1-*ter* all'art. 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, conv. in l. 11 maggio 2012, n. 56. Cfr. anche d.p.c.m. 18 dicembre 2020, n. 179, art. 8, che introduce le definizioni di «infrastrutture critiche», «tecnologie critiche», «fattori produttivi critici», «informazioni critiche» e «rapporti di rilevanza strategica», che costituiscono un elemento essenziale ai fini del corretto inquadramento dell'ambito di applicazione della disciplina e individua gli ulteriori beni e rapporti rilevanti ai fini dell'esercizio dei poteri speciali nei settori dell'energia, dell'acqua, della salute, nel settore finanziario, nei settori dell'intelligenza artificiale, della robotica, dei semiconduttori, della cibersicurezza, delle nanotecnologie e delle biotecnologie, nei settori delle infrastrutture e delle tecnologie aerospaziali non militari, nel settore dell'approvvigionamento di fattori produttivi e nel settore agroalimentare. In dottrina: S. ALVARO, *Poteri speciali e settore finanziario*, in *Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica* (a cura di), Golden Power, 2019, 73-74; F. ANNUNZIATA – M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. delle società*, 2020, 572 e s.; F. RIGANTI, *Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal “governo” delle banche al governo nelle banche?*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 105 e s.; M. PELLEGRINI – A. SACCO GINEVRI, *Il ruolo dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in M. Pellegrini (a cura di) *Diritto pubblico dell'economia*, cit., 263 e s.

connessi alla disciplina degli IED meritando specifici approfondimenti dal settore del diritto dell'economia<sup>19</sup>.

Il presente contributo intende analizzare la disciplina europea in materia di IED, anche mediante un raffronto con la recente proposta di modifica<sup>20</sup>. L'analisi vuole dare rilievo alle criticità connesse agli investimenti esteri diretti dando particolare evidenza a quelli derivanti dai c.d. greenfield investments, cioè quelle forme di investimenti conseguenti alla costituzione di un soggetto stabilito all'interno dell'Unione Europea da parte di un investitore estero. Tali rischi possono riflettersi sull'efficienza dei settori finanziario, bancario ed assicurativo, incidendo altresì sul ruolo dell'attività di vigilanza prudenziale nella definizione di una coerenza sistemica nel Mercato Interno<sup>21</sup>.

La ricerca si propone di evidenziare la rilevanza del rapporto tra i meccanismi di controlli nazionali ed il ruolo della vigilanza prudenziale e come questo non consenta, ad oggi, di escludere le criticità connesse agli IED, soprattutto in relazione a forme di "greenfield investments" (oggetto di minori controlli e di cui risulta più complessa l'identificazione dei rischi). Si intende sottolineare la necessità di forme di controllo maggiormente integrate e coordinate per prevenire e gestire rischi che assumono una dimensione transfrontaliera ed i cui effetti

---

<sup>19</sup> F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione europea. Le ragioni di un difficile incontro*, cit.; A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Riv. reg. mercati*, 2021, 55 e s.; F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in G. NAPOLITANO (a cura di) *Foreign Direct Investment screening - Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, Bologna, 2020, 105 e s.; R. LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 228 e s.; G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale dir. amm.*, 2019, 549 ss.

<sup>20</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, 26 gennaio 2024.

<sup>21</sup> Per una ricostruzione dell'evoluzione dell'attività di vigilanza e delle sue criticità si v., *ex multis*: D. SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, Padova, 2007; E. BRUTI LIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, politica e democrazia*, Torino, 2019; S. AMOROSINO, *Le Autorità indipendenti "economiche" ed il prisma delle conformazioni dei contratti*, in questa *Rivista*, 2024, 253 ss.

negativi possono amplificarsi nel Mercato Interno incidendo sulla fiducia degli investitori e sulla stabilità dei mercati.

L'analisi intende quindi suggerire possibili correttivi che, sfruttando la revisione della disciplina europea, possano risultare maggiormente adeguate nel definire una «strategia europea per la sicurezza economica»<sup>22</sup>.

## 2. La disciplina europea in materia di investimenti esteri diretti come strumento per l'ordine pubblico e la sicurezza nel Mercato Interno

La disciplina europea in materia di IED legittima i meccanismi nazionali di controllo, in conformità agli impegni assunti a livello internazionale<sup>23</sup>, a limitare i flussi di capitale derivanti da investimenti esteri avendo come obiettivo la predisposizione di «strumenti per affrontare in modo globale i rischi per la sicurezza e per l'ordine pubblico» garantendo un margine di flessibilità necessaria per rispondere a specificità nazionali<sup>24</sup>.

L'ordinamento giuridico europeo non ha infatti inteso realizzare un'armonizzazione dei sistemi nazionali di controllo già esistenti in

---

<sup>22</sup> COMMISSIONE EUROPEA, ALTO RAPPRESENTANTE DELL'UNIONE PER GLI AFFARI ESTERI E LA POLITICA DI SICUREZZA, *Comunicazione congiunta sulla "strategia europea per la sicurezza economica"*, 20 giugno 2023. Cfr. anche: COMMISSIONE EUROPEA, *Impulso alla sicurezza economica dell'Europa: introduzione a cinque nuove iniziative*, 24 gennaio 2024.

<sup>23</sup> Regolamento UE, 2019/452, cons. n. 3 e n. 35, ai sensi dei quali gli impegni assunti nell'ambito dell'OMC, dell'OCSE e degli accordi commerciali e di investimento conclusi con paesi terzi, consentono «[al]l'Unione e [a]gli Stati membri [di] adottare, per motivi di sicurezza o di ordine pubblico, misure restrittive nei confronti degli investimenti esteri diretti, purché siano rispettate alcune condizioni». L'attuazione della disciplina in materia di IED, da parte dell'Unione o dei suoi Stati membri, deve conformarsi agli articoli XIV, lettera a), e XIV bis dell'Accordo generale sugli scambi di servizi (GATS) nonché, più in generale, al diritto UE. In dottrina, *ex multis*: A. SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2022, 743, in cui il Regolamento UE 452/2019 è descritto come «uno strumento volto anche a favorire il processo di integrazione europea, attraverso l'introduzione di misure armonizzate tra gli Stati membri e un ruolo solo apparentemente laterale della Commissione UE, che però sembra destinato a diventare sempre più grande. Il *golden power*, in questo senso, potrebbe essere visto come una delle forme di protezione perimetrale degli interessi finanziari dell'Unione Europea».

<sup>24</sup> Regolamento UE, 2019/452, cons. n. 9.

materia di IED, ma ha definito un meccanismo di cooperazione nel Mercato Interno<sup>25</sup> che ha ad oggetto i rischi che riguardano almeno due Stati membri o l'UE nel suo complesso e si inserisce in un articolato sistema di settori economici e discipline di settore<sup>26</sup>.

Il fine delle previsioni ed il loro ambito di applicazione è connaturato nella definizione di “investimento estero diretto”<sup>27</sup>. Si intende infatti prevenire l'instaurazione di legami durevoli e diretti tra investitori di paesi terzi (compresi i fondi sovrani), e imprese che esercitano un'attività economica ritenuta di interesse strategico in uno Stato membro. La nozione di IED assume quindi una portata ampia e tale da ricomprendere tutte le modalità di investimento che possano comportare l'esercizio di poteri di gestione o controllo sull'operatore economico (per tale motivo si suggeriva l'esclusione degli investimenti di portafoglio dall'esercizio dei poteri speciali connessi agli IED<sup>28</sup>), al

---

<sup>25</sup> Quando uno Stato membro controlla un IED, il meccanismo di cooperazione prevede che: lo Stato membro che esegue il controllo ne dia comunicazione alla Commissione e agli altri Stati membri il prima possibile; gli altri Stati membri possano formulare osservazioni se ritengono che un IED possa incidere sulla propria sicurezza o sul proprio ordine pubblico; la Commissione possa emettere un parere se ritiene che un IED possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in più di uno Stato membro; la Commissione sia tenuta a informare gli altri Stati membri quando vengono formulate osservazioni o viene formulato un parere. COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni*, 6 aprile 2022.

<sup>26</sup> Es. il Regolamento UE 2021/821, *che istituisce un regime dell'Unione di controllo delle esportazioni, dell'intermediazione, dell'assistenza tecnica, del transito e del trasferimento di prodotti a duplice uso (rifusione)*; Regolamento UE 2022/2560, *relativo alle sovvenzioni estere distorsive del Mercato Interno*.

<sup>27</sup> Regolamento UE, 2019/452, art. 2, p.to 1.

<sup>28</sup> Gli investimenti di portafoglio sono quelli finalizzati all'«acquisto dei titoli sul mercato dei capitali (...) per realizzare un investimento finanziario, senza intenzione di influenzare la gestione dell'impresa», pur non rientrando nell'ambito di applicazione del regolamento (Regolamento UE n. 2019/452, cons. 9) sono risultati (in alcuni casi) soggetti a controllo. Sulla definizione di investimenti di portafoglio cfr. C. GIUST. UE, 28 settembre 2006, *Commissione CE c. Regno dei Paesi Bassi*, in C-282/04 e C-283/04, p.to 19. Sul controllo di tali investimenti cfr. Commissione UE, *Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro*

fine di prevenire possibili ingerenze in settori che, in ragione del loro valore strategico, potrebbero incidere negativamente sull'interesse nazionale<sup>29</sup>.

Le modalità con cui tali forme di investimento possono essere realizzate ricomprendono sia l'acquisizione e la fusione, sia i casi in cui l'investitore estero (o una sua impresa figlia nell'Unione Europea) costituisca nuove strutture o una nuova impresa stabilita nell'UE<sup>30</sup>. Questa seconda forma di IED è stata ricompresa in Italia nell'ambito di applicazione dei poteri in materia di "golden power" solo nel 2022<sup>31</sup>, in relazione al loro esercizio a tutela sia della difesa e della sicurezza nazionale, sia dell'interesse nazionale. Tale fattispecie di investimento può essere oggetto di controllo solo se uno o più soci (esterni all'UE) detengano diritti di voto o del capitale pari almeno al 10%<sup>32</sup>.

La proposta di revisione in corso di approvazione pare voler evitare i dubbi interpretativi e rendere l'applicazione uniforme nell'Unione Europea includendo nella definizione l'esplicito riferimento a legami anche nei confronti di soggetti giuridici («destinatari dell'Unione») da

---

*l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni*, cit., in cui gli Stati sono stati invitati a fare il più ampio uso possibile dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri, in caso di investimenti controllati in ultima istanza da persone o entità russe o bielorusse, con un particolare riferimento agli investimenti di portafoglio che potrebbero avere un rilievo in termini di ordine pubblico e sicurezza.

<sup>29</sup> Nell'ordinamento giuridico italiano ed a titolo esemplificativo, si v.: T.A.R. Lazio, Roma, sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275, in cui è confermata la legittimità dell'esercizio dei poteri nazionali di "golden power" (nella forma del potere prescrittivo) in relazione a dei diritti reali di garanzia su azioni di una società fornitrice di tecnologie critiche per il settore bancario.

<sup>30</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Frequently asked questions on Regulation (EU) 2019/452 establishing a framework for the screening of foreign direct investments into the Union*, giugno 2021, domanda n. 8, in cui si chiarisce come i *greenfield investments* rientrino nell'ambito di applicazione della disciplina UE del 2019. V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019.

<sup>31</sup> La costituzione di imprese *ex novo* è stata fatta rientrare nell'ambito di applicazione della disciplina italiana del c.d. "golden power" unicamente nel 2022 (d.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 24, c. 1, lett. c-bis), conv. in l. 20 maggio 2022, n. 51) ed il 31.12.2022 è cessata la proroga della previsione emergenziale che disponeva l'obbligo di notifica delle acquisizioni nei settori rilevanti anche da parte di soggetti giuridici stabiliti nell'UE.

<sup>32</sup> d.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 2, c. VII *bis*, comma inserito dall'art. 25, c. I, lett. d-bis), D.L. 21 marzo 2022, n. 21, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51.

costituire<sup>33</sup>. Nel fare questo, si introduce l'ulteriore definizione di «investimento nell'Unione con controllo estero» (riferito agli investimenti effettuati mediante imprese figlie stabilite nell'UE) con la chiara volontà di ricomprendere nel novero anche le forme di investimento indiretto volte ad eludere i controlli previsti dai meccanismi nazionali.

Tale estensione comporterà però un complesso controllo delle operazioni effettuate da soggetti giuridici stabiliti nell'UE, in tale modo ampliando non solo il concetto stesso di “elusione” utilizzato con riferimento alla disciplina attualmente in vigore (questa trova oggi infatti applicazione solo quando l'operazione è effettuata all'interno dell'UE mediante costruzioni di puro artificio che non rispecchiano la realtà economica), ma anche il fondamento giuridico della nuova disciplina, in chiave di armonizzazione delle previsioni nazionali<sup>34</sup>.

Il regolamento UE attualmente in vigore si limita a legittimare gli Stati Membri ad esaminare gli IED capaci di incidere sulla sua sicurezza e sull'ordine pubblico<sup>35</sup> individuando dei fattori che possono essere presi in considerazione quali indici per valutare le differenti forme di investimento<sup>36</sup>. Questi fattori comprendono gli effetti sulle

---

<sup>33</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 2, p.to 2, in relazione alla definizione di investimento estero diretto; p.to 3, relativo alla definizione di investimento nell'Unione con controllo estero; p.to 7, in relazione all'«impresa figlia dell'investitore estero nell'Unione»; p.to 8, in relazione al «destinatario dell'Unione».

<sup>34</sup> Tale estensione comporta il ricorso all'articolo 114 TFUE (in materia di riavvicinamento delle legislazioni) come base giuridica per legittimare l'inclusione nella proposta di regolamento degli investimenti all'interno dell'UE. La base giuridica del nuovo regolamento, ove approvato, sarebbe quindi costituita non solo dall'art. 207 del TFUE (relativo alla politica commerciale comune) e dall'art. 114.

<sup>35</sup> Regolamento UE, 2019/452, art. 3. Si v. anche: COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee*, in vista dell'applicazione del regolamento (UE) 2019/452, 26 marzo 2020, 3, ove si fa riferimento al rischio che la crisi sanitaria generi l'effetto di «una svendita da parte degli operatori industriali e commerciali europei, comprese le PMI».

<sup>36</sup> Regolamento UE, 2019/452, art. 4. Si v. anche C. CONTI EUROPEA, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 22, in cui

infrastrutture critiche, sulle tecnologie (compresi i prodotti dual use) e sulle componenti di produzione essenziali per gli Stati Membri e la Commissione UE<sup>37</sup>. Tuttavia la loro natura non vincolante<sup>38</sup>, rende il ricorso alle deroghe previste in materia di IED strumento idoneo ad eludere le libertà economiche UE.

La cooperazione<sup>39</sup> tra la Commissione UE e gli altri Stati membri intende inoltre evitare i possibili rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico che possono derivare da IED nel Mercato Interno (anche di Stati membri differenti da quello in cui è effettuato l'investimento) o per programmi critici a livello dell'UE<sup>40</sup>. Tale interrelazione è intesa a garantire uno scambio di informazioni e rende possibile agli Stati membri ed alla Commissione UE di presentare osservazioni sui possibili impatti sulla sicurezza e l'ordine pubblico circa IED sottoposti

---

la stessa valutazione sull' "incidenza" è interpretata in maniera differente dalle autorità nazionali che si occupano del controllo sugli IED. Nell'effettuare tale valutazione possono essere presi in considerazione anche gli effetti degli IED relativi all'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o alla capacità di controllare tali informazioni, o alla libertà e al pluralismo dei media. Gli Stati membri e la Commissione tengono conto anche del contesto e delle circostanze dell'investimento diretto estero, in particolare se l'investitore estero è controllato direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso finanziamenti significativi, comprese le sovvenzioni) dal governo di un Paese terzo o se sta perseguendo progetti o programmi esterni guidati dallo Stato. La valutazione viene effettuata caso per caso.

<sup>37</sup> Nel Mercato Interno, una tecnologia o un'infrastruttura critica in un Paese può essere critica anche per i suoi vicini e talvolta per l'intera Unione. Le acquisizioni in settori strategici possono avere un impatto anche su progetti finanziati dall'UE, come il sistema di navigazione Galileo, le reti transeuropee nei settori dell'energia e dei trasporti o il programma di ricerca e innovazione dell'UE Horizon Europe.

<sup>38</sup> C. CONTI EUROPEA, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 29.

<sup>39</sup> Il meccanismo di cooperazione opera sia con riferimento a IED oggetto di un controllo in corso, sia a IED non oggetto di un controllo in corso, cfr. Regolamento UE, 2019/452, artt. 6 e 7.

<sup>40</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sulla proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., 1, «Ciò ha rafforzato la valutazione degli IED da parte delle autorità competenti degli Stati membri e ha semplificato la decisione finale dello Stato membro "ospitante" in merito all'opportunità di autorizzare l'operazione e, qualora l'operazione sia autorizzata, all'eventuale necessità di determinate condizioni».

a controlli di altri Stati membri<sup>41</sup> o che coinvolgono più Stati membri<sup>42</sup> o ancora incida negativamente su progetti e programmi di interesse per l'UE<sup>43</sup>.

Ecco come la Commissione UE parrebbe assumere un ruolo nella cooperazione UE per la vigilanza sulla sicurezza economica europea<sup>44</sup>. La Commissione UE risulta infatti titolare di poteri connessi alla comunicazione, allo scambio di informazioni, al coordinamento ed alla cooperazione europea e con Stati terzi, lasciando agli Stati membri titolari dell'attività di controllo l'effettiva gestione degli IED ritenuti rilevanti<sup>45</sup>.

Tale ruolo è tuttavia attualmente limitato dalla stessa disciplina europea. Anche ove alla Commissione UE sono riconosciuti funzioni volte a realizzare una valutazione dei rischi e la formulazione di pareri<sup>46</sup>, gli Stati membri non sono vincolati a tali apprezzamenti nel decidere se dare applicazione ai propri poteri (anche ove un investimento incida negativamente sulla sicurezza e l'ordine pubblico dell'UE o di altro Stato membro)<sup>47</sup>. Solo ove l'IED incida su progetti e programmi di interesse per l'Unione, si prevede un obbligo di

---

<sup>41</sup> Regolamento UE, 2019/452, artt. 6, II e 7, I.

<sup>42</sup> *Id.* artt. 6, II e 7, II.

<sup>43</sup> *Id.* art. 8.

<sup>44</sup> In relazione all'emergenza sanitaria Covid-19, si v.: COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento UE 2019/452*, 26 marzo 2020.

<sup>45</sup> Regolamento UE, 2019/452, artt. 6, IX, 7, 8, II, lett. c).

<sup>46</sup> *Id.* artt. 6, III, 7, II e 8, in relazione ad investimenti esteri diretti che comportano un rischio elevato per più di uno Stato membro o per progetti e programmi dell'UE.

<sup>47</sup> Tutti gli Stati membri sono tenuti a collaborare lealmente. Nell'ambito del meccanismo di cooperazione, uno Stato membro deve tenere "in debita considerazione" le osservazioni degli altri Stati membri e il parere della Commissione e prendere in considerazione, se del caso, le misure disponibili nell'ambito della propria legislazione nazionale o della propria politica generale. Ciò implica che lo Stato membro ospitante deve valutare le osservazioni ricevute o il parere della Commissione prima di prendere una decisione su un investimento diretto estero.

motivazione nel caso in cui lo Stato in cui è previsto l'IED non dia seguito al parere della Commissione<sup>48</sup>.

Gli obblighi di informazione previsti a carico degli Stati Membri in merito ai singoli casi di IED oggetto di controllo in corso<sup>49</sup> hanno generato disfunzioni a causa di molteplici fattori<sup>50</sup>. Parimenti, il loro contenuto concerne le caratteristiche di uno specifico IED senza estendersi alle decisioni finali adottate da parte degli Stati.

La proposta di modifica della disciplina UE, fondandosi su un intervento in sussidiarietà degli Stati membri, intende porre maggiori vincoli in termini di integrazione della disciplina al fine di garantire una maggiore efficienza del sistema, nonché la sua coerenza per prevenire i rischi da IED nel Mercato Interno<sup>51</sup>.

L'istituzione obbligatoria di un meccanismo di controllo da parte degli Stati membri<sup>52</sup> (che deve risultare conforme prescrizioni comuni<sup>53</sup>) e l'indicazione di requisiti operativi<sup>54</sup> costituiscono "prescrizioni minime" a livello europeo nell'attività di controllo per garantire una maggiore efficacia. L'identificazione dei settori e delle attività<sup>55</sup>, in cui eventuali IED devono essere oggetto di autorizzazione

---

<sup>48</sup> Regolamento UE, 2019/452, art. 8, I, lett. b) e c). Nel contesto di progetti o programmi di interesse dell'Unione interessati da investimenti diretti esteri, i pareri della Commissione devono essere tenuti nella "massima considerazione" dallo Stato membro in cui l'IED è pianificato o completato. Ciò significa che, per impostazione predefinita, gli Stati membri sono tenuti a seguire il parere o a fornire le ragioni per cui non lo fanno.

<sup>49</sup> Regolamento UE, 2019/452, art. 9.

<sup>50</sup> Ad es. il sovraccarico del meccanismo di cooperazione da casi non rientranti nell'ambito di applicazione della disciplina europea o a rischio valutato come basso, l'invio di informazioni (connesse alle notifiche degli Stati membri) non dettagliate o carenti.

<sup>51</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit.

<sup>52</sup> *Id.* art. 3.

<sup>53</sup> *Id.* art. 11.

<sup>54</sup> *Id.* art. 4, par. II.

<sup>55</sup> *Id.* art. 4, par. IV, in cui si prevede l'obbligo per i meccanismi di controllo nazionali di autorizzare gli IED riferiti a determinati programmi e progetti europei (specificatamente elencati nell'all. I) o in specifici settori (elencati nell'all. II, avente ad oggetto l'«Elenco di tecnologie, attività, strutture, attrezzature, reti, sistemi, servizi e attività economiche di particolare importanza per gli interessi di sicurezza o di

da parte di tutti i meccanismi di controllo nazionali, definisce uno standard di tutela comune nel Mercato Interno volto a garantirne una maggiore efficacia.

Parimenti, nell'ambito del meccanismo di cooperazione, la previsione maggiormente dettagliata degli obblighi di notifica posti in capo agli Stati membri<sup>56</sup>, la definizione di una procedura specifica per gli investimenti esteri sottoposti contemporaneamente a controllo da più Stati membri (c.d. "operazioni multinazionali")<sup>57</sup>, nonché la definizione di condizioni applicabili alle osservazioni formulate dagli Stati membri e ai pareri forniti dalla Commissione (a seguito della valutazione di un investimento estero notificato)<sup>58</sup>, paiono volti a rendere effettive le tutele da IED attraverso un approccio maggiormente integrato tra gli Stati membri anche attraverso un meccanismo a favorire la cooperazione anche in caso di IED non notificati dallo Stato membro in cui ne è prevista la realizzazione<sup>59</sup>.

---

*ordine pubblico dell'Unione»). In particolare, rientrano nell'all. II «le attività e i soggetti critici nel sistema finanziario dell'Unione indicati di seguito: controparti centrali, sistemi di pagamento e istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, gestori del mercato e imprese di investimento che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, depositari centrali di titoli, emittenti importanti di token collegati ad attività o di token di moneta elettronica e prestatori di servizi per le cripto-attività che gestiscono piattaforme di negoziazione di cripto-attività, grandi enti, fornitori globali di servizi specializzati di messaggistica finanziaria e fornitori terzi critici di servizi ICT designati».*

<sup>56</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 5.

<sup>57</sup> *Id.* v. combinato tra art. 5, par. III e art. 6, par. II.

<sup>58</sup> *Id.* art. 7. Gli Stati membri possono presentare osservazioni allo Stato membro in cui è realizzato l'investimento estero qualora tale investimento estero rischi di incidere negativamente sulla sua sicurezza od ordine pubblico oppure qualora gli Stati membri dispongano di informazioni pertinenti per il controllo di tali investimenti esteri. Parallelamente, la Commissione UE è autorizzata a emettere un parere nei confronti dello Stato membro in cui ha luogo l'investimento estero se ritiene che tale investimento possa incidere negativamente sulla sicurezza o sull'ordine pubblico di più di uno Stato membro, o su progetti o programmi di interesse per l'Unione per motivi di sicurezza o di ordine pubblico. Tali attività devono essere realizzate secondo i termini procedurali previsti all'art. 8.

<sup>59</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 9.

Le informazioni e il loro scambio assumono un ruolo centrale nell'ambito del meccanismo di cooperazione. L'estensione degli obblighi di informazione (resa uniformi mediante l'utilizzo di un modulo comune<sup>60</sup>) a richieste "supplementari" (della Commissione UE o di altri Stati membri<sup>61</sup>), unitamente alla previsione di «un sistema sicuro e criptato per lo scambio di informazioni tra i punti di contatto» e vincoli di riservatezza<sup>62</sup> definiscono un quadro che risulta maggiormente integrato a livello europeo.

Ecco come, pur lasciando agli Stati membri le decisioni in relazione all'esercizio dei poteri speciali in materia di IED, la Commissione UE parrebbe assumere un ruolo maggiormente effettivo di coordinamento della cooperazione UE per la sicurezza e l'ordine pubblico<sup>63</sup>. La partecipazione attiva nelle riunioni indette in caso di osservazioni (presentate da Stati membri interessati da uno IED notificato da un altro Stato)<sup>64</sup> e/o pareri (presentati direttamente dalla Commissione UE)<sup>65</sup> consente all'Istituzione UE di avere un contesto delle misure adottate dagli Stati membri tale da poter analizzare i dati per individuare ulteriori rischi<sup>66</sup> e definire soluzioni alternative a tutela della sicurezza economica del Mercato Interno.

---

<sup>60</sup> *Id.* v. combinato tra art. 10, par. II, in cui la Commissione UE è incaricata di definire il modulo per la trasmissione dei dati mediante propri atti esecutivi.

<sup>61</sup> *Id.* v. combinato tra art. 8, par. I (relativo alla possibilità riconosciuta agli altri Stati membri o alla Commissione UE di adottare osservazioni), art. 9, par. V (relativo all'instaurazione di una procedura d'ufficio) e art. 10, par. III.

<sup>62</sup> *Id.* art. 12, par. IV. In relazione all'applicazione di eventuali vincoli di classificazione si v. anche l'art. 7, par. XI.

<sup>63</sup> In relazione all'emergenza sanitaria Covid-19, si v.: COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento UE 2019/452*, 26 marzo 2020.

<sup>64</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 7, par. VI.

<sup>65</sup> *Id.* art. 7, par. VIII e IX.

<sup>66</sup> Le informazioni raccolte sono fatte confluire all'interno di una banca dati messa a disposizione degli Stati membri (cfr. art. 7, par. X). L'analisi e l'elaborazione dei dati (anche in forma aggregata) potrà dare evidenza di come si sviluppano gli IED e di eventuali rischi futuri.

In tale contesto, l'estensione del ruolo delle Istituzioni UE deve inoltre contemplare il sindacato della Corte di Giustizia UE sulle misure adottate dagli Stati membri a livello nazionale che può consentire una valutazione degli obiettivi effettivamente perseguiti mediante l'esercizio dei poteri speciali nazionali (sulla base del principio di proporzionalità)<sup>67</sup>.

### 3. *Le criticità in materia di investimenti esteri diretti ed i rischi connessi a forme di greenfield investments*

Nel 2023 il valore degli IED in entrata a livello globale è stato pari a 1.065 miliardi di euro<sup>68</sup>. L'ambito di applicazione oggettivo e soggettivo della disciplina europea e dei poteri esercitati dagli Stati membri (volti a porre dei limiti agli IED) si è costantemente ampliato

---

<sup>67</sup> C. GIUST. UE, 13 luglio 2023, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*, in C-106/22.

<sup>68</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 17 ottobre 2024, 2, in cui si chiarisce inoltre che il «risultato dell'UE-27 per il 2023 è stato determinato principalmente dalla diminuzione degli IED in entrata verificatasi nei Paesi Bassi e nuovamente in Lussemburgo. I valori negativi dei flussi di IED in entrata sono in gran parte spiegati dai notevoli disinvestimenti - dovuti a componenti di debito e di deficit patrimoniale che hanno interessato società holding - prodottisi in questi due paesi nel 2023. I Paesi Bassi (con un flusso di IED in entrata pari a -135 miliardi di EUR nel 2023) hanno contribuito in particolar modo al risultato negativo dei flussi netti in entrata nell'UE-27, dato che nel quarto trimestre del 2023 alcune multinazionali hanno trasferito in altri paesi le loro operazioni condotte». Tale valore è risultato in riduzione rispetto al 2022 in cui il valore era superiore ai 1.200 miliardi di euro. Si v. OECD, *FDI by counterpart area and by economic activity*, aggiornato al 21 febbraio 2024, in è inoltre ripreso l'andamento evolutivo, rilevando come nel 2015, il valore degli IED in entrata era pari a 1.957 miliardi di Euro, a cui ha fatto seguito un andamento altalenante. Commissione UE, *Terza relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 19 ottobre 2023, 2, secondo cui tale valore rappresenta una «crescita del 34 % rispetto ai livelli del 2020» (dovuta ad una forte crescita post-COVID nel 2021), che deve essere essa in rapporto al «calo su base annua del 14,3 % rispetto al 2021». Cfr. anche OECD, *Foreign Direct Investment Statistics: Data, Analysis and Forecasts*, accessibili in <https://www.oecd.org/corporate/mne/statistics.htm>.

negli anni quale conseguenza dei mutati rapporti internazionali e della necessità di garantire l'autonomia strategica dell'UE<sup>69</sup>.

I dati rilevano (tra il 2015 ed il 2023) un elevato numero delle operazioni ed in particolare di investimenti *greenfield* esteri<sup>70</sup> in proporzione superiore rispetto agli IED. Più specificatamente, se nel periodo post-Covid il numero di progetti non ha fatto registrare una ripresa equivalente rispetto ai valori del 2019 ed il flusso di progetti nell'UE nell'ultimo anno è risultato in riduzione del 33 %, si rileva come «nel 2023 l'UE-27 è stata destinataria di 1 885 operazioni estere (in calo rispetto alle 2 156 operazioni del 2022) e di 1 902 progetti *greenfield* esteri». Il numero di questi ultimi, benché in calo rispetto al 2022 (in cui erano stati computati 2 858 progetti), risulta superiore agli IED realizzati mediante forme di acquisizione e fusione<sup>71</sup>.

Rischi generali, connessi a carenze della disciplina attualmente in vigore<sup>72</sup>, si sommano a quelli specifici connessi al settore finanziario e

---

<sup>69</sup> *Ex multis*: O. FONTANA, S. VANNUCCINI, *How to institutionalise European industrial policy (for strategic autonomy and the green transition)*, in *Centro studi sul federalismo. Research paper*, febbraio 2024.

<sup>70</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., in cui si riporta come nell'UE-27 «il numero complessivo di operazioni di IED è aumentato, passando da una cifra iniziale di 5 430 nel 2015 a 48 231 nel 2023. Gli aumenti più marcati su base annua sono stati osservati nel 2017 e nel 2018 (con aumenti annui pari rispettivamente al 60 % e al 44 %), seguiti da un aumento annuo più moderato - pari al 26 % - nel 2019, che ha preceduto il rallentamento causato nel 2020 dalla pandemia. Considerando separatamente i due tipi di IED, le operazioni estere di fusione e acquisizione sono passate da 2 423 nel 2015 a 20 317 nel 2023. Analogamente, gli investimenti *greenfield* esteri sono aumentati a livello cumulativo, passando da 3 007 progetti nel 2015 a 27 914 nel 2023». In dottrina: A. SACCO GINEVRI, *I "golden powers" dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in *federalismi.it*, 2016; Id., *Le società strategiche*, in V. DONATIVI (a cura di) *Trattato delle società*, Milano, cit., IV, 843 ss.

<sup>71</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 4, in cui la tendenza al ribasso su base annua osservata nel 2023 è ricondotta alle «incertezze cumulatesi in relazione all'economia dell'UE e dell'inasprimento della politica monetaria a partire dalla seconda metà del 2022».

<sup>72</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *EU Foreign Direct Investment Screening 2024 Revision*, 24 gennaio 2024, 2, in cui si prevede una uniformazione della durata dei procedimenti, un obbligo degli Stati membri in cui si svolge una procedura di controllo di discuterne con la Commissione UE e gli altri Stati interessati, oltre che di comunicare gli esiti circa la decisione finale assunta.

sempre più legati a forme di greenfield investments in regione della loro crescente rilevanza.

Ove si prendano in considerazione i cinque settori maggiormente rilevanti (ICT, industria manifatturiera, attività finanziarie, attività professionali e scientifiche e commercio al dettaglio), a fronte di un generalizzata riduzione degli IED (tra il 2021 ed il 2023 e fatta eccezione per l'industria manifatturiera) si assiste ad un incremento degli investimenti greenfield (in particolare nel settore ICT e nelle attività finanziarie)<sup>73</sup>.

A ciò si deve aggiungere che il 20 % degli investimenti greenfield ha origine in Stati membri che non dispongono di un meccanismo di controllo degli investimenti esteri<sup>74</sup> (non essendo previsto un obbligo per la sua istituzione dalla disciplina europea attualmente in vigore<sup>75</sup>) e, in assenza di una armonizzazione minima dell'ambito di applicazione

---

<sup>73</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 6.

<sup>74</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, 26 gennaio 2024.

<sup>75</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *List of screening mechanisms notified by Member States*, accessibile in [https://policy.trade.ec.europa.eu/enforcement-and-protection/investment-screening\\_en](https://policy.trade.ec.europa.eu/enforcement-and-protection/investment-screening_en), in cui, nella versione del 28 febbraio 2024, si individuavano cinque Stati membri che non hanno previsto meccanismi di controllo degli IED (Bulgaria, Croazia, Grecia, Irlanda, Cipro). COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 10, in cui si rileva come la Bulgaria e l'Irlanda abbiano adottato un meccanismo nazionale di controllo e Cipro, Croazia e Romania, abbiano avviato un processo consultivo o legislativo che dovrebbe portare all'adozione di un meccanismo nazionale di controllo.

dei meccanismi di controllo nazionali<sup>76</sup>, non tutti gli Stati membri sottopongono i greenfield investments a controllo<sup>77</sup>.

Alla limitata armonizzazione, l'attuale disciplina sconta altresì una mancanza di coordinamento sinergico tra i meccanismi di controllo nazionali che non sono tenuti ad esercitare i poteri speciali di cui sono titolari in relazione a rischi capaci di incidere negativamente su altri Stati Membri.

Nell'ordinamento italiano, l'attenzione per i settori bancario, finanziario e assicurativo risulta ulteriormente evidente in ragione della proiezione di gruppi esteri nel mercato italiano<sup>78</sup>. Il rapporto di dipendenza delle imprese italiane dal settore bancario<sup>79</sup> e l'aumento dei

---

<sup>76</sup> OECD, *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU Assessing effectiveness and efficiency*, 2022, esempi delle differenze esistenti negli ordinamenti giuridici nazionali riguardano la definizione dei tipi di investimenti da controllare, la qualificazione giuridica della nozione di controllo da parte di un'entità di un paese terzo, le soglie rilevanti per l'avvio dell'attività di controllo, i termini di notifica o i settori da prendere in considerazione per le questioni di sicurezza e ordine pubblico. Si v. anche: OECD, *Acquisition- and ownership-related policies to safeguard essential security interests Current and emerging trends, observed designs, and policy practice in 62 economies*, maggio 2020.

<sup>77</sup> L'ambito di applicazione dei controlli da parte degli Stati membri risulta fortemente differenziata sia nei generali concetti di "sicurezza" e "ordine pubblico", sia circa l'applicazione della disciplina specifica. Repubblica Ceca, Danimarca, Lituania (in alcuni settori), Italia e Malta ricomprendono gli investimenti *greenfield* nell'ambito dei loro meccanismi di controllo nazionali. Austria, Francia, Germania, Lettonia, Portogallo e Repubblica Slovacca sono tra gli Stati membri i cui ordinamenti non considerano tale tipologia di rischio. Cfr. OECD, *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU. Assigning effectiveness and efficiency*, 2022, 56. Si v. inoltre COMMISSIONE EUROPEA, *Frequently asked questions on Regulation (EU) 2019/452 establishing a framework for the screening of foreign direct investments into the Union*, giugno 2021, domanda n. 8, in cui si chiarisce come i *greenfield investments* rientrino nell'ambito di applicazione della disciplina UE del 2019.

<sup>78</sup> SISTEMA DI INFORMAZIONE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla politica dell'informazione per la sicurezza 2023*, 28 febbraio 2024, 81-82.

<sup>79</sup> Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, 5 novembre 2020, 9, in cui si riporta come «il tessuto industriale del Paese è infatti molto dipendente dal credito bancario, essendo meno sviluppate forme alternative di finanziamento, quali la quotazione in Borsa, l'emissione di obbligazioni corporate o il *private equity*». In dottrina: F. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. trim. dir.*

tassi d'interesse (unitamente alla riduzione della liquidità nel sistema finanziario) influiscono sull'attività degli operatori economici<sup>80</sup>. Gli enti creditizi nazionali sono oggetto di interesse da parte di investitori esteri e parallelamente le imprese sono spinte ad individuare forme alternative di liquidità, risultando maggiormente suscettibili all'ingresso nel proprio capitale di fondi stranieri<sup>81</sup>.

Ulteriore motivo di preoccupazione deriva dall'elevata percentuale di titoli di debito pubblico detenuti da istituti bancari e assicurativi. Questa circostanza rende evidente il rischio connesso all'ingresso di soggetti stranieri, anche europei, nel controllo del relativo capitale (e nell'esercizio dei diritti amministrativi connessi). A ciò si aggiunga che parte dei titoli di debito pubblico sono già detenuti da investitori stranieri che potrebbero «essere indotti a porre in essere azioni speculative ostili sui titoli di debito italiani» mediante un'attività di prestito titoli volta ad azioni speculative sul prezzo di acquisto degli strumenti finanziari o mediante le vendite di Credit Default Swap (il cui prezzo sale all'aumento del rischio di default di uno Stato)<sup>82</sup>.

---

*econ.*, 2020, 8 ss., in cui sono descritti gli effetti dell'emergenza sanitaria sul settore bancario.

<sup>80</sup> SISTEMA DI INFORMAZIONE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla politica dell'informazione per la sicurezza 2022*, 28 febbraio 2023, 72 e 75, in cui si rileva come le misure adottate a livello europeo e nazionale hanno contribuito ad evitare una «erosione della qualità del merito creditizio di imprese e famiglie» che avrebbe potuto riflettersi sul sistema bancario e sull'operatività del sistema creditizio. Cfr. anche: Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, 5 novembre 2020, 38, in cui si segnala come siano riconducibili a società cinesi «la maggioranza di Pirelli & C. S.p.A., ma hanno quote di minoranza in Eni, Intesa Sanpaolo, Prysmian, Saipem, Moncler, Salvatore Ferragamo, Prima Industrie».

<sup>81</sup> Si v. COMITATO PARLAMENTARE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 39, in cui si segnala come il fondo sovrano russo *Russian Direct Investment Fund* - RDIF investa nel settore delle infrastrutture o in settori che abbiano un legame con la produzione nazionale in modo da incidere (indirettamente sulle scelte aziendali). In questo modo RDIF ha condizionato le scelte di Barilla S.p.A., che in virtù della necessità di approvvigionamenti di grano e cereali, è stata indirizzata all'apertura di uno stabilimento produttivo in Russia.

<sup>82</sup> COMITATO PARLAMENTARE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 25.

Ecco come alcune operazioni di mercato, in particolare quelle che riguardano il settore bancario e assicurativo, possono incidere sulla stabilità del sistema.

Tali rischi risultano particolarmente complessi da identificare ove l'investimento derivi da un soggetto giuridico stabilito nell'UE, a sua volta legato ad investitori extra-UE.

Un primo profilo problematico di queste forme di investimento è collegato al rapporto tra la determinazione dell'oggetto della tutela e i mezzi di prova circa la sussistenza del rischio. In relazione alla costituzione di un nuovo soggetto giuridico all'interno dell'UE, l'unico parametro disponibile è l'oggetto sociale del futuro operatore economico e gli atti costitutivi. Oggetto di tutela passa dalla proprietà di un asset ritenuto strategico alla prevenzione di un possibile rischio del collegamento tra l'investimento e un fondo sovrano extra UE. In questo modo l'esercizio dei poteri speciali costituisce conseguenza di una mera potenzialità di rischio connessa all'idoneità di una persona (l'investitore) a conformarsi alle norme e alle regole d'uso nonché alla sua reputazione presso il pubblico quanto a tale idoneità e alla sua condotta. L'esercizio dei poteri speciali (da parte degli Stati membri) può risultare volto a distorcere la corretta applicazione della disciplina in materia di IED attraverso l'attuazione di comportamenti opportunistici a tutela delle aziende nazionali.

Un secondo elemento da prendere in considerazione corrisponde alla difficoltà di individuare i rischi connessi a soggetti giuridici costituiti in altri Stati Membri, ma i cui effetti si riflettono nel Mercato Interno.

Il ricorso a fondi di investimento, società di gestione del risparmio, società fiduciarie italiane ed estere o società finanziarie, rendono maggiormente complessa l'identificazione del titolare effettivo degli investimenti. L'utilizzo di società stabilite all'interno dell'Unione Europea rende ancora più difficile l'identificazione di una possibile situazione di rischio in ragione della possibilità di celare il reale investitore attraverso la costituzione di catene societarie<sup>83</sup> e per l'elevata presenza di imprenditori di nazionalità estere nel tessuto

---

<sup>83</sup> COMITATO PARLAMENTARE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 38, in cui si riporta che «il fondo sovrano cinese *China Investment Corporation* - CIC realizza i propri investimenti in Europa prevalentemente attraverso alcune catene societarie di diritto lussemburghese».

economico nazionale<sup>84</sup>. La complessità nell'identificare un possibile rischio consegue anche alla possibilità che l'investitore risulti una persona fisica dotata di cittadinanza europea (si v. l'inclusione delle seconde generazioni di cittadini stranieri).

Ulteriori elementi di criticità, a carattere generale, conseguono alla rilevanza non solo gli operatori dei settori bancario, finanziario ed assicurativo, ma anche i fornitori di prestazioni che possono incidere sul loro corretto funzionamento (si v. ad esempio i fornitori di tecnologie critiche<sup>85</sup>) e ad una generale complessità del contesto normativo di riferimento<sup>86</sup>.

Se nei settori non vigilati i rischi possono assumere carattere esponenziale, i settori vigilati non sono esenti da rischi. In quest'ultimo caso la costituzione di una società di gestione di un mercato regolamentato può essere costituita in uno Stato privo di meccanismo di controllo (o l'eventuale rischio può comunque non essere rilevato) ed incidere negativamente nell'intero sistema. Nello stesso modo rischi possono sussistere attraverso l'emissione di strumenti finanziari non partecipativi a cui siano associati diritti amministrativi.

#### *4. Il necessario coordinamento dei controlli e dell'attività di vigilanza per la coerenza ed efficacia degli strumenti a tutela del Mercato Interno*

La circostanza per cui la disciplina in materia di IED persegue obiettivi differenti dalla vigilanza prudenziale di settore, parrebbe escludere la circostanza che possibili sovrapposizioni tra le due attività possono verificarsi.

Così se l'attuale disciplina europea indica come questa «non incide sulle regole dell'Unione per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, che costituisce una procedura distinta con un obiettivo specifico»<sup>87</sup>, la

---

<sup>84</sup> COMITATO PARLAMENTARE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 38, in cui si riporta la presenza in Italia di 50.797 imprenditori nati nella Repubblica Popolare Cinese.

<sup>85</sup> Su cui si v. T.A.R. Lazio, Roma, sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275.

<sup>86</sup> F. RIGANTI, *Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal governo delle banche al governo nelle banche?*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 123.

<sup>87</sup> Regolamento UE, 2019/452, cons. n. 37.

proposta di nuovo regolamento, nel richiamare l'autonomia della disciplina in materia di IED<sup>88</sup>, continua a non prevedere forme di coordinamento con l'attività delle Autorità di vigilanza di settore<sup>89</sup>.

Se la dottrina più attenta sul tema ha già sottolineato la necessità di un dialogo tra l'esercizio dei poteri speciali in materia di *golden powers* e la vigilanza prudenziale di settore<sup>90</sup>, paiono mancare strumenti volti a garantire effettività nella collaborazione e una coerenza sistemica.

La rilevanza strategica dei settori bancario, finanziario ed assicurativo per l'economia europea e la possibilità che questi possano essere influenzati da investitori extra-UE costituisce un fattore potenzialmente rischioso non solo per la sicurezza e l'ordine pubblico (cui è preposta la disciplina in materia di IED), ma anche per la possibile incidenza su interessi nazionali (potendosi altresì estendere in ambito sociale, industriale e occupazionale) e per il buon funzionamento del mercato e la sana e prudente gestione dei soggetti che vi operano all'interno.

La complessità nell'identificazione non solo di un possibile rischio, ma anche dell'effettivo investitore connesso ad un'operazione finanziaria, e la necessità di garantire un monitoraggio anche sul rispetto *ex post* delle misure eventualmente adottate a livello nazionale

---

<sup>88</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., cons. n. 47.

<sup>89</sup> Si v. la direttiva CE 2009/138, *in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (solvibilità II)*; la direttiva UE 2013/36, *sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE*; direttiva UE 2014/65, *relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE*.

<sup>90</sup> F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment screening - Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit., 105 ss.; F. RIGANTI, *I Golden Powers Italiani tra vecchie privatizzazioni e nuova disciplina emergenziale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 873, ove si evidenzia la necessità di «efficienti e snelle forme di dialogo tra authority di settore»; P. SAVONA, *Intervento al convegno Golden Power tra diritto, mercato e politica industriale*, Milano, 8 novembre 2024, in cui si richiama la necessità di contemperare la disciplina di settore con quella connessa all'esercizio dei poteri speciali evidenziando una «*inconciliabilità tra il dettato del TUF e quello del golden power*».

(come nel caso di esercizio di poteri speciali di *golden power* di tipo prescrittivo) conferisce un ruolo centrale alle forme di controllo e vigilanza.

In questo modo nonostante investimenti nei settori bancario, finanziario e assicurativo possano risultare sottoposti ad un doppio regime di controllo (comportando altresì incertezze applicative sul coordinamento di differenti discipline in capo agli operatori economici destinatari e costi connessi ai molteplici adempimenti), e non si rilevino criticità né per la sicurezza e l'ordine pubblico del Mercato Interno (e quindi per la sicurezza economica europea), né per la sana e prudente gestione di un soggetto sottoposto alla vigilanza prudenziale di settore, il verificarsi di casi rilevanti evidenzia una carenza dell'adeguatezza dell'attività di controllo collegata ad approcci non coordinati.

Questo può risultare dal caso della revoca dell'autorizzazione di ente creditizio ad una banca (meno significativa) stabilita a Malta (stato in cui esiste un meccanismo di controllo che svolge la sua attività anche per investimenti *greenfield*), costituita e interamente controllata da un soggetto di nazionalità iraniana (che esercitava i relativi diritti di voto)<sup>91</sup>.

I fondi utilizzati per la costituzione dell'ente creditizio sono risultati legati alla sua presunta partecipazione a un sistema mediante il quale circa 115 milioni di dollari statunitensi (USD) versati per finanziare un progetto in Venezuela sarebbero stati distratti a vantaggio di persone e imprese iraniane. I rischi connessi al soggetto titolare del controllo non erano stati rilevati né in sede del meccanismo di controllo sugli IED, né dalla vigilanza prudenziale di settore.

Nel caso di specie risulta peculiare come l'interesse sull'ente creditizio è intercorsa solo a seguito dell'attenzione mediatica data all'atto di imputazione (per sei distinti capi d'accusa) del procuratore degli Stati Uniti per il distretto sud di New York e che aveva fatto suscitare seri dubbi quanto all'integrità del suo principale azionista.

Tale evento è stato preso in considerazione nell'ambito della vigilanza prudenziale di settore, ma avrebbe potuto essere oggetto (originariamente) di una valutazione in materia di IED (o di segnalazione di rischio) potendo incidere sulla sicurezza e l'ordine

---

<sup>91</sup> Si v. a titolo esemplificativo il caso C. GIUST. UE, C-750/21 P, *Pilatus Bank plc c. Banca Centrale Europea (BCE)* e CGUE, C-256/22 P.

pubblico, nonché sulla fiducia degli investitori e, conseguentemente sulla stabilità del sistema.

Vengano quindi in rilievo alcune criticità che non risultano debitamente prese in considerazione dalla riforma europea in materia di IED a cui si aggiunge la percezione della necessità di interventi maggiormente coordinati a livello europeo.

Ove si ammetta la possibile sovrapposizione di interventi in materia di IED e la vigilanza prudenziale di settore, un coordinamento delle relative competenze e una collaborazione effettiva a livello europeo e nazionale parrebbe opportuna per garantire una maggiore efficacia dell'attività di controllo e, contestualmente, razionalizzare gli adempimenti richiesti agli operatori economici.

Risultano infatti assenti previsioni UE volte a definire forme di collaborazione e coordinamento tra la Commissione UE (a livello europeo) ed i meccanismi di controllo (a livello nazionale)<sup>92</sup> e la vigilanza prudenziale di settore (europea e nazionale). Solo a livello nazionale gli Stati membri possono quindi autonomamente prevedere (in maniera non coordinata) tali forme di collaborazione. Nell'ordinamento giuridico italiano queste sono state introdotte solo dal 2019<sup>93</sup>, e risultano a loro volta principalmente finalizzate a consentire l'acquisizione di informazioni da parte del gruppo di coordinamento istituito presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri (nella cui attività le Autorità di settore non sono coinvolte)<sup>94</sup>, in quanto destinate

---

<sup>92</sup> M. DRAGHI, *The future of European Competitiveness*, 2024, part A, 16-17.

<sup>93</sup> Si v. il D.l. n. 21 del 2012, art. 2 *bis*, conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56. L'articolo è stato introdotto dal 2019, ad opera del d.l. 21 settembre 2019, n. 105, art. 4 *bis*, c. I, lett. d), conv. con modificazioni dalla l. 18 novembre 2019, n. 133.

<sup>94</sup> Si v. il D.l. n. 21 del 2012, art. 2 *bis*, c. I, in cui all'ultimo periodo si precisa come «le autorità (...) non possono opporre al gruppo di coordinamento il segreto d'ufficio». conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56. Cfr. anche il d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 3, che nel disciplinare le attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri, disciplina il funzionamento del “Gruppo di coordinamento” a cui le autorità di settore non partecipano direttamente, ma in virtù di un rapporto di collaborazione volto allo scambio di informazioni.

a «raccolgere elementi utili all'applicazione» dei poteri speciali di *golden powers*<sup>95</sup>.

Se, anche nell'ambito della proposta di riforma della disciplina UE in materia di IED, sono previsti maggiori vincoli in relazione allo scambio di informazioni, la circostanza che queste siano sottoposte ad un regime di riservatezza<sup>96</sup> rende ulteriormente problematica la cooperazione (anche a livello nazionale) tra meccanismi di controllo e la vigilanza prudenziale di settore evidenziando la mancanza di una visione maggiormente integrata e tale da razionalizzare gli oneri informativi richiesti agli operatori economici.

Si consideri inoltre la possibile incidenza sovranazionale dell'attività nei settori bancario, finanziario e assicurativo. Se tali criticità sono state gestite anche attraverso la definizione di un sistema di vigilanza prudenziale a rete, con un ruolo accentrato da parte delle Autorità di vigilanza europee<sup>97</sup>, l'assenza di forme di coordinamento a livello europeo tra le due attività di controllo può non risultare adeguato a rispondere alle criticità derivanti da IED (connesse a soggetti stabiliti in altri Stati membri) che possono non essere rilevate se non in virtù di eventi casuali, generando ulteriori criticità connesse all'origine di tali informazioni.

Informazioni con un'origine non qualificata, e quindi non necessariamente conformi alla realtà (o distorsive della stessa), possono generare "storture" nel sistema ed essere conseguenza di finalità opportunistiche di soggetti esteri, incidere negativamente sui mercati e, conseguentemente, sulla stabilità del sistema economico europeo e sulla fiducia che gli investitori ripongono in essa.

Gli effetti negativi possono inoltre estendere la loro portata in altri settori economici e nell'UE, in ragione del forte legame tra i settori bancario, finanziario e assicurativo e gli operatori economici, potendo arrivare ad incidere indirettamente sulle scelte di questi ultimi.

Ecco come le criticità ed i rischi esposti paiono richiedere nuove modalità di vigilanza maggiormente integrate. Così come il ruolo della

---

<sup>95</sup> D.l. n. 21 del 2012, art. 2 *bis*, c. II.

<sup>96</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 12.

<sup>97</sup> Si v. C. GIUST. UE, 8 maggio 2019, *Landeskreditbank Baden-Württemberg Förderbank c. Banca Centrale Europea*, C-450/17 P.

Commissione UE in materia di IED è connesso al perseguimento della sicurezza e dell'ordine pubblico nel Mercato Interno un ulteriore ruolo di coordinamento nella collaborazione con l'attività delle Autorità di vigilanza di settore, potrebbe costituire un utile strumento a tutela della corretta gestione delle informazioni (e delle procedure volte al reciproco scambio delle stesse) e della sicurezza economica europea rispetto a fenomeni che trovano origine in un contesto sovranazionale che i singoli Stati non riescono a gestire in maniera efficace.

L'ulteriore coinvolgimento attivo (anche nello scambio reciproco di informazioni) delle Autorità di settore (a livello europeo, ma anche nazionale ove gestito in maniera uniforme) potrebbe consentire a queste di disporre di informazioni maggiormente qualificate per la prevenzione e gestione dei rischi che possono incidere sulla sana e prudente gestione degli operatori presenti nei rispettivi mercati di riferimento, contribuendo a monitorare anche il rispetto delle misure adottate.

La partecipazione delle Autorità di vigilanza di settore nel procedimento decisionale sull'esercizio dei poteri speciali, oltre a favorire l'adozione di misure a seguito di valutazioni dal contenuto maggiormente tecnico e idonee a rispondere alle peculiarità del settore (risolvendo dubbi interpretativi che possono riguardare i settori vigilati<sup>98</sup>), potrebbe consentire un maggiore coordinamento e razionalizzazione degli adempimenti richiesti ai privati, riducendo le incertezze interpretative e applicative che attualmente caratterizzano la disciplina degli IED (a livello europeo) e dei poteri speciali (a livello nazionale).

Una maggiore integrazione dei controlli a livello europeo, garantirebbe così una adeguatezza dei controlli ed efficacia dell'attività

---

<sup>98</sup> In relazione al settore bancario, per una analisi sulla possibile rilevanza dei crediti deteriorati: S. SANTAMARIA, *Il controllo governativo sulla cessione dei crediti deteriorati tra dubbi, esigenze di protezionismo e vincoli europei. Alla ricerca di una soluzione*, in questa *Rivista*, I, 2022, 106 ss.

di prevenzione dei rischi (nei settori vigilati) e nella gestione delle informazioni<sup>99</sup>, anche a livello internazionale<sup>100</sup>.

La ridefinizione di forme di vigilanza maggiormente coordinate e integrate, che individuano nella stabilità del sistema (e nella fiducia che gli investitori ripongono in essa) un fine comune (che risulta sotteso alla sicurezza economica europea) potrebbero così garantire una coerenza sistemica nel Mercato Interno.

---

<sup>99</sup> Consentendo ad esempio l'accesso delle autorità di settore (europee e nazionali) alle informazioni gestite in materia di IED.

<sup>100</sup> Sarebbe altresì riconosciuta una maggiore legittimazione delle Istituzione europee nella definizione di forme di collaborazione internazionale con le Autorità responsabili dei paesi terzi su questioni riguardanti il controllo degli IED.