



Sovranità (europea?) e controllo degli investimenti esteri

Daniele Gallo*

SOMMARIO: 1. Considerazioni preliminari e premesse metodologiche. – 2. Controllo degli investimenti effettuati da attori extra-UE e regolamento 452/2019. 2.1. I meccanismi di controllo. 2.2. Il contenuto e l'estensione degli interessi protetti. 2.3. Le procedure di cooperazione. 2.4. I pareri della Commissione. 2.5. Gli investimenti sovrani. – 3. Controllo degli investimenti effettuati da attori extra-UE ed UE e *golden powers*. – 4. Conclusioni.

1. Muovo da quattro termini adoperati nel titolo del mio contributo: controllo; investimento estero; sovranità; europea.

In primo luogo, controllo, anziché attrazione e tutela, degli investimenti dato che intendo verificare se, fino a che punto e come gli investimenti esteri extra-UE e intra-UE siano controllati e possano eventualmente essere limitati o impediti nel territorio dell'Unione europea. La prospettiva è, quindi, patologica, non fisiologica.

* Professore ordinario di diritto dell'Unione europea e *Jean Monnet Chair* presso il Dipartimento di Giurisprudenza della Luiss. Il contributo costituisce la versione rielaborata e aggiornata della relazione tenuta il 4 novembre 2021 nell'Università *Alma Mater* di Bologna nel quadro del *Terzo Convegno annuale AISDUE. L'Unione europea dopo la pandemia*.

In secondo luogo, la nozione di investimento estero ricomprende, evidentemente, gli investimenti esteri diretti. Tuttavia, non va dimenticato che è labile il confine che esiste tra questo tipo di investimenti, finalizzati a istituire “legami durevoli e diretti” con l’impresa *target* e a consentire una “partecipazione effettiva alla gestione o al controllo”¹, e l’investimento finanziario di portafoglio.

In terzo luogo, ragionare di sovranità, dal punto di vista degli investimenti, significa, nella pratica, ragionare su chi ha il potere di effettuare il controllo, eventualmente la limitazione, degli investimenti, e su come questo controllo, e la conseguente possibile limitazione, può verificarsi.

In quarto luogo, ho voluto inserire un punto interrogativo, in relazione alla dimensione europea di sovranità, perché, pur considerato il processo di europeizzazione della cornice giuridica/dei principi che indirizzano il controllo², l’attore che esercita questa sovranità e pone in essere il controllo è innanzitutto lo Stato, nonostante l’attrazione degli investimenti diretti dentro l’orbita dell’articolo 207 TFUE, norma che, come noto, attribuisce competenza esclusiva all’Unione nel settore della politica commerciale comune.

Un’ultima osservazione di carattere metodologico: al centro del mio intervento si situano, sul versante europeo, il regolamento n. 452/2019 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell’Unione³, pienamente applicabile dall’ottobre 2020⁴, precisato nel suo contenuto dagli orientamenti del marzo 2020 della Commissione⁵, sul versante nazionale, i *golden powers*, con specifico riferimento alla normativa italiana, che intendo utilizzare quale paradigma per

¹ Questa è la definizione contenuta all’art. 2, punto 1, del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell’Unione.

² Vedi *infra* al par. 2.

³ Cfr. regolamento (UE) 2019/452, cit., art. 1, par. 1; cfr. altresì il regolamento delegato (UE) 2020/1298 della Commissione del 13 luglio 2020 che modifica l’allegato del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell’Unione.

⁴ Cfr. l’articolo 17 del regolamento.

⁵ Cfr. comunicazione della Commissione “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” (2020/C 99 I/01).

comprendere ruolo ed effettività del diritto UE in questa materia. Lascio da parte, quindi, le implicazioni esterne del controllo, con particolare riguardo a *Free Trade Agreements* e *investor-State adjudication*.

2. Il regolamento 452/2019 istituisce un quadro per il controllo, per ragioni di ordine pubblico e sicurezza, degli investimenti esteri diretti provenienti da imprese stabilite in paesi extra-UE e, nel farlo, chiarisce di non incidere in alcun modo sulla competenza esclusiva degli Stati in tema di sicurezza nazionale, così come salvaguardata dall'articolo 65, par. 1, lett. b) TFUE, dall'articolo 4, par. 2, TUE e dall'articolo 346 TFUE⁶. Il regolamento, a questo fine, istituisce un meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri tra di loro e tra gli Stati membri e la Commissione. Una cooperazione, peraltro, che può concretizzarsi nell'emissione di pareri da parte della Commissione su tali investimenti⁷.

L'atto rappresenta la cristallizzazione di una tendenza, per un verso, per l'altro, è una novità.

Conferma e cristallizza, in epoca successiva alla crisi del 2008, la duplice idea che la globalizzazione *senza se e senza ma* non è sempre un bene e i mercati non sono di per sé neutrali.

È una novità perché, dopo decenni di indifferenza nei confronti degli investimenti esteri diretti sotto il profilo del loro controllo, l'Unione ha finalmente agito. Lo ha fatto per due ragioni in particolare: la prima, per rispondere, in termini di reciprocità, all'attivismo protezionistico di paesi terzi come Stati Uniti e Cina; la seconda, per cercare di attenuare frammentazione ed eccessivo decentramento causati da eterogenee legislazioni nazionali. Lo ha fatto elevando a livello di diritto UE, in un atto a portata orizzontale, non quindi settoriale (com'era già avvenuto, seppure piuttosto blandamente, nel settore energetico⁸),

⁶ Cfr. regolamento (UE) 2019/452, cit., art. 1, par. 2.

⁷ Cfr. *ibid.*, articoli 1, 6, 7, e 8.

⁸ Cfr., in particolare, direttiva 2009/73/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno del gas naturale, art. 11; direttiva (UE) 2019/944 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 giugno 2019, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica, art. 53; regolamento (UE) 2017/1938 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 ottobre 2017, concernente misure volte a garantire la sicurezza dell'approvvigionamento di

l'obiettivo/l'interesse alla sicurezza e all'ordine pubblico. L'Unione ha, dunque, agito comunitarizzando un valore e modificandone la natura e finalità, da ordine giuridico di matrice derogatoria a ordine giuridico di tipo regolatorio, insomma da eccezione a regola positiva⁹. Lo ha fatto nella consapevolezza che un investimento estero diretto in imprese strategiche o d'interesse generale operanti in un Paese membro dell'Unione costituisce potenzialmente una minaccia per l'Unione nel suo complesso, non soltanto per lo Stato ospite delle imprese *target* dell'investimento.

In questo senso, l'Unione ha occupato spazi che gli Stati avevano presidiato per decenni. Ed è grazie a questa occupazione che viene a delinearsi un concetto di sovranità con connotati europei, che trascende una dimensione puramente nazionale. Un'occupazione, però, che ha lasciato agli Stati un ampio margine di discrezionalità nell'esercizio del controllo, come sarà dimostrato nel prosieguo dell'analisi.

Adoperando il concetto di sovranità quale chiave di lettura, illustrerò, nei paragrafi seguenti, come le due dimensioni della sovranità, europea e nazionale, interloquiscono tra loro.

2.1. Il regolamento 452/2019, per la prima volta nell'ordinamento UE, include una definizione, insolita nel panorama internazionale, di meccanismo di controllo, inteso come uno "strumento di applicazione generale"¹⁰, accompagnato da norme di attuazione e prescrizioni amministrative volte a chiarire le modalità con le quali è possibile valutare, esaminare, autorizzare, sottoporre a termini e condizioni, vietare investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza o di ordine pubblico¹¹.

gas; regolamento (UE) 2019/941 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 giugno 2019, sulla preparazione ai rischi nel settore dell'energia elettrica.

⁹ Il riferimento è, evidentemente, a N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 2004.

¹⁰ Cfr. regolamento (UE) 2019/452, cit., art. 2, punto 4.

¹¹ Si vedano le riflessioni in G. NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo* in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign direct investment screening: open questions and future challenges*, Bologna, 2019, p. 121 ss. e in ID., *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2019, p. 2 ss.

Il regolamento non soltanto definisce il meccanismo di controllo; ne stabilisce i principi che lo disciplinano, ad iniziare da quelli di trasparenza e non discriminazione. A questo scopo, gli Stati membri devono stabilire nel modo più puntuale possibile le circostanze che danno luogo al controllo, i motivi e dunque i criteri del controllo e le specifiche regole procedurali¹², assicurando, nel contempo, che lo Stato ospite dell'investimento tenga in considerazione le osservazioni di altri Stati membri, eventualmente interessati dall'impatto di detto investimento sul loro territorio, nonché il parere della Commissione¹³. In particolare, quanto alla partecipazione procedimentale di eventuali soggetti terzi, questa non è specificamente disciplinata. Il *considerando* n. 14, tuttavia, prevede espressamente che gli Stati membri possano prendere in considerazione le informazioni ricevute da operatori economici, organizzazioni della società civile e parti sociali, come i sindacati¹⁴.

Fin qui la dimensione europea di sovranità circa l'operatività dei meccanismi di controllo.

Quanto alla dimensione nazionale della sovranità, innanzitutto, se è vero che lo Stato, che ha istituito nel suo ordinamento un meccanismo di controllo, è soggetto ai principi previsti nel Regolamento, è anche vero che, a monte, non esiste alcun obbligo nel dotarsi di un tale meccanismo. Al momento gli Stati che lo hanno fatto sono 18. Belgio, Estonia, Grecia, Irlanda, Lussemburgo, Svezia dovrebbero essere i prossimi ad adottare una disciplina specifica in materia. Bulgaria, Croazia e Cipro non mi pare abbiano in programma di adottarla¹⁵.

In secondo luogo, il riempimento del meccanismo varia da paese a paese, da ordinamento a ordinamento. Questo perché ai meccanismi di controllo trovano applicazione i principi, le regole e le questioni interpretative del diritto amministrativo, cioè del diritto nazionale. Si pensi, poi, alle asimmetrie che possono derivare dal significato che la sicurezza e l'ordine pubblico hanno a livello interno, dalla forma di

¹² Cfr. regolamento (UE) 2019/452, cit., art. 3, par. 2.

¹³ Cfr. *ibid.*, art. 6, par. 9.

¹⁴ Cfr. *ibid.*, 14° considerando.

¹⁵ Cfr. COM(2021) 714 fin., del 23 novembre 2021, Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, Prima relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione, p. 9

governo, dalle diverse tradizioni di intervento pubblico nell'economia¹⁶. In particolare, la non intromissione del Regolamento negli assetti organizzativi scelti dagli Stati per regolamentare i loro meccanismi di controllo implica che le autorità nazionali non devono dotarsi di adeguate risorse personali e finanziarie né devono prevedere la previsione di forme di separazione tra politica e amministrazione, con implicazioni negative, sotto questo punto di vista, soprattutto per quei paesi dove l'autonomia della seconda dalla prima non è particolarmente sviluppata¹⁷.

2.2. Come anticipato, il novero degli interessi – è stabilito nel regolamento 452/2019 – è limitato alla sicurezza e all'ordine pubblico. Ovviamente, l'obiettivo è evitare che il controllo sugli investimenti esteri si trasformi in uno strumento protezionistico di politica industriale. L'obiettivo è cioè evitare che la sovranità nazionale possa atteggiarsi come non dovrebbe.

Questi sono i confini tracciati dalla sovranità europea in merito alla natura degli interessi in gioco.

Tuttavia, le maglie a disposizione degli Stati per affrancarsi dal Regolamento o, comunque, per sfruttarne al massimo la flessibilità, sono larghe. Infatti, il Regolamento contiene una lista particolarmente ampia di settori in cui l'investimento può essere sottoposto a controllo e limitazione. Si tratta di un'elencazione ben più estesa di quella considerata nella maggior parte delle legislazioni nazionali fino al 2019 – data di entrata in vigore del Regolamento – e non esaustiva¹⁸: a) infrastrutture critiche, tra cui, la difesa, l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture finanziarie; b) tecnologie critiche, cybersicurezza; c) sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui la sicurezza alimentare; d) accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali; e) libertà e pluralismo dei media.

Il concetto di *public good* assume, quindi, contorni sovranazionali, anziché esclusivamente nazionali. Da qui il passaggio da deroga a

¹⁶ Cfr. G. NAPOLITANO, *I golden powers*, cit., p. 124.

¹⁷ Si pensi, oggi, a Ungheria e Polonia.

¹⁸ Cfr. regolamento (UE) 2019/452, cit., art. 4, par. 1.

regola e, in questo passaggio, la sua dilatazione sostanziale per quel che concerne gli interessi in gioco. Una dinamica che spesso si realizza nell'ordinamento UE: stravolgimenti sistemici, cambiamenti di paradigmi, che toccano la logica stessa dell'ordinamento europeo, avvengono più o meno *en souplesse* nell'ambito di atti di natura apparentemente soltanto tecnica.

La conseguenza di questo ampio *scope ratione materiae*, sul piano dell'esercizio della sovranità nazionale, è che gli Stati, come dimostrano le legislazioni nazionali adottate in Europa, sono portati a estendere a dismisura le aree rispetto alle quali esercitare il controllo degli investimenti e praticare la loro limitazione.

2.3. Passiamo al nocciolo operativo del regolamento 452/2019, ossia alle tecniche di cooperazione su più livelli istituzionali. Le regole segnano una novità importante nella direzione di una maggiore comunitarizzazione delle procedure e di un maggiore coinvolgimento di Stati membri, altri dallo Stato di primo ingresso nell'Unione che effettua il controllo, e Commissione.

La cooperazione si articola in maniera differente a seconda che gli investimenti diretti siano oggetto di controllo da parte degli Stati Membri o non siano scrutinati in sede nazionale. In questo secondo caso, assumono un ruolo centrale l'articolo 4, par. 3, TUE (principio di leale cooperazione) e il *corpus* normativo fornito dagli accordi bilaterali d'investimento rilevanti nel caso di specie.

Nel primo e più frequente caso, incombe sullo Stato Membro l'obbligo di notificare, non appena possibile, alla Commissione e agli altri Stati Membri ogni investimento straniero sottoposto a controllo. Per la prima volta, dunque, esiste un obbligo positivo di notifica, tanto che, in più di un anno e mezzo da quando il Regolamento è diventato operativo, più di 250 notifiche sono state effettuate da diversi Stati membri¹⁹. Mi pare un successo; un successo, peraltro, che ha consentito alla Commissione di non essere esautorata.

¹⁹ Cfr. Commissione, Prima relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione, cit., p. 11, ove si riporta che dall'11 ottobre 2020 al 30 giugno 2021 sono state trasmesse in totale 265 notifiche da parte di 11 Stati membri.

Con la notifica grava sullo Stato precedente l'obbligo di fornire una serie di informazioni, tra cui l'assetto proprietario dell'investitore estero e dell'impresa *target* e il valore approssimativo dell'investimento. A questo punto, s'incrociano due piani: quello orizzontale, delle osservazioni da parte di altri Stati membri, e quello verticale che porta a un parere della Commissione europea. Per quel che riguarda il piano orizzontale, se uno Stato membro ritiene che un investimento diretto sottoposto a controllo in un altro Stato membro possa determinare ricadute sulla sicurezza o l'ordine pubblico, esso può inviare un'osservazione allo Stato Membro che sta effettuando il controllo. Quanto al piano verticale, cioè al parere della Commissione, se questa considera che l'investimento di soggetti stranieri può danneggiare ordine pubblico e sicurezza in più di uno Stato membro, adotta un parere con cui esprime la propria opinione, motivata, sull'operazione, e lo trasmette allo Stato membro che sta effettuando il controllo, oltre che agli altri Stati membri.

Fin qui il perimetro della sovranità europea.

Come si atteggia, invece, la sovranità nazionale? Lo Stato che effettua il controllo è vincolato a tenere in "debita considerazione" le osservazioni degli altri Stati membri e il parere della Commissione²⁰. Ciò significa che in sede di motivazione lo Stato precedente deve spiegare perché eventualmente si discosti dalle valutazioni espresse nelle osservazioni e nel parere.

Ebbene, il regolamento non conferisce agli altri Stati membri e alla Commissione specifici strumenti di tutela nel caso in cui lo Stato precedente non tenga in adeguata considerazione le osservazioni e i pareri o comunque se ne discosti: da qui i limiti della sovranità europea che indirizza il Regolamento e su queste debolezze si insinua la dimensione nazionale di sovranità. Quali sono le misure adottabili da Stati e Commissione, infatti, di fronte a uno Stato riluttante alla cooperazione?

²⁰ Cfr. regolamento (UE) 2019/452, cit., art. 6, par. 9. La "debita considerazione" diventa "massima considerazione" quando l'investimento estero incide su programmi e progetti d'interesse per l'Unione, per esempio il Programma europeo di sviluppo del settore Industriale della difesa, Galileo, Horizon, come previsto nell'art. 8, par. 2, lett. c).

Quanto ai primi, lo Stato che si sente minacciato attiva autonomamente l'applicazione del proprio meccanismo di controllo per quanto riguarda gli effetti dell'operazione sul proprio territorio e lo fa contestualmente alla formulazione delle sue osservazioni. Le autorità nazionali potrebbero anche fare leva sull'articolo 259 TFUE. La Commissione, invece, ha a disposizione la procedura di infrazione *ex* articolo 258 TFUE.

Insomma, sul piano dell'*enforcement*, lo Stato che effettua il controllo e non lo fa adeguatamente secondo gli altri Stati e secondo la Commissione non è soggetto a procedure specifiche. Lo strumento è quello offerto dalla procedura d'infrazione, con tutti i limiti che conosciamo circa tempistiche e impossibilità di adottare provvedimenti cautelari nei confronti degli Stati, particolarmente problematici se in gioco c'è un investimento potenzialmente pericoloso per il tessuto, non soltanto industriale, di un Paese e dell'Unione nel suo complesso.

Al momento prassi non mi pare ci sia. C'è da attendere i prossimi anni per capire come si declinerà, in concreto, quanto scritto fin qui.

2.4. Un'ulteriore questione, finora non affrontata né dalla Corte di giustizia né in letteratura, è se i pareri della Commissione ai sensi del regolamento 452/2019 possano essere sottoposti alle dinamiche comunitarie, se, cioè, possano essere sottoposti al controllo, diretto o indiretto, della Corte di giustizia, rispettivamente, ai sensi dell'articolo 263 TFUE (ricorso per annullamento) e dell'articolo 267 par. 1, lett. b) TFUE (rinvio pregiudiziale di validità). Mi pare si possa affermare che l'atto che concretizza la produzione di effetti lesivi degli interessi nei confronti di terzi è la decisione nazionale, adottata in seguito al parere, e non il parere stesso. Si tratta, pertanto, di atti endoprocedimentali, di natura non vincolante e insuscettibili di limitare *de iure* la discrezionalità degli Stati membri, adottati nell'ambito di un procedimento composito che si conclude con un atto dell'autorità nazionale, non della Commissione. Da qui la conclusione che i pareri non possono essere oggetto di un ricorso per annullamento esperibile né dagli Stati coinvolti (dove l'investimento è effettuato) né, *a fortiori*, dagli investitori extra-UE o dalle società *target*, ricorso quest'ultimo i cui presupposti, stabiliti nel paragrafo 4 dell'articolo 263 TFUE, sono ancora più stringenti, come noto. D'altra parte, mi sembra che il giudice

nazionale abbia la facoltà di rivolgersi alla Corte di giustizia *ex* articolo 267 par. 1, lett. b) TFUE, nell'ambito di un rinvio pregiudiziale di validità, per verificare se i pareri siano conformi al Regolamento e all'ordinamento UE nel suo complesso. Insomma, l'investitore extra-UE, così come l'impresa *target*, avrebbero a disposizione lo strumento del ricorso indiretto, imperniato su procedimenti e rimedi nazionali, piuttosto che percorrere la via offerta dall'articolo 263 TFUE.

La prassi è al momento inesistente.

2.5. Nel regolamento 452/2019 è scritto che Stato e Commissione tengono conto “della possibilità che un investitore estero sia controllato direttamente o indirettamente [...] da parte del governo di un paese terzo”²¹. Si tratta dei cc.dd. investitori sovrani, in particolare *state owned enterprises* e fondi sovrani²², alcuni dei quali collegati a governi

²¹ Cfr. *ibid.*, 13° considerando.

²² Sugli investitori sovrani nel diritto internazionale e/o nel diritto UE si vedano L.C. BACKER, *The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law*, in *Tulane Law Review*, 2007-2008, p. 1801 ss.; K. BARYSCH, S. TILFORD, P. WHYTE, *State, money and rules: An EU policy for Sovereign Investments*, *Centre for European Reform*, October 2008, consultabile sul sito <https://www.cer.eu/publications/archive/essay/2008/state-money-and-rules-eu-policy-sovereign-investments>; S. M. CARBONE, “Golden Share” e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale, in *Diritto del commercio internazionale*, 2009, p. 50 ss.; J. COOKE, *Finding the Right Balance for Sovereign Wealth Fund Regulation: Open Investment vs. National Security*, in *Columbia Business Law Review*, 2009, p. 728 ss.; E. MOSTACCI, *Stati finanziari e mercati sovrani: la crisi economica e gli strumenti per fronteggiarla*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2009, p. 305 ss.; A. GIGANTE, A. LIGUSTRO, *Il diritto internazionale degli investimenti di fronte alla sfida dei fondi sovrani*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2010, p. 1179 ss.; H. SCHWEITZER, *Sovereign Wealth Funds: Market Investors or “Imperialist Capitalists”? The European Response to Direct Investment by Non-EU State-Controlled Entities*, in C. HERRMANN, J. P. TERHCHTE (eds.), *European Yearbook of International Economic Law*, Berlin, 2011, p. 79 ss.; F. BASSAN, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Cheltenham, 2011; M. LAMANDINI, *Temi e problemi in materia di contendibilità del controllo, fondi sovrani e investimenti diretti stranieri nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale*, in *Rivista di diritto societario*, 2012, p. 510 ss.; V. MICHEL, *Golden shares, fonds souverains et mission d'intérêt économique général*, in *Europe*, 2012, p. 30 ss.; i contributi in K. SAUVANT, L. SACHS, W. SCHMIT JONGBLOED (eds.), *Sovereign Investment. Concerns and Policy Reactions*, Oxford, 2012, p. 24 ss., tra cui, in particolare, J. CHAISSE, *The Regulation of Sovereign Wealth Funds in the European Union: Can the Supranational Level Limit the Rise of National Protectionism?*, p. 462 ss.; i contributi in P. BODEAU-LIVINEC (sous la direction de),

di Paesi terzi dove la *rule of law*, eufemisticamente, presenta sfumature diverse da quelle che invece presenta tendenzialmente negli Stati membri dell'Unione²³.

Da un lato, è noto che nell'ordinamento UE vige il principio della neutralità giuridica dell'impresa, di cui all'articolo 345 TFUE, con la conseguenza che la natura pubblica dell'investitore-impresa, in diverse forme e in diversi gradi, non può ostare di per sé al suo ingresso in altre imprese. Dall'altro lato, si tratta di un principio non assoluto perché, come precisato dalla Corte di giustizia, va sempre letto, in termini sistematici, alla luce delle libertà fondamentali del mercato²⁴. Ora, è naturale che la lunga mano del capitalismo di Stato, quando si tratta di investitori sovrani riconducibili, più o meno formalmente, a Stati terzi, possa provocare inquietudine e che viga, rispetto a questi investitori, una presunzione invertita rispetto a quanto avviene nei confronti di investitori che sovrani non sono, con la conseguenza che il principio della neutralità giuridica *de facto* è sottoposto a una presunzione negativa.

3. Passo ora a concentrarmi sui *golden powers*, servendoci dell'ordinamento italiano quale *sedes materiae* privilegiata, nella consapevolezza che, oggi, a causa del COVID-19 e del riflusso dello Stato nel mercato, i *golden powers* “rischiano” meno, in termini d'incompatibilità con il diritto UE, di quanto “rischiassero” nel passato le *golden shares* e di quanto, debellato il COVID-19, accadrà in futuro.

Les fonds souverains et l'Union européenne: les liaisons dangereuses du marché et du politique, Paris, 2014, tra cui, in particolare, F. MARTUCCI, *Les fonds souverains et l'Union européenne: les liaisons dangereuses du marché et du politique*, p. 69 ss.; A. CUMMINE, *Ethical Sovereign Investors: Sovereign Wealth Funds and Human Rights*, in J.P. BOHOSLAVSKY, J.L. ČERNIC (eds.), *Making Sovereign Financing and Human Rights Work*, Oxford, 2014; i contributi in F. BASSAN, *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, Cheltenham, 2015, tra cui, in particolare, A. DE LUCA, *The EU and Member States: FDI, Portfolio Investments, Golden Powers and SWFs*, p. 178 ss.; D. GALLO, *The Rise of Sovereign Wealth Funds (SWFs) and the Protection of Public Interest(s): The Need for a Greater External and Internal Action of the European Union*, in *European Business Law Review*, 2016, p. 459 ss.

²³ “Tendenzialmente” perché è sufficiente pensare a Ungheria e Polonia.

²⁴ Cfr., *ex multis*, la sentenza della Corte di giustizia del 22 ottobre 2013, causa C-105/12, *Essent*, ECLI:EU:C:2013:677, punto 36.

Le intersezioni tra regolamento 452/2019 e *golden powers* sono lampanti perché il controllo e la limitazione degli investimenti passano proprio per l'attivazione dei *golden powers*. Attivazione che, quanto all'Italia, è avvenuta 38 volte in una varietà di settori, a fronte di 341 notifiche al Governo, che corrisponde a circa quattro volte il dato del 2019²⁵. Lo strumento è potenzialmente dirompente. Basti pensare a quanto avvenuto poco tempo fa: il Governo Draghi, lungi dall'imporre semplicemente prescrizioni e condizioni, ha bloccato l'acquisizione di una quota di maggioranza della nota società milanese LPE nel settore dei semiconduttori per la fabbricazione di chip da parte della società cinese Shenzen²⁶.

Ora, se è vero che l'Italia ha esteso lo strumento dei *golden powers* in relazione a quei settori oggetto di disciplina del Regolamento, come fatto da altri paesi, *in primis* la Germania, l'Italia, a quanto mi consta in solitudine in Europa, ha introdotto due novità importanti: ha ricompreso espressamente le banche tra le imprese rispetto alle quali esercitare il potere speciale, innanzitutto, e, in secondo luogo, ha inteso applicare i poteri speciali nei confronti di investitori UE, non solamente nei confronti di investitori extra-UE.

In un tale contesto, il tema dell'estensione e dei confini dell'esercizio della sovranità nazionale va letto alla luce di tre problematiche.

La prima problematica: è possibile prevedere, come fa la normativa italiana, un doppio binario, laddove il *golden power* è indirizzato agli investitori UE e agli investitori extra-UE? In particolare, occorre chiedersi se il diritto UE osti a che una normativa, come quella italiana,

²⁵ Cfr. la relazione sulla politica dell'informazione per la sicurezza, relativa all'anno 2020, a cura del Comparto Intelligence (DIS, AISE, AISI), del 1° marzo 2021, p. 48, consultabile sul sito www.sicurezzanazionale.gov.it/sisr.nsf/relazione-annuale/relazione-2020-sulla-politica-dellinformazione-per-la-sicurezza.html.

²⁶ Cfr. C. FOTINA, *Tlc, energia, finanza: così il «golden power» del Governo Draghi*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 settembre 2021.

preveda un regime meno favorevole nel caso in cui gli investitori siano extra-UE²⁷ rispetto al trattamento riservato agli investitori²⁸.

La risposta è che la previsione di questo doppio binario è possibile. Infatti, negli Orientamenti del marzo 2020 è esplicitamente chiarito che “le restrizioni ai movimenti di capitali a destinazione di paesi terzi o in provenienza da essi si collocano in un contesto giuridico differente rispetto alle restrizioni che riguardano i movimenti di capitali all’interno dell’Unione”²⁹. Da qui la duplice conclusione che, “nel caso delle restrizioni applicate a operazioni che coinvolgono paesi terzi, possono essere ammessi ulteriori motivi di giustificazione” e che “i motivi di giustificazione ammissibili possono anche essere intesi in un senso più ampio”³⁰.

La circostanza che le giustificazioni possano essere intese “in un senso più ampio” significa che l’interpretazione e l’applicazione delle deroghe espresse nei trattati (sicurezza e ordine pubblico), così come delle esigenze imperative di origine giurisprudenziale, può avvenire in maniera più rigorosa di quanto accade con riferimento agli investitori UE. Insomma, una declinazione più restrittiva del principio di proporzionalità in merito all’idoneità e alla necessità della misura nazionale.

Prima dell’adozione degli Orientamenti del 2020, non essendoci giurisprudenza nel settore degli investimenti esteri diretti extra-UE, la cristallizzazione di un vero e proprio *divide* tra le due tipologie d’investimento (in funzione della sua origine), dal punto di vista della portata e del potenziale delle esigenze imperative, non pareva configurabile. Solo in via analogica, pensando ad altri ambiti del diritto UE, una tale divergenza sembrava concepibile³¹. Nel settore fiscale, in

²⁷ Cfr. art. 4-bis, comma 3-bis del decreto-legge 21 settembre 2019, n. 105, così come modificato dall’art. 15 del decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23, dove è scritto che la notifica al MISE deve essere effettuata per le partecipazioni che attribuiscono una quota almeno pari al 10%.

²⁸ Cfr. *ibid.*, dove è scritto che la notifica al MISE deve essere effettuata per partecipazioni che determinano l’insediamento stabile dell’acquirente in ragione dell’assunzione del controllo della società.

²⁹ Cfr. “Orientamenti”, cit., punto 4.

³⁰ Cfr. *ibid.*

³¹ Sul punto si vedano H. SCHWEITZER, *Sovereign Wealth Funds*, cit., pp. 103-108; D. GALLO, *On the Content and Scope of National and European Solidarity Under Free*

particolare, la distinzione c'è sempre stata: si pensi ai casi *Test Claimants* e *Orange European Smallcap Fund*³².

Allo stato attuale, grazie a quanto affermato negli Orientamenti, il problema mi sembra tendenzialmente risolto. “Tendenzialmente” perché un conto è ritenere, come fa la Commissione, che, nei confronti d'investitori extra-UE, esistano motivi diversi da quelli invocabili nei confronti degli investitori UE oppure, come osserva la Commissione, che le giustificazioni possono essere maggiormente dilatate quando operano nei confronti degli investitori extra-UE. Un altro conto è ritenere che uno Stato possa adottare misure, nella loro struttura e nelle loro finalità, radicalmente differenti a seconda che l'investitore sia UE oppure extra-UE.

La seconda problematica: è possibile per uno Stato, l'Italia in particolare, unica in Europa oggi, applicare i *golden powers* agli investitori UE? Ora, a mio avviso, l'utilizzo dello strumento del *golden power*, attraverso l'obbligo di notifica, imposto a soggetti UE, circa l'acquisto di partecipazioni in grado di determinare il controllo di una società stabilita nel territorio italiano, non è in conflitto con l'ordinamento UE, risolvendosi in una misura: idonea a scongiurare scalate ostili in imprese strategiche e/o esercenti SIEG; proporzionata perché di carattere temporaneo, essendo in vigore fino al 31 dicembre 2022³³, in quanto giustificata da una crisi economica, com'è quella determinata dal COVID-19, che colpisce alcuni Paesi membri dell'Unione più di altri e che, inevitabilmente, impone ai primi, in mancanza di un quadro unitario a livello europeo, d'intervenire in termini restrittivi sull'accesso al loro mercato dei capitali; necessaria a proteggere settori strategici e connessi all'erogazione di servizi essenziali di rilevanza collettiva, anziché meramente a ostacolare e disincentivare indebitamente gli investimenti esteri intra-UE.

Movement Rules: The Case of Golden Shares and Sovereign Investments, in *European Papers*, 2016, p. 823 ss., pp. 844 e 845.

³² Cfr. sentenze della Corte di giustizia del 12 dicembre 2006, causa C-446/04, *Test Claimants in the FII Group Litigation*, ECLI:EU:C:2006:774, punto 170 e del 20 maggio 2008, causa C-194/06, *Orange European Smallcap Fund*, ECLI:EU:C:2008:289, punto 89.

³³ Il termine della misura è stato recentemente prorogato dall'art. 17, comma 1, lett. a) del decreto-legge 30 dicembre 2021, n. 228.

I dubbi sono, invece, legittimi quanto alla legittimità di una tale normativa qualora dovesse essere confermata negli anni a venire, oltre il COVID-19.

La terza problematica riguarda la “tenuta” dei *golden powers* in un settore nuovo ai poteri speciali, ossia quello bancario³⁴, sotto il profilo della natura degli interessi invocabili dallo Stato per praticare questi poteri, con riguardo sia agli investimenti UE che agli investimenti extra-UE³⁵.

Tenuto conto del carattere “non esaustivo” dell’“elenco dei fattori che possono incidere sulla sicurezza o sull’ordine pubblico”, come precisato nel regolamento 452/2019³⁶, mi pare che esista un interesse invocabile, desumibile dalla prassi della Commissione e dalla giurisprudenza UE, seppure non relative a *golden shares* e *golden powers*: quello della stabilità finanziaria.

Il significato da attribuire al concetto di stabilità finanziaria è dubbio, considerando peraltro che nella giurisprudenza UE, compresa quella relativa alle *golden shares* intra-UE³⁷, la giustificazione della “stabilità finanziaria” è assente. Per escludere che una tale giustificazione possa legittimamente essere fatta valere nel settore bancario, quanto al possibile esercizio dei *golden powers*, potrebbe obiettarsi che la Corte di giustizia, nella sua giurisprudenza consolidata, nega che motivi economici, di mero sviluppo industriale, siano invocabili, da uno Stato membro, allo scopo di limitare gli scambi, a livello di merci, servizi, lavoratori, capitali, in linea con la c.d. *doctrine of non economic considerations*³⁸, per cui solamente ragioni extra-economiche

³⁴ Cfr., ad esempio, il caso dell’OPA di *Credit Agricole* sul Credito Valtellinese. A riguardo, si veda il comunicato di *Crédit Agricole Italia S.p.A.*, del 23 novembre 2020, consultabile sul sito [morrowsodali-transactions.com/attachments/1607701149-comunicato-20102-2023-11-2020.pdf](https://www.morrowsodali-transactions.com/attachments/1607701149-comunicato-20102-2023-11-2020.pdf)

³⁵ Sul punto si vedano, *inter alia* e recentemente, D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell’Unione europea: il caso delle banche*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2021, p. 26 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell’economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2021, p. 55 ss.

³⁶ Cfr. regolamento (UE) 2019/452, cit., 12° considerando.

³⁷ Si veda, tra gli altri, D. GALLO, *Corte di giustizia UE, golden shares e investimenti sovrani*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2013, p. 917 ss.

³⁸ Su questa “dottrina” e sui suoi limiti si veda, *inter alia*, J. SNELL, *Economic Aims as Justification for Restrictions on Free Movement*, in A. SCHRAUWEN (ed.), *Rule of Reason – Rethinking another Classic of European Legal Doctrine*, Groningen, 2005,

potrebbero essere adoperate a tale fine³⁹. Del resto, se, da un lato, l'obiettivo della stabilità finanziaria non è menzionato dalla Corte di giustizia nella sua giurisprudenza, dall'altro, i giudici UE si riferiscono alla salvaguardia dell'"interesse finanziario" dello Stato nella sentenza *Commissione c. Portogallo*, proprio in tema di libertà di circolazione e *golden shares*, e lo fanno al fine di escluderne la legittimità ai sensi del diritto UE⁴⁰.

Al riguardo, non va, però, sovrapposto il concetto di "interesse finanziario" a quello di "stabilità finanziaria": nulla impedisce che quest'ultima ragione d'interesse generale possa applicarsi al settore bancario nell'ambito dei *golden powers*. Infatti, il divieto che si pone al cuore della giurisprudenza UE, a ben vedere, riguarda obiettivi "puramente" o "meramente" economici, obiettivi cioè svincolati da finalità ultime d'interesse generale, come riconosciuto in *Essent*, dove i giudici UE, in merito a libera circolazione dei capitali e privatizzazioni, precisano, per un verso, che "motivi di natura puramente economica non possono costituire motivi imperativi di interesse generale idonei a giustificare una limitazione di una libertà fondamentale garantita dai Trattati" e, per l'altro, che una tale giustificazione è legittima "qualora sia dettata da motivi di ordine economico che perseguono un obiettivo d'interesse generale"⁴¹. La stabilità finanziaria, cioè, è finalità di natura economica intermedia e

p. 35 ss.; N. A. GEORGIADIS, *Derogation Clauses: The Protection of National Interests in EC Law*, Athènes-Bruxelles, 2006, pp. 199-203.

³⁹ Cfr., *ex multis*, sentenze della Corte di giustizia del 27 febbraio 2019, causa C-563/17, *Associação Peço a Palavra*, ECLI:EU:C:2019:144, punto 70; dell'8 luglio 2010, causa C-171/08, *Commissione c. Portogallo*, ECLI:EU:C:2010:412, punto 52; del 6 giugno 2000, causa C-35/98, *Verkooijen*, ECLI:EU:C:2000:294, punti 47 e 48; del 29 aprile 1999, causa C-224/97, *Ciola*, ECLI:EU:C:1999:212, punto 17; del 5 giugno 1997, causa C-398/95, *Syndesmos ton en Elladi Touristikon kai Taxidiotikon Grafeion (SETTG)*, ECLI:EU:C:1997:282, punto 23; del 30 novembre 1995, causa C-55/94, *Gebhard*, ECLI:EU:C:1995:411, punto 37; del 26 aprile 1998, causa 352/85, *Bond van Adverteerders e a.*, ECLI:EU:C:1988:196, punto 34; del 25 luglio 1991, causa C-288/89, *Collectieve Antennevoorziening Gouda*, ECLI:EU:C:1991:323, punto 11; del 7 febbraio 1984, causa 238/82, *Duphar*, ECLI:EU:C:1984:45, punto 23; del 9 giugno 1982, causa 95/81, *Commissione c. Italia*, ECLI:EU:C:1982:216, punto 27; del 19 dicembre 1961, causa 7/61, *Commissione c. Italia*, ECLI:EU:C:1961:31, punto D.

⁴⁰ Cfr. sentenza della Corte di giustizia del 4 giugno 2002, causa C-367/98, *Commissione c. Portogallo*, ECLI:EU:C:2002:326, punto 52.

⁴¹ Cfr. sentenza *Essent*, cit., punti 51 e 52.

strumentale all’obiettivo ultimo di garantire che servizi essenziali erogati dagli istituti finanziari italiani possano essere adeguatamente prestati a favore della collettività. Una commistione, quella tra obiettivi intermedi di carattere economico e obiettivi finali di carattere extra-economico⁴², naturalmente portata a verificarsi in tutti quei settori, il cui buon funzionamento rappresenta una precondizione per l’accesso, da parte di persone fisiche e giuridiche, a una varietà di servizi d’interesse generale⁴³. Va da sé, pertanto, che il concetto di stabilità finanziaria non può essere interpretato dalle autorità nazionali nel senso di rendere tale stabilità funzionale all’obiettivo ultimo di “sostenere il sistema economico”, come invece, perlomeno in Italia, alcuni parrebbero assumere⁴⁴. Al contrario, la stabilità finanziaria è finalità connessa con le attività svolte dalle banche, intese quali “fonte essenziale di finanziamento per le imprese attive nei diversi mercati”⁴⁵.

A conferma di quanto scritto, negli Orientamenti del 2020 la Commissione rileva che è “possibile adottare misure restrittive per affrontare minacce alla stabilità finanziaria”⁴⁶ e, nel farlo, menziona la

⁴² Sulle implicazioni di questa commistione si vedano le osservazioni contenute in V. HATZOPOULOS, *Recent Developments in the Free Movement of Services*, in *Common Market Law Review*, 2000, p. 43 ss., pp. 78 e 79; K. J. M. MORTELMANS, *Towards Convergence in the Application of the Rules on Free Movement and on Competition?*, in *Common Market Law Review*, 2001, p. 613 ss., p. 637; J. SNELL, *op. cit.*; N. A. GEORGIADIS, *op. cit.*; C. BARNARD, *Derogations, Justifications and the Four Freedoms: Is State Interest Really Protected?*, in C. BARNARD, O. ODUDU (eds.), *The Outer Limits of European Union Law*, Oxford-Portland, 2009, p. 273 ss., pp. 279-280; S. ARROWSMITH, *Rethinking the Approach to Economic Justifications under the EU’s Free Movement Rules*, in *Current Legal Problems*, 2015, p. 307 ss. Sulla naturale commistione tra economico e non economico nell’ambito di attività d’interesse generale si veda D. GALLO, *La progressive et inévitable avancée des considérations économiques dans le domaine des justifications d’intérêt général aux restrictions du marché intérieur*, in C. BLUMANN, F. PICOD (sous la direction de), *Annuaire de droit de l’Union européenne*, Parigi, 2016, p. 65 ss., pp. 86-90.

⁴³ Cfr. conclusioni dell’Avvocato generale Tesauro del 9 febbraio 1993, causa C-320/91, *Corbeau*, ECLI:EU:C:1993:52, punto 15.

⁴⁴ Cfr. la relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo del Comitato parlamentare per la sicurezza della Repubblica (COPASIR), approvata nella seduta del 5 novembre 2020 e trasmessa alle Presidenze di Camera e Senato il 5 novembre 2020, p. 9, consultabile sul sito documenti.camera.it/_dati/leg18/lavori/documentiparla/mentari/IndiceETesti/034/003/INTERO.pd.

⁴⁵ Cfr. sentenza della Corte di giustizia del 19 luglio 2016, causa C-526/14, *Kotnik*, ECLI:EU:C:2016:570, punto 50.

⁴⁶ Cfr. “Orientamenti”, cit., punto 4.

dichiarazione dell'ex Commissario europeo, Jonathan Hill, per la stabilità finanziaria, i servizi finanziari e il mercato unico dei capitali, in merito ai controlli sui capitali imposti dalle autorità greche, resa il 29 giugno 2015⁴⁷. Si legge, nella dichiarazione, prima, che gli Stati membri possono adottare misure relative ai movimenti di capitali che siano giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza, poi, che, secondo la giurisprudenza UE, possono essere introdotte misure anche per altri motivi imperativi di interesse pubblico generale, da applicare “per il periodo più breve possibile”. La conseguenza è che, costituendo la stabilità del sistema finanziario e bancario in Grecia una questione di interesse pubblico preminente e di politica pubblica suscettibile di giustificare l'applicazione temporanea di restrizioni ai flussi di capitali, mantenere la stabilità finanziaria risulta(va) “la principale sfida immediata per il paese”⁴⁸.

In ogni caso, al di là del fugace riferimento alla dichiarazione di Jonathan Hill, va sottolineato che, negli orientamenti, la Commissione si riferisce all'interesse/obiettivo della stabilità finanziaria subito dopo aver accennato alla possibile restrizione del mercato dei capitali con riferimento a imprese incaricate dell'erogazione di servizi pubblici, in particolare in relazione alla salvaguardia di finalità connesse all'approvvigionamento energetico.

4. Il sistema concepito dalle istituzioni UE, nel regolamento 452/2019, è più avanzato e bilanciato di quello previsto in altri ordinamenti, in particolare statunitense e cinese. Senza essere eccessivamente panglossiano, mi pare si possa affermare in maniera netta che il tratto distintivo del modello europeo di disciplina, rispetto a quello statunitense e cinese, dominato da un fortissimo grado di politicizzazione, si trovi proprio nell'introduzione di principi giuridici e di meccanismi procedurali. Non il migliore dei mondi possibili, ma, certamente, un mondo più montesqueiano di molti altri.

La conclusione, quanto ai *golden powers*, è che l'estensione, rispetto all'epoca pre-regolamento, del loro *scope ratione materiae*, in chiave

⁴⁷ Cfr. dichiarazione della Commissione, del 29 giugno 2015, in merito ai controlli sui capitali imposti dalle autorità greche, consultabile sul sito: ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/STATEMENT_15_5271.

⁴⁸ *Ibid.*

di salvaguardia di settori strategici, incluso quello finanziario, nei confronti degli investitori extra-UE, è legittima. Lo è anche con riferimento agli investitori UE, ma, in questo secondo caso, la legittimità deve essere associata alla temporaneità e all'eccezionalità della crisi da COVID. In effetti, i *golden powers*, da strumento eccezionale, neutrale e centrato su un numero limitato di settori altamente strategici, rischiano di diventare qualcos'altro. Il punto è capire se il grado di discrezionalità di cui gode il Governo, ad esempio in Italia, è troppo dilatato e se, comunque, sia giustificato l'esercizio che ne è stato fatto fin qui. Al momento, guardando all'Italia, io penso sia giustificato. Al momento, però. Se questa tendenza dovesse generalizzarsi *sine die*, in epoca post COVID, in un'ottica sempre più statocentrica, al confine col trumpismo più *engagé*, quanto successo negli anni duemila in tema di *golden shares* potrebbe verificarsi *mutatis mutandis*: procedure d'infrazione e sentenze di condanna della Corte di giustizia sarebbero cioè verosimili e, a ben vedere, più che opportune.