

Data di pubblicazione: 2 febbraio 2026

ALESSANDRO BELLI*

Golden power nei settori strategici tra sicurezza pubblica ed interessi economici: note a margine dell'Offerta Pubblica di Scambio UniCredit - Banco BPM

The Golden Power in Strategic Sectors between Public Security and Economic Interests: Notes on UniCredit's Public Exchange Offer for Banco BPM

ABSTRACT: Il contributo esamina la disciplina del *golden power* nei settori strategici, con particolare riferimento al settore finanziario, alla luce dell'Offerta Pubblica di Scambio promossa da UniCredit S.p.A. su Banco BPM S.p.A. nel più ampio contesto delle trasformazioni dell'attuale scenario geopolitico. Dopo aver ricostruito il quadro normativo nazionale ed europeo, l'analisi si concentra sul necessario collegamento tra la qualificazione degli *asset* come strategici e la sussistenza di un pericolo

* Funzionario Consob - Dottorando di ricerca in Diritto pubblico dell'economia Sapienza Università di Roma. Le opinioni espresse nell'articolo siano personali e non riconducibili all'Istituto di appartenenza.

effettivo per l'ordine e la sicurezza pubblica quale presupposto dell'esercizio dei poteri speciali.

Particolare attenzione è dedicata alla motivazione del decreto di esercizio del *golden power* e ai limiti del sindacato giurisdizionale sugli atti di alta amministrazione, nonché al rischio di sovrapposizione tra l'intervento governativo e le competenze delle autorità di vigilanza ove la nozione di sicurezza pubblica venga interpretata in senso estensivo.

Infine, il contributo evidenzia come una lettura che attribuisca rilievo autonomo anche a profili di sicurezza economica si ponga in tensione con il vigente quadro normativo europeo e prospetta l'esigenza di un coordinamento esplicito a livello unionale per ridefinire in modo coerente il perimetro degli interessi tutelabili.

The article examines the legal framework governing golden power in strategic sectors, with particular reference to the financial sector, in light of the Public Exchange Offer launched by UniCredit S.p.A. for Banco BPM S.p.A., within the broader context of the transformations affecting the current geopolitical landscape. After reconstructing the relevant national and European regulatory framework, the analysis focuses on the necessary link between the classification of assets as strategic and the existence of an actual threat to public order and security as a precondition for the exercise of special powers.

Particular attention is devoted to the reasoning underlying the decree exercising golden powers and to the limits of judicial review over acts of high administration, as well as to the risk of functional overlap between governmental intervention and the competences of sectoral supervisory authorities where the notion of public security is interpreted expansively.

Finally, the article highlights how an interpretation that accords autonomous relevance to aspects of economic security may give rise to tensions with the current European legal framework and suggests the need for explicit coordination at EU level in order to redefine coherently the scope of the interests that may legitimately be protected.

PAROLE CHIAVE: golden power; settore finanziario; ordine e sicurezza pubblica; diritto dell'Unione europea; sindacato giurisdizionale

KEYWORDS: golden powers; financial sector; public order and security; european union law; judicial review

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. La vicenda. - 3. La disciplina del *golden power* nei settori strategici. - 4. La sentenza n. 13748/2025 del T.A.R. Lazio. - 5. La valutazione preliminare della Commissione europea. - 6. Il *golden power* nei settori strategici tra certezza del diritto e tutela di interessi (non meramente) economici. - 6.1. La definizione dei settori e degli *asset* rilevanti ai sensi del d.l. 21/2012 come imprescindibile presidio della certezza del diritto. - 6.2 La tutela dell'ordine e della sicurezza pubblica ed il riparto di competenze tra Governo e autorità di settore - 6.3. L'importanza della motivazione del decreto di esercizio del *golden power*. - 7. Considerazioni conclusive.

1. Introduzione

L'Offerta Pubblica di Scambio volontaria promossa da UniCredit S.p.a. sulla totalità delle azioni di Banco BPM S.p.A. ed il dibattito che intorno alla stessa si è venuto a creare in considerazione delle diverse posizioni

sostenute dalle Autorità europee e nazionali coinvolte, costituiscono terreno fertile per tentare di chiarire i confini entro i quali il *golden power*, esercitato dal Governo italiano con riferimento alla citata operazione, può essere esercitato nei cd. settori strategici, tra i quali è presente quello finanziario. Dopo aver definito i contorni essenziali della vicenda ed illustrato le posizioni assunte, in particolare, dal Governo, dalla giurisprudenza italiana e dalla Commissione europea, l'analisi che si intende effettuare si concentrerà sulla limitata prevedibilità delle condizioni che legittimano l'esercizio del *golden power* nei settori strategici, in particolare nel settore finanziario, e sui margini entro i quali il decreto di esercizio del *golden power* può essere sindacato in sede giurisdizionale.

2. La vicenda

Il 24 novembre 2024 UniCredit S.p.A. ha lanciato un'Offerta Pubblica volontaria di Scambio su tutte le azioni di Banco BPM S.p.A., volta ad acquisirne il controllo¹.

Il 28 marzo 2025 UniCredit ha ricevuto dalla Banca Centrale Europea e dalla Banca d'Italia l'autorizzazione ad acquisire, all'esito positivo dell'Offerta, il controllo diretto di Banco BPM ed il controllo indiretto e la partecipazione qualificata indiretta di banche, società finanziarie e società di gestione del risparmio del Gruppo Banco BPM e del Gruppo Anima, controllato da Banco BPM.

¹ Per una completa contestualizzazione della vicenda in discorso, nell'ambito delle più ampie vicende che hanno caratterizzato il mercato del controllo degli operatori bancari nel recente periodo, v. G. PRESTI, *Il mercato del controllo*, in *Rivista delle Società*, fasc. 1, 2025, 110 ss. il quale analizza in dettaglio le principali differenze tra offerta pubblica di acquisto e di scambio e, considerata la rilevanza che le offerte pubbliche di scambio hanno assunto nel recente periodo, ritiene che sia necessaria un più specifica disciplina ad esse rivolta.

Dopo la notifica dell'operazione da parte di UniCredit alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, il procedimento di valutazione dell'operazione è stato svolto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze che, considerando i risparmi nazionali detenuti dagli istituti finanziari come attività strategiche², ha presentato una relazione istruttoria in cui raccomandava l'esercizio del *golden power*. La Presidenza del Consiglio dei Ministri, aderendo alla raccomandazione del citato Ministero, il 18 aprile ha emanato il decreto con il quale è stato esercitato il *golden power* ai sensi dell'articolo 2, c. 5, del decreto-legge 21/2012 che impone obblighi che si applicherebbero alla banca risultante dall'operazione.

Nello specifico, il decreto prevede che il soggetto risultante dall'operazione:

- non abbassi il rapporto prestiti/depositi di UniCredit e Banco BPM in Italia al di sotto del rapporto attuale per i prossimi 5 anni, con l'obiettivo di sostenere i prestiti ai consumatori e alle PMI in Italia;
- non abbassi il portafoglio di *project finance* di UniCredit e Banco BPM in Italia al di sotto del livello attuale per un periodo indeterminato;
- non riduca gli investimenti di Anima Holding S.p.A. (controllata da Banco BPM) in titoli di emittenti italiani al di sotto del livello attuale per un periodo di almeno 5 anni e ne supporti lo sviluppo per lo stesso periodo;
- cessi tutte le attività in Russia entro 9 mesi dall'adozione del decreto.

² In particolare, a norma dell'articolo 8, c. 1, lett. c) del DPCM 179/2020, su cui v. più diffusamente oltre par. 3, l'Italia ha considerato strategici per l'Operazione i seguenti attivi: 1) i risparmi raccolti in Italia da Banco BPM per un importo di circa 100 miliardi di euro; i prestiti concessi da Banco BPM attraverso la suddetta raccolta e destinati ai clienti italiani per un importo di circa 98 miliardi di euro; la partecipazione di controllo di Banco BPM in Anima che, direttamente e/o attraverso i fondi di investimento gestiti, gestisce circa 200 miliardi di euro di risparmi in Italia.

Il decreto prevede, inoltre, le modalità per il controllo dell'adempimento di tali prescrizioni e la possibilità di applicare sanzioni nel caso del loro mancato rispetto.

Il primo aprile 2025 la Consob ha approvato il documento relativo all'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria promossa da UniCredit sulle azioni di Banco BPM.

Il 21 maggio 2025, la Consob ha disposto la sospensione di 30 giorni del periodo d'offerta ai sensi dell'art. 102, c. 6, lett. b del TUF.

Il 19 giugno 2025 la Commissione europea ha adottato una decisione ai sensi dell'art. 6 del Regolamento Concentrazioni, che approva l'Operazione subordinatamente a degli impegni.

Avverso il decreto del Governo italiano, UniCredit S.p.A. ha presentato ricorso al T.A.R. Lazio, pronunciandosi sullo stesso il 12 luglio 2025 con la sentenza n. 13748/2025.

Il 14 luglio, la Commissione europea ha adottato la propria valutazione preliminare in merito al decreto di esercizio del *golden power* avente ad oggetto l'Offerta Pubblica di Scambio in discorso, ove ha ritenuto che il decreto in parola violasse plurime disposizioni del diritto dell'Unione³.

Il 22 luglio, la Consob ha nuovamente disposto la sospensione per 30 giorni del periodo d'offerta ai sensi dell'art. 102, c. 6, lett. b) del TUF in quanto ha ritenuto che la decisione del T.A.R. e la valutazione preliminare della Commissione costituissero fatti nuovi, tali da non consentire ai destinatari dell'offerta di pervenire ad un fondato giudizio sulla stessa.

Sempre il 22 luglio 2025, UniCredit annunciava il ritiro dell'offerta.

³ Cfr. Valutazione preliminare della Commissione europea del 14/07/2025 a norma dell'articolo 21, par. 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21 dell'accordo SEE (Caso M.12052 - UNICREDIT / BANCO BPM (Art. 21(4))).

Come emerge dalla narrazione della vicenda, sono state numerose le autorità nazionali ed europee chiamate a pronunciarsi sull'operazione in discorso, ciascuna per i propri ambiti di competenza.

Prima di dar conto delle valutazioni effettuate, in particolare dal Governo italiano, dalla giurisprudenza italiana e dalla Commissione europea in merito all'esercizio del *golden power* sulla menzionata Offerta Pubblica di Scambio, è opportuno richiamare brevemente la disciplina del d.l. 21/2012 nei settori strategici.

3. La disciplina del *golden power* nei settori strategici

La costruzione di un mercato interno, improntato ai principi di libera circolazione e volto a favorire l'afflusso di investimenti esteri, anche provenienti da Paesi terzi, richiede un necessario bilanciamento con l'esigenza di garantire che tali investimenti risultino compatibili con gli interessi nazionali fondamentali, in particolare con quelli attinenti all'ordine e alla sicurezza pubblica. A tal fine è stata dettata la disciplina in materia di *golden power*, la cui attuale conformazione deriva da numerosi interventi del legislatore⁴, effettuati al fine di tenere conto dei nuovi scenari geopolitici e dei problemi sollevati in concreto dal suo esercizio⁵.

⁴ Cfr. E. LATORRE, F. ROSSI DAL POZZO, *La tutela del mercato Unico fra Golden Power, Antitrust e controllo sui sussidi esteri*, in *Rivista Italiana di diritto Pubblico Comunitario*, fasc. 4, 2023, 753-754, che osservano come la disciplina del *golden power*, recata dal D.l. 21/2012 è stata modificata negli ultimi anni da ben sei decreti legge: il decreto rottamazioni-*bis* del 2017 (art. 14, D.l. 26 ottobre 2017 n. 148); il decreto *Brexit* del 2019 (art. 1 D.l. 25 marzo 2019, n. 22), il decreto sulla sicurezza cibernetica del 2019 (art. 4-*bis* D.l. 21 settembre 2019 n. 105), il decreto liquidità del 2020 (artt. 15-18 D.l. 8 aprile 2020); il decreto Ucraina del 2022 (artt. 25-28 D.l. 21 marzo 2022, n. 21) ed infine il decreto *Omnibus* del 2023 (art. 7. d.l.10 agosto 2023, n. 104).

⁵ Sul punto, v. L. MASOTTO, *il golden power alla prova del procedimento e del processo amministrativo*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, fasc. 5, 2022, 663, ove l'autore afferma che "la disciplina in materia di *golden power* – appare – in una continua rincorsa espansiva, in una

In particolare, la disciplina del *golden power* è contenuta nel d.l. 15 marzo 2012, n. 21 (recante “*Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni*”) convertito con l. 11 maggio 2012, n. 56⁶. Il legislatore ha così inteso superare i rilievi che la Corte di Giustizia dell’Unione europea aveva sollevato in merito alla previgente disciplina nazionale in tema di *golden share*⁷, in ragione del fatto che i criteri di esercizio dei poteri speciali – allora collegati alla partecipazioni statali in alcune imprese controllate direttamente o indirettamente dallo Stato in settori strategici – non erano individuati in maniera tale da consentire agli investitori una piena conoscenza delle situazioni in cui detti poteri potessero essere utilizzati.

stratificazione progressiva fondata su una tecnica normativa che, procedendo per accumulo, non appare sempre di chiara interpretazione”. Cfr. anche L. SCIPIONE, *Il golden power come strumento attivo per una politica industriale “sostenibile”*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 4, 2024, 839, il quale afferma che “*se si guarda con maggiore attenzione al ritmo geometrico con cui tale istituto viene incessantemente plasmato, si prende contezza del fatto che lo strumento sia stato travolto da un’estensione bulimica del suo ambito applicativo e delle sue modalità di esercizio*”.

⁶ Per una diffusa disamina dell’istituto del *golden power* e degli interessi ad esso sottesi, si rimanda a L. BELVISO, *Golden Power – Profili di diritto amministrativo*, Torino, Giappichelli, 2023; v. anche M. CLARICH, *La disciplina del golden power tra Stato, mercato ed equilibri geopolitici*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 4, 2024, 702 ss. e R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51*, in *federalismi.it*, 2022. Sul mutamento del ruolo dello Stato nel controllo pubblico dell’economia, da “regolatore” a “doganiere” o “stratega”, conseguente all’introduzione della disciplina del *golden power*, v. per la definizione di Stato “stratega” R. GAROFOLI, *Il controllo degli investimenti diretti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, disponibile all’indirizzo web www.giustizia-amministrativa.it e G. NAPOLITANO, *l’irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello stato doganiere*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, 2019, fasc. 5, 551, per la definizione di Stato “doganiere”.

⁷ Cfr. sentenza della Corte di Giustizia UE del 26 marzo 2009, causa C-326/07, con la quale fu stabilita l’incompatibilità con il quadro giuridico UE (in particolare con gli artt. 56 e 43 Trattato CE, ora 63 e 49 TFUE), della disciplina prevista, in tema di *golden share*, dall’allora vigente d.l. n. 332 del 1993. Con tale arresto giurisprudenziale, la CGUE ha al contempo indicato i presupposti, tuttora validi, che consentono ad uno Stato membro di limitare la libera circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento vale a dire: a) la sussistenza di motivi imperativi di interesse generale; b) la non discriminarietà delle misure adottate; c) la proporzionalità delle misure adottate.

Successivamente, il D.l. 21 settembre 2019, n. 105 (convertito, con modificazioni, dalla l. 18 novembre 2019, n. 133), ha modificato l'art. 2 del D.l. 21/2012, estendendo l'ambito applicativo dei poteri speciali ad ulteriori settori strategici, in linea con il regolamento (UE) 2019/452 relativo al controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea ("Regolamento IED")⁸.

In particolare, l'art. 2, c. 1-*ter* del D.l. 21/2012 prevede che, con decreti del Presidente del Consiglio dei Ministri e con la procedura ivi descritta, siano individuati gli *asset* di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, ulteriori rispetto a quelli già individuati nei decreti previsti dagli artt. 1, c. 1 e 2, c. 1, del d.l. 21/2012, nei settori indicati dall'art. 4, par. 1 del Regolamento (UE) 2019/452, al fine della verifica in ordine alla sussistenza di un pericolo per l'ordine e la sicurezza pubblica.

Il richiamato articolo 4 del Regolamento (UE) 452/2019, significativamente rubricato "*Fattori che possono essere presi in considerazione dagli Stati membri e dalla Commissione*", sancisce che nell'ambito delle valutazioni della Commissione europea e degli Stati membri in merito ai pericoli che un investimento estero diretto può comportare per l'ordine e la sicurezza pubblica, possono essere tenuti in considerazione, tra le altre cose, anche gli effetti potenziali sulle "infrastrutture critiche", tra le quali sono incluse quelle finanziarie⁹.

Con DPCM del 18 dicembre 2020, n. 179, sono stati individuati, in attuazione del menzionato c. 1-*ter* dell'art. 2 del D.l. n. 21/2012, tra le altre cose e per ciò che qui primariamente rileva, i beni e rapporti di rilevanza

⁸ In merito al rapporto tra il Regolamento IED e la disciplina interna, si noti che il primo si limita a delineare un quadro europeo in materia di controllo degli investimenti esteri diretti, autorizzando espressamente gli Stati a legiferare nell'ambito di tale cornice comune. Sul punto, cfr. L. BELVISO, *Golden Power – Profili di diritto amministrativo*, Torino, Giappichelli, 2023, 31 ss..

⁹ Peraltro, ai sensi del considerando n. 12 del Regolamento (UE) n. 452/2019 l'elenco dei fattori in esso previsti non ha carattere tassativo.

strategica per l'interesse nazionale nel settore finanziario. Segnatamente, l'art. 8 del cennato DPCM elenca, tra i beni e rapporti del settore finanziario di rilevanza strategica nel settore finanziario, “[...] c) le attività economiche di rilevanza strategica finanziarie, creditizie e assicurative, anche se svolte da intermediari, esercitate da imprese che realizzano un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro e aventi un numero medio annuale di dipendenti non inferiore a duecentocinquanta unità”.

Con specifico riferimento alla disciplina dettata dal D.l. 21/2012 in merito all'acquisto di partecipazioni tra soggetti operanti in settori strategici, considerato che l'analisi che si intende effettuare riguarda acquisti tra soggetti italiani, ma con considerazioni che possono estendersi anche ad altri tipi di operazioni, si descriverà solo la disciplina che si applica agli acquisti di partecipazioni tra soggetti appartenenti all'Unione Europea ed italiani.

L'art. 2, c. 5, d.l. 21/2012 prevede l'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri degli acquisti di partecipazioni in società che detengono attivi individuati come strategici ai sensi del c. 1-ter anche da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea e italiani, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione viene acquisita.

Nel caso in cui l'acquisto comporti un *“comporti una minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato di cui al comma 3 [ossia alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti] ovvero un pericolo per la sicurezza o l'ordine pubblico”* la Presidenza del Consiglio dei Ministri può imporre specifiche prescrizioni ove ciò sia sufficiente a tutelare i predetti interessi pubblici o, in caso

contrario, esercitare un potere di veto sulla stessa¹⁰, a tutela degli assetti proprietari delle società attive in settori strategici per l'economia nazionale. Infine, l'art. 2, comma 7, prevede che il Governo esercita i poteri speciali di cui al d.l. 21/2012, tra gli altri, in base al seguente criterio: "b-bis) per le operazioni di cui al comma 5 è valutata, oltre alla minaccia di grave pregiudizio agli interessi di cui al comma 3, anche il pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico".

Nella disciplina testé descritta, si coglie il nucleo del problema che sarà trattato diffusamente più avanti ma che è opportuno anticipare: la considerazione che le infrastrutture finanziarie ricevono nel Regolamento europeo IED e nella normativa italiana che vi ha dato attuazione è quella di un fattore da tenere in considerazione per determinare se un'operazione possa comportare un rischio per l'ordine e la sicurezza pubblica. In altri termini, nel valutare, se una operazione incida sull'ordine e sulla sicurezza pubblica, possono essere prese in considerazione anche gli effetti potenziali che tale operazione ha sulle infrastrutture finanziarie.

Pertanto, affinché sia rispettato il dato normativo, il decreto di esercizio dei poteri speciali dovrebbe esplicitare in modo adeguato il nesso tra gli effetti che una determinata operazione produce sulle infrastrutture finanziarie e le esigenze di tutela dell'ordine e della sicurezza pubblica perseguite dal medesimo decreto.

Ciò premesso, può ora analizzarsi come questo collegamento tra *asset* riferibili al settore bancario e la sicurezza pubblica è stato inteso, nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria di UniCredit sulle

¹⁰ In merito al complesso quadro giuridico dei presupposti legittimanti l'esercizio del *golden power* nell'ambito dei settori strategici, tra i quali quello finanziario, si v. nel dettaglio l'analisi di L. BELVISO, *Golden Power – Profili di diritto amministrativo*, Torino, Giappichelli, 2023, 126-127.

azioni di Banco BPM, dal Governo, dal T.A.R. e dalla Commissione europea.

4. La sentenza n. 13748/2025 del T.A.R. Lazio

Come anticipato *sub. par. 2*, il Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio, nel pronunciarsi con sentenza n. 13748/2025 sul ricorso promosso da UniCredit avverso il decreto di esercizio del *golden power* sull'Offerta Pubblica di Scambio di UniCredit sulla totalità delle azioni di Banco BPM, ha concluso che sussistesse la minaccia per l'ordine e la sicurezza pubblica paventata dal Governo e che il provvedimento fosse, sul punto, sufficientemente motivato.

In particolare, il T.A.R. ha affermato che “non sia dato accedere ad una prospettazione [...] relativa alla non sovrapponibilità dei concetti di sicurezza pubblica e sicurezza nazionale suscettibili di inalveare il golden power rispetto al concetto di sicurezza economica” ed ha dunque concluso per la legittimità dell'intervento statale che, a tutela della sicurezza pubblica nazionale, imponga alcune prescrizioni all'operazione in discorso.

La ricostruzione del T.A.R. presenta alcune criticità in quanto, dopo aver puntualmente richiamato gli *asset* considerati strategici dal Governo e affermato in via generale che il *golden power* non possa essere esercitato per ragioni meramente economiche, il giudice amministrativo afferma che l'operazione in parola comporta un pericolo non solo per la sicurezza economica nazionale, ma anche per la sicurezza pubblica. Tale conclusione, tuttavia, non risulta accompagnata da un'adeguata analisi delle ragioni che avrebbero indotto il Governo a ritenere sussistente un nesso tra l'Offerta pubblica di scambio promossa da UniCredit e la

sicurezza pubblica nazionale, idoneo a giustificare l'esercizio dei poteri speciali.

Sotto altro profilo invece, sebbene in astratto il T.A.R. abbia ravvisato la sussistenza della minaccia per l'ordine e la sicurezza pubblica che consente al Governo di esercitare il *golden power*, ha ritenuto illegittime, per eccesso di potere, alcune delle misure previste dal decreto di esercizio dei poteri speciali in quanto non idonee e/o proporzionate allo scopo.

In particolare, il T.A.R. ha ritenuto non proporzionata la durata quinquennale prevista per l'obbligo del mantenimento del rapporto depositi/impieghi in quanto disposta in assenza delle informazioni necessarie per elaborare un piano industriale completo del soggetto risultante dall'operazione.

Parimenti, è stata considerata illegittima la misura concernente il mantenimento del portafoglio del *project finance* di UniCredit e BPM poichè non è idonea né proporzionata in quanto impone il mantenimento non solo del portafoglio di *project finance* di Banco BPM ma anche di quello di UniCredit, peraltro senza alcuna limitazione di carattere temporale.

Per l'effetto, e nei limiti appena richiamati, il giudice amministrativo ha annullato il decreto di esercizio del *golden power* con riserva di rinnovato esercizio del potere da parte della competente Autorità.

Infine, può osservarsi come il T.A.R. abbia ritenuto che con il decreto in parola non sarebbe stata invasa la competenza delle Autorità di regolazione operanti nel settore del mercato finanziario in quanto, sussistendo ragioni di pubblica sicurezza che giustificano l'intervento statale con poteri caratterizzati da una "*incontroversa specialità*", l'esercizio di tali poteri speciali non si sovrapporrebbe alle competenze "regolatorie" proprie delle Autorità amministrative indipendenti. Su tale tema ci si soffermerà oltre *sub.* par. 6.2.

5. La valutazione preliminare della Commissione europea

Nell'ambito della propria valutazione preliminare, la Commissione europea ha evidenziato che l'offerta pubblica di scambio promossa da UniCredit costituisce una concentrazione di dimensione comunitaria, rientrando nell'ambito della competenza esclusiva della Commissione ai sensi del Regolamento (CE) n. 139/2004 in materia di concentrazioni ed ha altresì affermato di aver effettuato le proprie valutazioni in merito al potenziale impatto dell'operazione sulla concorrenzialità del mercato, ritenendola compatibile con il mercato interno.

Inoltre, la Commissione ha ritenuto che non sussistessero i presupposti che consentono agli Stati membri di adottare misure - a tutela di interessi diversi da quelli considerati nel Regolamento europeo sulle concentrazioni e sempre che siano necessarie, proporzionate e compatibili con il diritto ed i principi dell'Unione - quali quelle previste nel decreto del Governo italiano sull'Operazione in discorso e che pertanto lo stesso violasse numerose disposizioni del diritto europeo.

La Commissione ha infatti sostenuto che gli interessi tutelati con il decreto di esercizio del *golden power* in discorso non fossero riconducibili nel novero degli "interessi legittimi" che ai sensi dell'art. 21, par. 4 del Regolamento sulle concentrazioni - vale a dire la pubblica sicurezza, la pluralità dei mezzi di informazioni e le norme prudenziali - legittimano uno Stato membro ad adottare opportuni provvedimenti a tutela degli stessi senza che ne sia necessaria la previa notifica alla Commissione affinché valuti la loro compatibilità con il diritto comunitario.

Ove invece uno Stato membro intenda tutelare un interesse pubblico distinto dai citati interessi, è necessario che lo Stato comunichi tale circostanza alla Commissione affinché questa esamini la compatibilità dell'iniziativa che si intende adottare con il quadro comunitario, prima che questa sia adottata.

Ebbene, secondo la Commissione l'Italia avrebbe violato l'obbligo procedurale che prevede la comunicazione dell'intenzione di adottare un provvedimento che incida su interessi distinti dalla pubblica sicurezza, dalla pluralità dei mezzi di informazioni e dalle norme prudenziali prima della sua emanazione.

La Commissione ha dunque ritenuto che gli interessi tutelati dal decreto non fossero riconducibili alla sicurezza pubblica e che pertanto questo fosse incompatibile, al contempo, anche con le norme sul mercato interno contenute nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea ("TFUE"), in particolare con gli articoli 63 e 65 TFUE relativi alla libera circolazione dei capitali. Difatti, l'articolo 65, paragrafo 1, afferma che l'articolo 63 TFUE, relativo alla libera circolazione dei capitali, lascia impregiudicato il diritto degli Stati membri *"di adottare misure giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza"*¹¹.

¹¹ Per una approfondita analisi delle nozioni europee di ordine e di sicurezza pubblica si rimanda a X. GROUSSOT e G.T. PETURSSON, *Public security and public order in eu law: adjudicative challenges in the laws of the internal and digital markets*, in *European papers*, Vol. 9, 2024, 1386 - 1406. Gli Autori evidenziano, tra le altre cose, che le due nozioni a volte non siano facilmente distinguibili e che sono state elaborate dalla Giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea la quale, in sintesi, considera la sicurezza pubblica come clausola volta a tutelare l'integrità e la stabilità di uno Stato e l'ordine pubblico come clausola che ne salvaguarda gli interessi e valori fondamentali. Più in generale, per una ricostruzione di carattere assiologico e non operativo (su cui v. invece nt. n. 12) della nozione di ordine pubblico europeo, v. M. AVBELJ, *Security and the Transformation of the EU Public Order*, in *German Law Journal*, 2013, vol. 14, n. 10.. L'A. afferma che il concetto di ordine pubblico europeo rappresenta l'insieme dei valori fondamentali della comunità europea, i quali evolvono parallelamente alla trasformazione della comunità stessa. In particolare, egli osserva che, se in origine l'ordine pubblico europeo era fondato sulle quattro libertà economiche, con il tempo esso ha progressivamente ricompreso anche la tutela dei diritti fondamentali, fino a includere, negli ultimi anni, la sicurezza, interna ed

Segnatamente, dopo aver richiamato la costante giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di libera circolazione di capitali¹², a mente della quale questa può essere limitata¹³ solo per tutelare la sicurezza e l'ordine pubblico nazionale in caso di minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica, la Commissione ha ritenuto che il Governo italiano non fosse riuscito a dimostrare a sufficienza, limitandosi a sostenere in generale la complementarietà tra le misure adottate dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri e le misure adottate da altre autorità (quali la BCE e la Commissione) nell'ambito delle rispettive competenze, le esigenze di ordine pubblico e sicurezza pubbliche che avrebbero resa legittima

esterna, quale valore di primaria importanza tra quelli sottesi alla nozione di ordine pubblico dell'Unione.

¹² Secondo la giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, solo ove sussista un rischio per l'ordine e la sicurezza pubblica, e non per ragioni meramente economiche, l'Autorità governativa potrebbe legittimamente adottare provvedimenti che limitano le libertà previste nei Trattati, quali quelli della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali. Cfr. al riguardo Corte di Giustizia dell'Unione europea, sez. II, 27 febbraio 2019, C-563/17 ove si afferma che *“motivi di natura puramente economica, connessi alla promozione dell'economia nazionale o al buon funzionamento di quest'ultima, non possono servire come giustificazione di un ostacolo a una delle libertà fondamentali garantite dai trattati”*. Cfr. anche Corte di giustizia, sentenza C-72/83 *Campus Oil Limited*, del 10 luglio 1984, ECLI:EU:C:1984:256, punto 35 e 36 ove viene affermato che le misure nazionali possono perseguire obiettivi di natura economica *“in aggiunta”* alla giustificazione basata sulla pubblica sicurezza e solo *“una volta accertata tale giustificazione”*. Più recentemente, cfr. Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Sez. II, sentenza 13 luglio 2023 (C-106/22 – XELLA magyarorszag Epitoanyagipari Kft contro Innovacios es Technologiai iniszter) ove si precisa che solo *“motivi di ordine economico che perseguono un obiettivo di interesse generale o la garanzia di un servizio di interesse generale possono rappresentare un motivo imperativo di interesse generale in grado di giustificare una limitazione a una libertà fondamentale garantita dai Trattati”*.

¹³ Sulla nozione di “restrizioni” alla libera circolazione dei capitali cfr. Causa C-212/09, *Commissione / Portogallo*, punto 48, ove la Corte di Giustizia afferma che sono tali i provvedimenti degli Stati membri che *“possono impedire o limitare l'acquisto di azioni nelle imprese interessate o che possono dissuadere gli investitori di altri Stati membri dall'investire nel capitale delle stesse”*. Nell'operazione in discorso, la Commissione ha ritenuto che le prescrizioni del decreto limitassero la libera circolazione dei capitali in quanto sono poco chiare, impongono che le risorse di cui dispone il soggetto risultante dall'operazione siano destinate a certi impieghi, il loro inadempimento può essere sanzionato per un valore fino al doppio del valore dell'operazione ed incidono negativamente sulla propensione degli azionisti di UniCredit e BPM di prendere parte all'operazione.

l'adozione del decreto in parola ed avrebbe pertanto illecitamente ostacolato il movimento di capitali nel mercato interno¹⁴.

Più precisamente, l'Italia avrebbe interpretato la nozione di pubblica sicurezza facendo riferimento alla propria legislazione nazionale, ovvero per ciò che qui rileva, il d.l. 21/2012 e il DPCM 179/2020 ed ha sostenuto che, alla luce dell'attuale contesto geopolitico conseguente alla guerra Russo-Ucraina¹⁵, la sicurezza economica avrebbe un ruolo determinante anche per la sicurezza pubblica e pertanto queste sarebbero intrinsecamente connesse.

A fronte di tale ricostruzione, la Commissione ha affermato che la nozione di sicurezza pubblica dovrebbe essere intesa alla stregua dell'interpretazione della Corte di Giustizia la quale, nell'affermare la necessità che i concetti quali quello in discorso siano interpretati in modo uniforme in tutta l'Unione, ha ritenuto che *“la pubblica sicurezza può essere*

¹⁴ Per completezza, si precisa che solo quattro delle cinque misure previste nel decreto sono state ritenute incompatibili con la libera circolazione dei capitali. In particolare: le prescrizioni sul rapporto tra Prestiti e Depositi, quella sul portafoglio di *project finance*, quella sugli investimenti di *Anima Holding* in emittenti italiani (considerata in aggiunta incompatibile anche con la libertà di stabilimento) e quella sul supporto al suo sviluppo, costituiscono secondo la Commissione una restrizione alla libera circolazione dei capitali non giustificata nell'interesse della pubblica sicurezza. Inoltre, a parere della Commissione le medesime misure violano l'articolo 127, par. 6, TFUE, il SSMR (ovvero il Regolamento 1024/2013/UE), la direttiva CRD (direttiva 2013/36/UE) e, la prescrizione sugli investimenti in Emittenti italiane, costituisce altresì una violazione della direttiva OICVM (la direttiva 2009/65/CE), della direttiva AIFMD (direttiva 2011/61/UE) e della direttiva MIFID II (la direttiva 2014/65/UE). Infine, la quinta prescrizione, quella sulla cessazione da parte di UniCredit di tutte le attività in Russia, costituisce una violazione della competenza esclusiva attribuita alla BCE in materia di vigilanza prudenziale ai sensi dell'articolo 127, par. 6, TFUE.

¹⁵ In merito alla rilevanza che lo scoppio della guerra tra Russia e Ucraina nell'atteggiamento delle istituzioni europee rispetto all'esercizio di poteri speciali, si v. L. BELVISO, *Golden Power – Profili di diritto amministrativo*, Torino, Giappichelli, 2023, 9-10 ove l'A. afferma che la guerra ha indotto un cambio di atteggiamento delle istituzioni europee che hanno mostrato una particolare attenzione verso la protezione dell'ordine e della sicurezza pubblica in Europa, arrivando persino, con la comunicazione della commissione adottata in data 6 aprile 2022, dal titolo *“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?”*, ad invitare gli stati membri a dotarsi e ad utilizzare strumenti di controllo.

invocata solo in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad un interesse fondamentale della società”, senza che assumano alcun rilievo considerazioni puramente economiche¹⁶.

Il Governo italiano avrebbe dunque dovuto motivare adeguatamente le ragioni per le quali l’acquisizione da parte di UniCredit degli attivi di Banco BPM, qualificati come strategici ai sensi della normativa nazionale, avrebbe potuto comportare una minaccia per la pubblica sicurezza¹⁷.

Senza tale doverosa motivazione, il Governo ha finito in sostanza per sovrapporre impropriamente la strategicità riconosciuta dal diritto interno

¹⁶ Per una approfondita analisi, anche critica, della giurisprudenza della Corte di Giustizia dell’Unione europea in merito alla nozione di giustificazioni meramente economiche, cfr. S. ARROWSMITH, *Rethinking the approach to economic justifications under the EU's free movement rules*, in *Current Legal Problems*, Volume 68, Issue 1, 2015, 307-365. L’A. sottolinea come la regola generale di esclusione delle giustificazioni economiche tra quelle idonee a legittimare limitazioni alla libera circolazione dei capitali risulti oggi eccessivamente astratta e non più coerente con la realtà giurisprudenziale. Infatti, la Corte, pur mantenendo formalmente tale divieto, ha riconosciuto in numerosi casi la legittimità di interessi economici nazionali non protezionistici, evitando però di qualificarli espressamente come tali. Inoltre, osserva che la persistenza del divieto dipende da una diffidenza di fondo verso l’invocazione di interessi economici, per il timore che mascherino finalità protezionistiche, nonché dalla difficoltà di tracciare una linea di confine chiara tra interessi economici legittimi e illegittimi. Tale incertezza, avrebbe indotto la Corte ad adottare una soluzione pragmatica, basata su un divieto generalizzato temperato da eccezioni caso per caso. Infine, l’A. propone di riformulare la regola, vietando soltanto le giustificazioni economiche fondate su ragioni protezionistiche, al fine di rispecchiare la realtà della giurisprudenza e migliorare la trasparenza e la coerenza delle decisioni della Corte di Giustizia europea.

¹⁷ In particolare, il Governo italiano ha sostenuto che vi fosse un rischio di potenziale riduzione dei prestiti alle piccole e medie imprese ed un pericolo di riduzione degli investimenti in emittenti italiani di *Anima Holding*, da parte del soggetto risultante dalla concentrazione. In entrambi i casi la Commissione ha ritenuto che ci fosse nel mercato un numero di operatori alternativi tali da evitare il paventato rischio. Il Governo italiano ha inoltre ritenuto che, a causa dell’attuale contesto geo-politico caratterizzato dalla presenza del conflitto Russo-Ucraino, potesse sussistere un rischio per la sicurezza pubblica discendente dalle attività di UniCredit in Russia. Al riguardo, la Commissione ha affermato che la citata situazione potrebbe effettivamente sollevare questioni di sicurezza pubblica ma che l’Italia non sia riuscita a giustificare adeguatamente la necessità di misure nazionali che si aggiungano a quelle prudenziali già adottate dalla BCE ai sensi dell’art. 127, par. 6 TFUE. Infine, la Commissione ha ritenuto che non vi fosse alcun pericolo riguardo al soggetto acquirente delle azioni di BPM in quanto, oltre ad essere un operatore italiano, l’operatività di UniCredit sul mercato non ha mai suscitato alcun rischio per la pubblica sicurezza.

ai sensi dell'art. 8 del DPCM 179/2020, con la nozione di pubblica sicurezza rilevante ai sensi del diritto europeo.

Infine, a parere della Commissione, il Governo italiano non è stato in grado di dimostrare adeguatamente la proporzionalità delle misure adottate con il decreto di esercizio del *golden power*.

6. Il *golden power* nei settori strategici tra certezza del diritto e tutela di interessi (non meramente) economici

Così perimetrato il contesto, fattuale e giuridico, che ha caratterizzato l'operazione economica in discorso, è possibile svolgere qualche considerazione che tenti di gettare luce sulle diverse problematiche emerse. In particolare, si presterà attenzione dapprima a tre questioni, inscindibilmente collegate tra loro, vale a dire l'individuazione degli *asset* considerati strategici ai sensi della normativa applicabile, la necessaria sussistenza di un pericolo per l'ordine e la sicurezza pubblica ed il rischio che, ove la nozione di ordine e sicurezza pubblica sia interpretata attribuendo autonomo rilievo operativo anche all'ordine ed alla sicurezza pubblica economica, l'Autorità governativa potrebbe non solo violare alcune delle libertà fondamentali previste nei Trattati europei ma anche sovrapporsi, sul piano funzionale, alle autorità indipendenti di settore.

Il filo rosso che lega tali questioni è costituito dalla genericità dei presupposti per l'esercizio del potere e dalla variabilità dei suoi esiti¹⁸, fattori che possono incidere significativamente sull'efficienza del mercato

¹⁸ Cfr. G. PRESTI, *op. cit.*, 112-113 ss. il quale afferma, in particolare, che il potenziale esercizio del *golden power* nei settori strategici, ivi incluso quello finanziario, si caratterizza per la genericità dei presupposti per il suo esercizio e dei fini per i quali può essere esercitato.

del controllo delle partecipazioni e comportare un uso del *golden power* come strumento di politica industriale¹⁹.

Infine, ci si concentrerà sull'importanza della motivazione del provvedimento di esercizio del *golden power* come presupposto per renderne possibile un sindacato giurisdizionale.

6.1. La definizione dei settori e degli asset rilevanti ai sensi del d.l. 21/2012 come imprescindibile presidio della certezza del diritto

La vicenda in esame ricorda molto da vicino quanto già accaduto in passato con il dibattito in merito al *golden share*. In quella occasione, infatti, la Corte di giustizia ha a più riprese ripetuto che il generico riferimento alla protezione di interessi nazionali non costituisca una giustificazione sufficiente per dare copertura alla restrizione di libertà economiche previste nei Trattati europei e implicasse il rischio di rendere l'istituto del *golden share* uno strumento di protezionismo economico.

Tale rischio viene ad accentuarsi ulteriormente in periodi, come quello attuale, in cui il *golden power* viene variamente impiegato per fronteggiare un contesto geo-politico in costante cambiamento. Difatti, in materia di *golden power* è stato efficacemente affermato che, in seguito all'introduzione di regole transitorie per fronteggiare l'emergenza pandemica, poi rese permanenti con il decreto Ucraina (d.l. 21 marzo 2022, n. 21), lo Stato stia mostrando il suo volto più "invadente"²⁰, dal momento che l'applicabilità

¹⁹ V. sul punto R. CHIEPPA, *op. cit.*, 27. L'A. ritiene che il rischio dell'attuale disciplina del *golden power* sia che venga interpretata come uno strumento dirigistico dei mercati che non si limita a verificare la compatibilità di un'operazione con gli interessi nazionali ma che consente di decidere chi debba essere proprietario di determinati *asset*.

²⁰ Si esprime in questi termini E. RIMINI, *Golden Power: nuove regole per le imprese o neoprotezionismo?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 6, 2024, 1221. Sebbene esuli dai limiti della presente trattazione il tema della compatibilità normativa di tali disposizioni con il

del *golden power* è stata estesa a numerosi settori considerati strategici ed anche ad operazioni tra soggetti intra-europei.

La tendenza in atto rischia dunque di evocare un interventismo statale caratterizzato da un dirigismo economico piuttosto marcato. In particolare, la limitazione della libera iniziativa economica delle imprese a tutela della sicurezza nazionale sarebbe maggiormente giustificabile se finalizzata a scrutinare le attività di investitori provenienti da paesi non democratici nelle infrastrutture critiche di un paese. Diversamente, ove il possibile oggetto di scrutinio si allarghi fino a ricomprendere qualsivoglia operazione di medio-grandi dimensioni, anche tra soggetti europei o addirittura appartenenti allo stesso Stato membro, il *golden power* potrebbe perdere la sua funzione difensiva ed acquisirebbe i connotati di uno strumento di direzione dell'economia²¹.

diritto dell'Unione risulta comunque opportuno accennare ad esso. Al riguardo, è stato sostenuto che l'introduzione e la stabilizzazione di tali regole anche per le operazioni intra-europee costituisca una violazione del diritto europeo. Con specifico riferimento all'introduzione delle stesse, v. A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico dell'economia*, 2019, fasc. I, 162 ove afferma la necessità di valutare la compatibilità delle modifiche apportate dal legislatore interno - specie nel settore bancario e assicurativo - con il TFUE e in particolare con i motivi imperativi di interesse generale cui fa riferimento l'art. 65 TFUE nonché con i principi di necessità e proporzionalità della misura introdotta. Con riferimento invece alla stabilizzazione delle stesse si rimanda a 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*, Fasc. 1, 2021, 44-54, che analizza la compatibilità della disciplina nazionale con il diritto dell'Unione europea alla luce delle riforme apportate durante la pandemia. L'A. ritiene che non vi sia contrasto con i principi dei Trattati dal momento che le regole introdotte avevano solo natura transitoria ma che quelle stesse regole, se stabilizzate nel tempo, come è poi avvenuto, avrebbero pregiudicato il diritto euro-unitario, rischiando di far sorgere nuove procedure di infrazione.

²¹ Cfr. L. SCIPIONE, *Il golden power come strumento attivo per una politica industriale "sostenibile"*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 4, 2024, 844-845. Anche S. CASSESE, *Il controllo degli investimenti esteri*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, fasc. 1, 2025, 12-13 evidenzia che, una delle criticità dell'attuale disciplina del *golden power* sia da rinvenire nell'ampliamento delle sue finalità. In particolare, l'A. afferma che tale ampliamento conduce a vere e proprie norme dirigistiche dal momento che i poteri speciali diventano strumento di opposizione di privati all'acquisizione mediante OPA o possono essere utilizzati per estromettere investitori nazionali a vantaggio di investimenti stranieri.

Si avverte dunque l'esigenza, considerata anche l'espansione sia soggettiva che oggettiva dell'ambito di applicazione del *golden power* rispetto alla previgente normativa del *golden share* e il rischio di derive dirigistiche ad esso connesso, di precisare sul piano normativo le fattispecie rilevanti ai sensi della normativa del *golden power*.

A tal fine, il legislatore ha dettato una complessa disciplina, di diritto primario e secondario, sommariamente descritta *sub. par. 3*, volta a perimetrare i settori, le operazioni e le finalità che costituiscono il presupposto per l'attivazione dei poteri speciali.

Tale disciplina, sebbene sia stata criticata da taluni per mancanza di tipicità e prevedibilità²², è stata ritenuta legittima dalla giurisprudenza amministrativa che, nel valorizzare l'esigenza di protezione dell'interesse nazionale, ha considerato che tale scopo postulasse una base legale più o meno flessibile che lasciasse ampia discrezionalità al Governo²³.

Sotto altro ma connesso profilo, un ulteriore pericolo per la certezza del diritto nella materia in discorso risiede nell'interrelazione tra le clausole indeterminate contenute all'interno della normativa nazionale che

²² Cfr. al riguardo S. CASSESE, *op. cit.*, 13-14. Nello stesso senso, anche F. RIGANTI, *I golden powers italiani tra "vecchie" privatizzazioni e "nuova" disciplina emergenziale*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2020, 867 ss. il quale afferma che sia più agevole dire ciò che è escluso piuttosto che ciò è incluso tra gli *asset* considerati strategici. Inoltre, con specifico riferimento alla mancanza tipizzazione della nozione di infrastruttura critica, rilevante al fine di esercizio del *golden power*, v. E. ZAMPETTI, *Infrastrutture e Golden Power*, in *Diritto amministrativo*, fasc. n. 1, 2025, 191 il quale afferma che la definizione è "così ampia che viene privata di un'adeguata funzione qualificatoria, attribuendo all'amministrazione un'eccessiva discrezionalità nell'individuazione della criticità dell'infrastruttura".

²³ Si v. Consiglio di Stato, Sez. IV, n. 289/2023 che ha ritenuto, in merito alla contestata legittimità dell'art. 11, c. 1, lett. c) del DPCM n. 179/2020 che individua gli attivi strategici nel settore agroalimentare con una formula molto ampia, che la disposizione fosse legittima dal momento che è necessario che il Governo conservi ampio margine di manovra nella valutazione in concreto della strategicità dell'attivo, in modo da evitare che possano sfuggire al suo controllo operazioni potenzialmente lesive della sicurezza nazionale.

disciplina l'esercizio dei poteri speciali e l'interpretazione estensiva che la giurisprudenza ne adotta²⁴.

A proposito del settore finanziario in esame, sebbene gli *asset* finanziari possano essere qualificati come strategici avvalendosi di parametri apparentemente chiari, quali il superamento delle soglie dimensionali previste dall'art. 8 del DPCM n. 179/2020²⁵, la giurisprudenza ha recentemente interpretato estensivamente tali soglie, includendovi anche il fatturato discendente da attività non finanziarie²⁶.

Tale tendenza potrebbe rischiare di porre nel nulla la menzionata finalità tipizzante, con la conseguenza di far ricadere nuovamente, come accadeva con l'istituto del *golden share*, la valutazione della legittimità dell'esercizio dei poteri speciali nell'ampia nozione di pericolosità per l'ordine e la sicurezza pubblica.

6.2. La tutela dell'ordine e della sicurezza pubblica ed il riparto di competenze tra Governo e autorità di settore

²⁴ Lo osserva L. BELVISO, *Il caso Cedacri, la continua espansione del perimetro del golden power e il sindacato del giudice amministrativo sui poteri speciali*, in *Diritto processuale amministrativo*, n. 4, 2024, 949 ss. il quale afferma che l'espansione del perimetro applicativo della disciplina sia dovuto non solo all'evoluzione normativa, ma anche ad una giurisprudenza amministrativa che tende a sostenere attivamente l'estensione dei confini applicativi del *golden power*.

²⁵ Al riguardo, v. G. DIBATTISTA, *La geometria (imprevedibilmente) variabile del "Golden Power"*, in *Le Società*, fasc. 6, 2024, 674, il quale afferma che non basta superare il limite di fatturato e di dipendenti ma sia anche necessario che le attività condotte siano strategiche. Ne discende che il requisito quantitativo servirebbe esclusivamente ad escludere dal perimetro di rilevanza imprese di dimensioni ridotte.

²⁶ Il riferimento è alla sentenza del Tar Roma Lazio, Sez. I, n. 10275 del 22/05/2024. Per un commento alla stessa v. ancora L. BELVISO, *Il caso Cedacri, la continua espansione del perimetro del golden power e il sindacato del giudice amministrativo sui poteri speciali*, in *Diritto processuale amministrativo*, n. 4, 2024, 949 ss.

Considerato strategico e dunque rilevante ai sensi della normativa sui poteri speciali un determinato *asset*, per l'esercizio legittimo del *golden power* è necessario che le operazioni che hanno ad oggetto tali *asset* comportino anche un pericolo per l'ordine e la sicurezza pubblica. Tale valutazione, sebbene sia condotta alla luce dei menzionati concetti giuridici indeterminati e si presti ad un'ampissima valutazione discrezionale, deve essere saldamente ancorato alle due nozioni, come dette europee, di pericolo per l'ordine e la sicurezza pubblica.

Tuttavia, l'interpretazione delle norme italiane che disciplinano il *golden power* non è del tutto in sintonia con tale esigenza. Come detto sopra (cfr. par. 3), può osservarsi infatti che la tipizzazione degli *asset* riconosciuti come strategici effettuata dal DPCM 179/2020 in attuazione dell'art. 2, c. 1-*ter* del d.l. 21/2012, che attua nell'ordinamento interno il regolamento (UE) 2019/452 (Regolamento IED) avrebbe la funzione di perimetrare i “*fattori*” da tenere in considerazione per valutare “se un investimento [...] possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico” (cfr. art. 4 Regolamento IED) e non quello di costituire un autonomo concetto di ordine e sicurezza pubblica che riconosca nella sola strategicità dell'*asset* un pericolo per l'ordine e la sicurezza pubblica nazionale²⁷.

Difatti, al fine di evitare la violazione delle normative europee in materia di libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento, è imprescindibile saldare la valutazione circa il possibile esercizio del *golden power* alla

²⁷ Cfr. G. DIBATTISTA, *op. cit.*, 666, ove afferma che all'interno del Regolamento UE 452/2019 è chiaramente indicato che l'obiettivo precipuo di questa disciplina è il presidio dell'ordine e della sicurezza pubblica e che gli altri settori nominati rappresentano solo aree di rilevanza in quanto suscettibili di avere effetti sull'ordine e sulla sicurezza pubblica e, pertanto, costituiscono solo fattori che gli Stati debbono tenere in considerazione. In tal senso, v. anche E. ZAMPETTI, *op. cit.*, 189 ove l'A. afferma che “è stato il nostro diritto interno a voler considerare tali settori [europei] come l'ampio contenitore entro cui individuare gli *asset* strategici testualmente indicati come beni e rapporti di interesse nazionale nei settori di cui all'art. 4, par. 1 del Regolamento (UE) 2019/452”.

ricorrenza di pericoli per l'ordine e la sicurezza pubblica. Coerentemente con tale assunto, ragioni economiche possono fondare l'esercizio del *golden power* a condizione che siano specificamente indicati, nella motivazione del provvedimento (cfr. *infra* par. successivo) i pericoli per l'ordine e la sicurezza pubblica che queste comportano²⁸.

Peraltro, ove il Governo non rispetti gli ambiti operativi dell'istituto, vale a dire quello dettato dalla tutela dell'ordine e della sicurezza pubblica, sussiste un rischio di sovrapposizione con le funzioni proprie di altre autorità²⁹.

Ciò implica, tra le altre cose, un delicato equilibrio tra i poteri di regolazione propri autorità amministrative indipendenti e il potere del Governo di intervenire su settori già oggetto di una pervasiva disciplina.

Se solitamente si afferma, in merito al rapporto tra la disciplina *golden power* e altre discipline di settore, che non sussista un rapporto di prevalenza ma che lo stesso sia configurabile in termini di binari paralleli che possono intrecciarsi, con esiti variabili³⁰, può aggiungersi che l'affermazione è condivisibile a condizione che il *golden power* sia esercitato legittimamente.

Infatti, in un settore come quello bancario, in cui la disciplina che presiede il mutamento degli assetti proprietari risulta già intensamente regolata, dal diritto bancario, finanziario e della concorrenza ed in cui alla tutela dei

²⁸ Cfr. sul punto S. CASSESE, *op. cit.*, 11 evidenzia che, uno dei paradossi dell'attuale disciplina del *golden power* sia la sua natura "*multi-purpose*" in quanto, sebbene sia volto a tutelare l'ordine e la sicurezza pubblica, è stato utilizzato anche per finalità che si possono definire dirigistiche.

²⁹ V. S. CASSESE, *op. cit.*, 14, ove afferma l'incoerenza con l'ordinamento complessivo dei poteri pubblici dell'attribuzione alla Presidenza del Consiglio dei Ministri della stessa latitudine di competenze attribuite alle Autorità amministrative indipendenti e, in particolare, con l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

³⁰ V. R. CHIEPPA, *op. cit.*, 25. v. anche E. LATORRE, F. ROSSI DAL POZZO, *op. cit.*, 756 ss. che, con specifico riferimento ai rapporti tra diritto *antitrust* ed esercizio del *golden power*, affermano che, a condizioni che se ne integri il relativo esercizio, gli ambiti di scrutinio siano divergenti ma possono influenzarsi reciprocamente a seconda dell'ordine di intervento delle distinte autorità preposte ai diversi interessi.

numerosi interessi in gioco sono preposte numerose autorità, il Governo potrebbe e dovrebbe intervenire a tutela dell'ordine e della sicurezza pubblica solo ove sussista un pericolo effettivo per tale interesse.

Nel caso dell'offerta pubblica di scambio UniCredit – Banco BPM, ove come visto *sub. par. 2* numerose sono state le autorità intervenute per i profili di propria competenza, la Commissione europea ha in particolare richiamato le valutazioni condotte dalla Banca Centrale Europea in relazione alla citata operazione e, dal momento che il Governo italiano non è riuscito a provare la sussistenza nel caso di specie di pericoli per la sicurezza e l'ordine pubblico nazionale, ha ritenuto che il decreto di esercizio del *golden power* fosse illegittimo, oltre che per la violazione della disciplina sulla libera circolazione dei capitali, anche per la violazione dell'art. 127, par. 6 TFUE, del Regolamento n.1024/2013/UE e della Direttiva 2013/36/UE che attribuiscono competenze esclusive alla BCE in materia di vigilanza prudenziale. Più precisamente, la Commissione ha ritenuto che la valutazione prudenziale circa l'acquisizione di UniCredit di Banco BPM fosse già stata condotta dalla BCE e che gli obblighi imposti nel decreto costituissero misure di carattere prudenziale e pertanto, in assenza di un dimostrato pericolo per la sicurezza nazionale, rientrassero nell'ambito delle competenze esclusive della BCE in materia.

6.3. L'importanza della motivazione del decreto di esercizio del *golden power*

L'apparente tipicità delle disposizioni dettate in materia di *asset* strategici e l'ampiezza delle nozioni di ordine e sicurezza pubblica rendono imprescindibile una chiara motivazione del decreto di esercizio del *golden*

power, sia con riferimento all'individuazione dell'*asset* strategico, sia in merito alla sussistenza del pericolo per l'ordine e la sicurezza pubblica, al fine di evitare che attraverso tale potere siano perseguiti obiettivi meramente economici.

Solo l'assolvimento dell'obbligo di motivazione consente, infatti, di esaminare le ragioni che hanno condotto all'adozione del decreto di esercizio dei poteri speciali e, se del caso, di censurarne la legittimità innanzi al giudice amministrativo.

Il controllo sulla motivazione del decreto di esercizio del *golden power* è ammesso poiché, secondo la giurisprudenza³¹ e la dottrina³² prevalenti, tale decreto integra un atto di alta amministrazione in quanto, a differenza dell'atto politico che si caratterizza per essere libero nei fini, lo scopo di perseguimento della pubblica sicurezza è determinato dalla legge.

Pertanto, sebbene l'esercizio del *golden power* implichi un'ampia discrezionalità, esso resta vincolato nel fine e risulta dunque sindacabile nei limiti in cui ciò è consentito per gli atti di alta amministrazione.

Più precisamente, la qualificazione del decreto di esercizio del *golden power* come atto di alta amministrazione comporta che lo stesso debba essere adottato nel rispetto dei principi che regolano l'azione amministrativa, in particolare dei principi di proporzionalità, ragionevolezza e che deve essere motivato³³. Al contempo, l'elevato tasso di discrezionalità che lo

³¹ In tal senso, cfr. Cons. Stato, sez. IV, n. 289/2023.

³² V. R. CHIEPPA, *op. cit.*, 11; in tal senso, anche F. CINTIOLI, *La natura amministrativa della decisione sull'esercizio dei poteri speciali e la sua sottoposizione al sindacato del giudice amministrativo*, in R. CHIEPPA, D.C. PIRO, R. TUCCILLO (a cura di), *Golden power*, La Tribuna, Piacenza, 2023, 254 ss..

³³ Sebbene la motivazione assuma un ruolo fondamentale nella emersione degli interessi sottesi all'esercizio del *golden power*, è stata evidenziata la tendenziale insufficienza dell'apparato motivazionale nei provvedimenti di esercizio del *golden power*. Sul punto, v. B.P. AMICARELLI, *Il golden power tra istruttoria viziata e principio di legalità*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 5, 2021, 653.

caratterizza implica una ridotta intensità del sindacato che il giudice amministrativo può effettuare sullo stesso.

In tal contesto, la motivazione del decreto di esercizio del *golden power* costituisce dunque il principale veicolo di emersione delle ragioni sottese alle valutazioni governative, consentendone un sindacato che, sebbene secondo l'opinione dominante³⁴ sia estrinseco e debole, rappresenta comunque lo strumento che consente al giudice amministrativo di censurare le più macroscopiche violazioni nell'esercizio della discrezionalità amministrativa, vale a dire i casi di sviamento di potere, manifesta contraddittorietà, illogicità, ingiustizia, irragionevolezza della motivazione nonché di incompletezza o erroneità dell'istruttoria.

In relazione al sindacato del giudice amministrativo in materia di *golden power*, parte della dottrina ha rilevato una certa "timidezza"³⁵ del giudice amministrativo nel sindacare le decisioni in materia di poteri speciali e la scarsa effettività del sindacato stesso³⁶.

Con la sentenza richiamata *sub. par. 4*, il T.A.R. si è solo parzialmente distaccato da tale tendenza.

Infatti, sebbene abbia considerato contrarie al principio di proporzionalità alcune delle previsioni contenute nel decreto del Governo, non ha censurato l'insufficienza della motivazione in relazione alla non compiuta esplicitazione delle ragioni che hanno indotto il Governo a considerare

³⁴ Per una diffusa ricostruzione delle posizioni giurisprudenziali relative alla qualificazione del decreto di esercizio del *golden power* come atto di alta amministrazione, e per le implicazioni di tale affermazione, Cfr. L. BELVISO, *Tar Roma Lazio Sez. I, 22/05/2024, n. 10275 Il caso Cedacri, la continua espansione del perimetro del golden power e il sindacato del giudice amministrativo sui poteri speciali*, in *Diritto processuale amministrativo*, n. 4, 2024, 970 ss..

³⁵ Così C.S. LUCARELLI, *L'esercizio dei golden powers: criticità attuali e prospettive future*, in *Giur. Comm.*, 2023, 1025.

³⁶ Cfr. L. BELVISO, *Il caso Cedacri, la continua espansione del perimetro del golden power e il sindacato del giudice amministrativo sui poteri speciali*, in *Diritto processuale amministrativo*, n. 4, 2024, 949 ss..

che nell'offerta di scambio in discorso vi fosse anche un pericolo per la sicurezza pubblica³⁷.

Inoltre, il giudice amministrativo non si è spinto fino a valutare l'insussistenza dei presupposti che legittimano l'esercizio di tale potere, ed in particolare fino ad escludere la sussistenza di un pericolo per la sicurezza pubblica, solo genericamente affermato dal Governo come conseguenza diretta della riconosciuta strategicità degli *asset* oggetto dell'Offerta Pubblica di Scambio UniCredit – Banco BPM.

Il giudice amministrativo, nel rispettare l'area in cui maggiormente si estrinseca quella "*ampia valutazione geopolitica proiettata a scenari futuri*" evocata dal Consiglio di Stato con la sentenza n. 289/2023, non ha condotto un sindacato, seppure debole, sulle ragioni che hanno indotto il Governo ad appurare la ricorrenza di un pericolo per l'ordine e la sicurezza pubblica, limitandosi a richiamare le valutazioni di strategicità degli *asset* condotte dal Governo e ad affermare genericamente l'inscindibilità dei due concetti di sicurezza pubblica e di sicurezza economica.

Dunque, sebbene la valutazione in ordine alla sussistenza di un pericolo per l'ordine e la sicurezza pubblica involga considerazioni di carattere ampiamente discrezionale e di difficile scrutinio, l'insufficienza della motivazione del decreto in discorso avrebbe potuto condurre il T.A.R., se non ad escludere direttamente la ricorrenza di un pericolo per la sicurezza pubblica, quantomeno a sindacare l'insufficienza della motivazione in relazione alla non compiuta esplicitazione delle ragioni che hanno indotto il Governo a ritenere sussistente un pericolo per la sicurezza pubblica

³⁷ Al riguardo, si noti che anche la Commissione europea nella sua valutazione preliminare non ha ritenuto illegittimo il decreto di per sé, ma in quanto non sufficientemente supportato da un'adeguata motivazione delle ragioni di ordine e sicurezza pubblica messe in pericolo dall'Offerta Pubblica di Scambio volontaria di UniCredit sulla totalità delle azioni di Banco BPM.

nell'operazione in esame. Inoltre, non è da escludersi in astratto che la rilevata sussistenza di un pericolo per l'ordine e la sicurezza pubblica, se scarsamente motivata e volta a perseguire finalità diverse dalla tutela dei menzionati interessi, possa nei casi più estremi integrare un vizio di eccesso di potere per sviamento.

Come detto, infatti, il decreto di esercizio del *golden power* costituisce un atto di alta amministrazione proprio in quanto espressione di un potere vincolato rispetto ai fini e dunque, nel caso in cui tali fini non vengano perseguiti tramite lo stesso - sebbene, si ripete, si tratti di valutazioni ampiamente discrezionali e di ridotta sindacabilità - ed ove lo sviamento di potere emerga in modo macroscopico da una motivazione del provvedimento che non esplicita chiaramente le ragioni per cui esso è stato adottato, ciò potrebbe comportare eventualmente un annullamento del decreto di esercizio dei poteri speciali per eccesso di potere.

In tale prospettiva, la mancata esplicitazione delle ragioni per cui un'operazione avente ad oggetto *asset* strategici sia ritenuta idonea a incidere sulla sicurezza pubblica può tradursi in uno sviamento dalle finalità proprie del *golden power*, lasciando intravedere, nei casi più gravi, forme di dirigismo economico dissimulate sotto l'apparente tutela dell'ordine e della sicurezza pubblica.

Dunque, la menzionata "timidezza" della giurisprudenza, oltre ad essere intrinsecamente connaturata alla qualificazione del decreto di esercizio del *golden power* come atto di alta amministrazione, circostanza che, come detto, riduce fisiologicamente i margini entro cui può essere condotto il sindacato del giudice amministrativo, potrebbe andare oltre quanto reso necessario dalla detta natura giuridica dell'atto di esercizio del *golden power*. Difatti, i limiti del sindacato su tali atti di esercizio del *golden power*

potrebbero essere resi più effettivi muovendosi, come visto, entro i confini e valorizzando i termini entro cui tale scrutinio può essere effettuato.

7. Considerazioni conclusive

Alla luce delle considerazioni svolte, emerge dunque la necessità di esercitare i poteri speciali, ove ne sussistano i presupposti, proporzionatamente ed in modo da evitare l'indebita restrizione delle partecipazioni di controllo a tutela dell'interesse economico collettivo alla libera circolazione delle partecipazioni societarie e della libera iniziativa economica³⁸ degli operatori di settore.

Tale esigenza risulta particolarmente evidente nel settore bancario³⁹, in cui la complessa disciplina che presiede il mutamento degli assetti proprietari richiede, per il buon esito delle operazioni stesse, una prevedibilità dell'intervento statale che non disincentivi, come avvenuto nel caso

³⁸ Con specifico riferimento al rapporto tra *golden power* e limitazione della libera iniziativa economica (in ottica sia privatistica che pubblicista) conseguenti all'esercizio dello stesso, v. M. MARESCA, *Norme di diritto pubblico e governo dei mercati*, Roma, Giuffrè, 2023, 56, il quale afferma che “nella misura in cui i provvedimenti nazionali in materia di golden power incidano su relazioni intersoggettive di diritto privato, e quindi dentro ad una griglia di principi generali desumibili dalla costituzione o dai principi costituzionali comuni, segnano la meritevolezza dell'agire dell'impresa e pertanto limitano l'esercizio dell'autonomia privata, giova ricordare il ruolo dell'ordine pubblico, quale principio generale che regge la materia del contratto e assicura il coordinamento con gli obiettivi di diritto pubblico degli Stati”.

³⁹ Sul punto, cfr. L. SCIPIONE, *mutamenti degli assetti proprietari in ambito bancario. Il difficile connubio tra disciplina di settore, normativa sull'opa e golden powers*, in *Banca, Impresa, Società*, 2023, fasc. 1, 71 ss.. L'A. osserva in particolare (spec. 103) che l'interferenza tra corpi normativi dettati per finalità differenti rischia di compromettere il perseguimento degli obiettivi di massima trasparenza e stabilità in caso di sollecitazione del mercato. V. inoltre P. SAVONA, *intervento al convegno Golden Power tra diritto mercato e politica industriale*, Milano, 8 novembre 2024, in cui è stata richiamata “l'inconciliabilità” tra il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ed il d.l. 2012, n. 21.

dell'Offerta di UniCredit, le iniziative volte a favorire la contendibilità delle partecipazioni in società italiane.

In tale contesto, è sempre opportuno tenere a mente che, nell'ambito di una valutazione complessa quale quella relativa al bilanciamento tra il buon funzionamento del mercato e la tutela di altri interessi pubblici rilevanti, anche il buon funzionamento del mercato costituisce un interesse nazionale da tutelare da un uso distorto degli stessi strumenti, *in primis* i poteri speciali, che dovrebbero essere impiegati per evitare acquisizioni predatorie di aziende che operano in settori strategici e per salvaguardare l'indipendenza economica nazionale in determinati settori, in modo prevedibile, non discriminatorio e nel rispetto delle libertà fondamentali previste nei Trattati europei nonché dei principi eurounitari di proporzionalità e ragionevolezza.

In un'ottica più ampia, in merito al delicato confine tra interessi economici nazionali e ordine e sicurezza pubblica, non può essere trascurato che anche a livello europeo si stia registrando un mutamento di prospettiva, volto ad attribuire una crescente rilevanza non solo all'ordine e alla sicurezza pubblica in senso stretto, ma anche alla sicurezza economica dell'Unione.

Tale evoluzione emerge chiaramente nella *Comunicazione sulla Strategia europea per la sicurezza economica*, adottata il 20 giugno 2023, con la quale le istituzioni europee hanno delineato un quadro di misure volto a fronteggiare i rischi derivanti da un contesto geopolitico sempre più complesso e interdipendente.

Sarebbe dunque auspicabile che, alla luce della rilevanza che settori come quello bancario rivestono per la stabilità del sistema economico europeo, si pervenga a un coordinamento più organico in sede unionale, in grado di conciliare la tutela degli interessi economici nazionali con le esigenze di

salvaguardia del mercato unico e con i principi di proporzionalità e leale cooperazione tra gli Stati membri. Significativamente, la menzionata *Comunicazione sulla Strategia europea per la sicurezza economica* conclude affermando che: “un’azione comune e coordinata dell’UE in tutte le politiche, attraverso la cooperazione tra l’Unione e gli Stati membri, è essenziale per la sicurezza economica dell’Unione. La chiave del successo sarà agire in modo unitario”.