



R E P U B B L I C A I T A L I A N A

IN NOME DEL POPOLO ITALIANO

Il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio

(Sezione Prima)

ha pronunciato la presente

SENTENZA

sul ricorso numero di registro generale 6256 del 2025, integrato da motivi aggiunti, proposto da

UniCredit S.p.A., in persona del legale rappresentante *pro tempore*, rappresentata e difesa dagli avvocati Fabio Cintioli, Roberto Cappelli, Michele Crisostomo, Dario Ruggiero e David Astorre, con domicilio eletto presso lo studio dell'avvocato Fabio Cintioli, in Roma, alla Via Vittoria Colonna, n. 32, con domicilio digitale come da PEC da Registri di Giustizia

contro

- Presidenza del Consiglio dei Ministri;
- Ministero dell'Economia e delle Finanze;
- Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale;
- Ministero dell'Interno;
- Ministero della Difesa;
- Ministero della Giustizia;
- Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti;
- Ministero dell'Agricoltura, della Sovranità Alimentare e delle Foreste;
- Ministero della Salute;
- Ministero delle Imprese e del Made in Italy;

- Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica;

- Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale;

in persona dei rispettivi legali rappresentanti, rappresentati e difesi *ex lege* dall'Avvocatura Generale dello Stato, presso la quale sono domiciliati in Roma, alla Via dei Portoghesi, n. 12;

nei confronti

Banco BPM S.p.A., in persona del legale rappresentante *pro tempore*, rappresentata e difesa dagli avvocati Andrea Zoppini, Alessandro Botto, Giorgio Vercillo e Giovanni Diele, elettivamente domiciliata in Roma, presso lo studio dell'avvocato Andrea Zoppini, alla Piazza di Spagna, n. 15, con domicilio digitale come da PEC da Registri di Giustizia

per l'annullamento

quanto all'atto introduttivo del giudizio:

- del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 18 aprile 2025 con il quale, in relazione all'offerta di scambio volontaria di **UniCredit** S.p.A. avente ad oggetto la totalità delle azioni di Banco BPM S.p.A., sono stati esercitati i poteri speciali di cui al decreto legge 15 marzo 2012, n. 21;

- nonché, ove occorrer possa, di ogni altro atto presupposto, connesso e/o consequenziale, ancorché non conosciuto, ivi compresi:

(i) i verbali delle riunioni del Gruppo di Coordinamento;

(ii) la relazione istruttoria redatta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze in data 18 aprile 2025, contenente la motivazione dell'esercizio dei poteri speciali;

(iii) il verbale della riunione del Consiglio dei Ministri del 18 aprile 2025;

nonché (iv) la deliberazione del Consiglio dei Ministri adottata il 18 aprile 2025;

quanto ai motivi aggiunti, depositati il 3 giugno 2025:

della nota del Ministero dell'Economia e delle Finanze prot. n. 24046 del 29 maggio 2025, avente ad oggetto “Offerta di scambio volontaria, da parte di **Unicredit** S.p.a., avente ad oggetto la totalità delle azioni di Banco BPM S.p.a.— Vostra nota del 21 aprile 2025 concernente il decreto del Presidente del Consiglio dei ministri del 18 aprile u.s. e audizione del 15 maggio u.s.”

Visti il ricorso, i motivi aggiunti e i relativi allegati;

Visti gli atti di costituzione in giudizio delle Amministrazioni intime e di Banco BPM S.p.A.;

Visti tutti gli atti della causa;

Relatore nell'udienza pubblica del giorno 9 luglio 2025 il dott. Roberto Politi e uditi per le parti i difensori come specificato nel verbale;

Ritenuto e considerato in fatto e diritto quanto segue.

FATTO e DIRITTO

1. Con l'atto introduttivo del giudizio, viene impugnato il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 18 aprile 2025, con il quale sono stati esercitati i poteri di cui all'art. 2 del decreto legge 15 marzo 2012, n. 21 (c.d. "golden power") in merito all'operazione concernente l'Offerta Pubblica di Scambio (OPS) sulla totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM S.p.A. (di seguito: anche BBPM), comunicata al mercato in data 25 novembre 2024.

Come di seguito illustrato, lamenta parte ricorrente l'imposizione, da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri, di prescrizioni – relative, appunto, all'anzidetta operazione – che si assumono *“estremamente gravose, certamente non proporzionate e per molti aspetti incerte nel loro contenuto nonché tali da prospettare una sorta di vigilanza del Governo sulla stessa autonomia politica industriale di UniCredit”*.

In data 25 novembre 2024, **UniCredit** ha comunicato al mercato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 102, comma 1, del TUF, nonché dell'art. 37, comma 1 del Regolamento Emittenti, la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4 del TUF, avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di BBPM.

Tale OPS prevede che, per ciascuna azione BBPM conferita in adesione, venga corrisposto un controvalore in azioni ordinarie di nuova emissione di **UniCredit**.

Di seguito all'approvazione da parte di CONSOB del Documento d'Offerta, in data 28 aprile 2025 è iniziato il cd. Periodo di Adesione, destinato alle manifestazioni della volontà di aderire all'offerta di **UniCredit** da parte degli azionisti di BBPM.

La scadenza di tale Periodo, originariamente fissata al 23 giugno 2025, segna il termine entro il quale l'Operazione, al verificarsi di tutte le condizioni ivi previste, deve essere completata o, se del caso, abbandonata.

CONSOB, con provvedimento del 21 maggio 2025, sospendeva per 30 giorni l'OPS, con differimento della scadenza del Periodo di Adesione al 23 luglio 2025.

2. Nel descrivere analiticamente l'articolato svolgimento dell'istruttoria che ha condotto alla determinazione gravata, **UniCredit** rappresenta di aver puntualmente corrisposto alle richieste di chiarimenti nel corso di essa alla medesima rivolte dalla precedente Autorità, oltre che documentalmente, anche nell'ambito dell'audizione tenutasi il 20 marzo 2025.

In data 18 aprile 2025, sulla base della Relazione del Ministero dell'Economia e della Finanze (con la quale veniva proposto al Presidente del Consiglio dei Ministri di esercitare, nella forma di specifiche prescrizioni, i poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto legge n. 21 del 2012), è stato adottato il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri oggetto della presente impugnativa, con il quale sono state imposte a **UniCredit** le seguenti prescrizioni:

- non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM S.p.A. e **UniCredit** S.p.A. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali;
- non ridurre il livello del portafoglio attuale di *project finance* di Banco BPM S.p.A. e **UniCredit** S.p.A. in Italia;
- per un periodo almeno 5 anni:
 - (i) non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.a. in titoli di emittenti italiani;
 - (ii) supportare lo sviluppo della Società;
- cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestiti transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del provvedimento stesso.

Lo stesso DPCM invitava **UniCredit** *“nel caso in cui non sia possibile rispettare una o più delle prescrizioni sopra elencate, [ad] inviare immediata informativa all'Amministrazione competente del monitoraggio, comunicando i motivi che rendono impossibile l'adempimento delle prescrizioni”*.

3. Con l'atto introduttivo del giudizio, sono stati dedotti i seguenti argomenti di censura:

3.1) Violazione e falsa applicazione dell'art. 2 del d.l. n. 21 del 2012. Violazione e falsa applicazione degli artt. 2 e 8 del DPCM n. 179 del 2020. Violazione e falsa applicazione dell'art. 3 della legge n. 241 del 1990. Violazione dell'art. 4 del Regolamento UE n. 2019/452. Violazione degli artt. 49 e 54 TFUE in materia di libertà di stabilimento. Violazione degli artt. 63 e 65 in materia di libertà di circolazione dei capitali. Violazione e falsa applicazione della Direttiva 25/2004/CE. Violazione del principio di proporzionalità. Eccesso di potere per carenza di motivazione, difetto di istruttoria, errore nei presupposti, irragionevolezza e ingiustizia manifesta

Assume in primo luogo **UniCredit** che l'avversato decreto sia illegittimo, in quanto le prescrizioni ad essa imposte sarebbero state adottate in assenza del presupposto per l'esercizio dei poteri speciali, ossia l'esistenza di un rischio per la sicurezza nazionale.

Non verrebbe, infatti, in considerazione alcuna ragione di sicurezza o di ordine pubblico, trattandosi di un'operazione proposta da una banca interamente italiana ed avente ad oggetto un'altra banca interamente italiana, cioè un'operazione tra soggetti che da tempo operano stabilmente in Italia e che sono da sempre sottoposti alle regole del diritto nazionale ed europeo, nonché al costante controllo di numerose Autorità di vigilanza, nazionali ed europee.

Nell'osservare come la normativa relativa al c.d. "golden power" (di cui al decreto legge n. 21 del 2012) trovi fondamento nell'esigenza di controllo, da parte del Governo, sugli investimenti di operatori extra-UE e su determinate operazioni straordinarie riferite a imprese considerate strategiche per l'interesse nazionale:

- in quanto attive in determinati settori ritenuti, appunto, strategici
- e in quanto imprese in possesso di asset, tecnologie, *know-how* e informazioni rilevanti per la tutela dell'interesse nazionale,

saggiunge la ricorrente che l'ambito applicativo dei poteri di cui trattasi è stato, successivamente, ampliato sia dal punto di vista oggettivo (aumentando i settori economici interessati dal controllo), sia dal punto di vista soggettivo, includendovi talvolta anche gli investimenti provenienti da operatori appartenenti agli Stati membri.

In particolare:

- se dal punto di vista oggettivo, per effetto dell'art. 2, comma 1-ter del decreto legge n. 21 del 2012, l'ambito di applicazione del golden power è stato ampliato agli "ulteriori" beni e

rapporti di rilevanza strategica riconducibili ai settori previsti dall'art. 4 del Regolamento UE n. 2019/452 (in particolare, il DPCM n. 179 del 2020 ha identificato tra le *“attività economiche di rilevanza strategica”* anche quelle *“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”*);

- dal punto di vista soggettivo, per effetto della modifica dell'art. 2, comma 5, del predetto decreto, è stato previsto che nel settore *“finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo, sono soggetti all'obbligo di notifica di cui al primo periodo anche gli acquisti, a qualsiasi titolo, di partecipazioni da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto”*.

Nell'assumere che l'operazione in discorso non ricada tra le finalità alle quali è preordinata la disciplina in materia di golden power (ossia quella di proteggere gli *asset* strategici nazionali degli investimenti da parte degli operatori estranei all'UE), sostiene la ricorrente che, in ogni caso, difetterebbero i presupposti per l'esercizio del potere *de quo*, per come sostanziatosi nella somministrazione delle sopra indicate prescrizioni.

Se, infatti, l'art. 2 del decreto legge n. 21 del 2012 precisa che i poteri speciali in discorso possono essere attivati solo nel caso di *“minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato di cui al comma 3”*, ovvero di *“pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico”* (comma 6), anche gli artt. 4 e 6 del Regolamento UE n. 452 del 2019 evidenziano che gli Stati membri intervengono con il potere di veto rispetto ad un investimento estero solo quando esso *“possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico”*, quale espressione del principio generale di proporzionalità (cfr. Corte di Giustizia, 13 luglio 2020, causa C-423/19).

I poteri speciali attribuiti dalle anzidette disposizioni integrano, dunque, la presenza di una misura del tutto eccezionale, da utilizzare quale *extrema ratio* nei soli casi in cui sussista una *“minaccia”* ad interessi fondamentali dello Stato come quelli della *“sicurezza”* e dell'*“ordine pubblico”*: *“minaccia”* che deve emergere a seguito di una valutazione condotta sulla base dei criteri oggettivi puntualmente elencati all'art. 2, comma 7 del decreto legge n. 21 del 2012.

Inoltre, i poteri speciali, pur essendo inquadrabili nel novero degli “atti di alta amministrazione” (e, quindi, caratterizzati da un’ampia discrezionalità in ragione della natura degli interessi tutelati), devono necessariamente essere improntati al rispetto:

- dell’obbligo di istruttoria,
- del conseguente obbligo di motivazione,
- dei principi di proporzionalità, ragionevolezza e non discriminazione, che costituiscono i parametri ai quali il Governo deve ispirarsi nel valutare la ‘grave minaccia’ per la sicurezza dello Stato, sempre tenendo in considerazione che la normativa in materia di golden power impone una interpretazione restrittiva e tassativa, dovendosi coordinare con un mercato in linea di principio libero.

Nella fattispecie in esame, si è in presenza di un’operazione tra due banche italiane, asseritamente inidonea a determinare un rischio per la sicurezza nazionale e per l’interesse nazionale, anche perché l’operazione stessa risponde all’obiettivo di **UniCredit** di integrare la rete di BBPM nella propria, con tutela e salvaguardia della continuità aziendale della *Target* e dei servizi da questa offerti, senza arrecare il benché minimo pregiudizio alla sua rete di sportelli e di personale, tanto meno ai finanziamenti dalla stessa erogati alla propria clientela di riferimento.

Ai denunciati profili di violazione della normativa nazionale in materia di golden power, si accompagnano, secondo la prospettazione di parte, quelli collegati alla violazione del diritto dell’Unione europea (artt. 49 e 54 TFUE in materia di libertà di stabilimento ed artt. 63 e 65 TFUE in materia di libertà di circolazione dei capitali).

Se l’imposizione di prescrizioni nei confronti di **UniCredit** è suscettibile di determinare una restrizione alla libertà di stabilimento, in quanto limita, rendendola molto più onerosa, la possibilità di un operatore stabilito all’interno di uno Stato membro di acquisire il controllo di altro operatore pure stabilito nello stesso Stato membro, quanto alla pure denunciata violazione del principio in tema di libertà di circolazione dei capitali, parte ricorrente osserva che:

- dal punto di vista soggettivo, l’esercizio dei poteri speciali viene ad incidere sui diritti degli azionisti di **UniCredit** e BBPM, che sono stabiliti in vari Stati membri dell’UE,

- mentre dal punto di vista oggettivo, l'operazione costituisce un investimento diretto, qualificato come "movimento di capitali" dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia.

L'invocato "rischio per la sicurezza nazionale" è, ad avviso di **UniCredit**, inesistente e comunque non motivato; la stessa parte rammentando che l'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possono essere invocati solamente in caso di una minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività, mentre le motivazioni riportate nel DPCM fanno riferimento ad aspetti puramente economici, inidonei a giustificare l'apposizione di un ostacolo ad una delle libertà fondamentali garantite dai Trattati.

3.2) Violazione e falsa applicazione dell'art. 21 del Regolamento (CE) n. 139/2004, anche in combinato disposto con il principio di leale cooperazione di cui all'art. 4, par. 3, TFUE. Violazione della libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali tutelate dagli artt. 49 e 63 TFUE

Nell'osservare come la progettata acquisizione del controllo esclusivo di BBPM da parte di **UniCredit** rientri tra le concentrazioni di dimensione comunitaria ai sensi dell'art. 1 del Regolamento (CE) 139/2004 (cd. "Regolamento concentrazioni" o "Merger Regulation"), rileva la ricorrente che l'avversato decreto presidenziale si pone in contrasto anche con l'art. 21 del predetto Regolamento, che attribuisce alla Commissione Europea la competenza esclusiva per esaminare le concentrazioni di dimensione comunitaria (cfr. art. 21, par. 2) e stabilisce che gli Stati membri possono adottare opportuni provvedimenti per tutelare i propri "interessi legittimi", specificamente individuati in ragioni di pubblica sicurezza, di tutela della pluralità dei mezzi di informazione e delle norme prudenziali, purché tali provvedimenti siano necessari, proporzionati e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'UE (art. 21, par. 4, 1° e 2° periodo).

Pur nel dare atto che gli Stati membri possono adottare anche misure volte a tutelare interessi diversi da quelli sopra menzionati, viene osservato che, in tale caso, le misure nazionali devono essere notificate alla Commissione prima che siano adottate, affinché quest'ultima possa esercitare un controllo preventivo della compatibilità delle misure nazionali con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario (art. 21, par. 4, ultimo periodo).

Nel caso di specie, sono state imposte prescrizioni che invadono la competenza esclusiva della Commissione sulle concentrazioni di dimensione comunitaria, non giustificate né dagli interessi legittimi espressamente menzionati all'art. 21, par. 4 (sicurezza pubblica, pluralità dei media e norme prudenziali), né da altri interessi pubblici che siano stati preventivamente notificati alla Commissione.

3.3) Violazione e falsa applicazione dell'art. 2 del d.l. n. 21 del 2012. Violazione e falsa applicazione degli artt. 2 e 8 del DPCM n. 179 del 2020. Violazione dell'art. 4 del Regolamento UE n. 2019/452. Violazione e falsa applicazione art. 6, comma 1, lett. a, e art. 35-decies del T.U.F. Violazione del principio di proporzionalità. Violazione del principio del contraddittorio. Violazione del principio di certezza del diritto. Violazione della libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali tutelate dagli artt. 49 e 63 TFUE. Eccesso di potere per difetto di istruttoria, carenza di motivazione, irragionevolezza, travisamento dei fatti, contraddittorietà, ingiustizia manifesta. Violazione e falsa applicazione dell'art. 3 della l. n. 241 del 1990. Incompetenza.

Con tale motivo di censura, parte ricorrente prende in considerazione le singole prescrizioni imposte dall'avversato decreto, confutandone la legittimità alla luce delle considerazioni in precedenza rassegnate.

3.3.a) Quanto alla *prima prescrizione* (riguardante l'obbligo di non ridurre, per un periodo di 5 anni, il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM e **UniCredit** in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali), si osserva che tale misura non è affatto idonea allo scopo, presenta profili di irrazionalità ed espone **UniCredit** alla violazione dei più elementari principi di sana e prudente gestione.

Nel rammentare di aver proposto, nel corso dell'istruttoria, l'impegno di mantenere gli attuali volumi di erogazioni alle PMI nelle regioni di riferimento di BBPM e di mantenere altresì l'attuale livello del portafoglio di *project finance* di BBPM, **UniCredit** evidenzia che, per effetto di esso, si sarebbe potuta scongiurare alcuna soluzione di continuità sui livelli di servizi di cui attualmente gode la clientela di riferimento di BBPM, a maggior ragione perché questo impegno era rivolto a favorire le PMI e le famiglie, in linea con il dichiarato obiettivo della Presidenza.

Viene, ulteriormente, contestata l'imposizione, rivolta ad **UniCredit**, di adottare il medesimo rapporto per tutte le sue attività, con mantenimento del rapporto

impieghi/depositi per l'intero Gruppo, sulla base di una sorta di media ponderata tra il rapporto impieghi/depositi di BBPM e quello ad oggi proprio di **UniCredit**.

Tale prescrizione non sarebbe necessaria, né proporzionata, al dichiarato fine di tutelare i finanziamenti alle famiglie e alle PMI nazionali, dal momento che non vi è alcun pregiudizio delle esigenze di tutela della sicurezza nazionale; in ogni caso, ribadendosi la piena sufficienza dell'impegno assunto da **UniCredit** al mantenimento dei livelli di erogazione alle PMI e dell'attuale portafoglio *project finance* di BBPM.

Verrebbe, quindi, a configurarsi la presenza di una prescrizione "eccedente" i confini stessi dell'operazione, preordinata ad una modifica della politica industriale di **UniCredit**.

L'imposizione di un rapporto stabile tra impieghi e depositi, per di più per un periodo di cinque anni, esporrebbe la banca, alternativamente, a una crisi di liquidità (a detrimento dei clienti depositanti) o a una contrazione del credito (che è un risultato esattamente opposto all'obiettivo di incrementare i finanziamenti perseguito dal DPCM), ed appare quindi, anche sotto questo profilo, assolutamente abnorme e sproporzionata.

3.3.b) Quanto alla *seconda prescrizione* (non ridurre il livello del portafoglio attuale di *project finance* di Banco BPM e **UniCredit** in Italia), ne rileva parte ricorrente il carattere sproporzionato, in quanto estende l'impegno originariamente proposto da **UniCredit**, consistente nel mantenere l'attuale portafoglio di *project finance* di BBPM, anche all'obbligo di mantenere l'attuale portafoglio di *project finance* di **UniCredit**, introducendo così a carico dell'odierna ricorrente un ulteriore vincolo, la cui necessità è rimasta assolutamente immotivata.

3.3.c) Con riferimento, poi, alla *terza prescrizione* (per un periodo di almeno 5 anni, non ridurre il peso attuale degli investimenti in Anima Holding S.p.A. in titoli di emittenti italiani, e supportare lo sviluppo della Società), evidenzia parte ricorrente di aver fornito, nel corso dell'istruttoria, ampie rassicurazioni sul fatto che il risparmio gestito da Anima non sarebbe stato in alcun modo pregiudicato, tanto meno per ragioni dovute all'origine "italiana" di questo risparmio; e che, anzi questo risparmio sarebbe stato valorizzato, com'è normale che sia per una banca come **UniCredit**, che persegue legittimi obiettivi di valorizzazione delle proprie attività e dei propri *asset*, indipendentemente da quale sia il "luogo di nascita" degli stessi.

Nel sottolineare che la prescrizione pone un vincolo gestorio agli investimenti indirettamente detenuti da Anima Holding S.p.A., in quanto rientranti nel patrimonio dei fondi promossi e gestiti dalle società di gestione del risparmio controllate da Anima Holding S.p.A., denuncia parte ricorrente l'illegittimità della prescrizione, dal momento che la scelta dei titoli sui quali investire non spetta certo a **UniCredit**, bensì al gestore del risparmio, ai suoi clienti e alla loro libera scelta di investimento, dovendo il gestore a norma di legge (art. 6, comma 1, lett. a, e art. 35-decies del T.U.F.) mantenere piena indipendenza nell'assumere tali decisioni.

UniCredit non avrebbe, quindi, gli strumenti giuridici per adempiere la prescrizione in oggetto, non avendo il diritto, nella propria qualità di socio di controllo indiretto di Anima SGR, di imporre il mantenimento di determinati livelli di investimento in titoli di emittenti italiani.

3.3.d) Sulla *quarta prescrizione* (cessazione di tutte le attività in Russia, ovvero raccolta, impieghi, collocamento fondi prestiti transfrontalieri, entro nove mesi dal provvedimento), evidenzia la parte che le attività svolte in Russia, attraverso una società separata (AO **UniCredit** Russia), hanno ormai carattere residuale, dal momento che, già all'indomani dell'inizio del conflitto in Ucraina, **UniCredit** ha fortemente ridotto le proprie attività, operando peraltro sotto il costante controllo della BCE.

Soggiunge, sul punto, di aver dato puntualmente conto, nel corso del procedimento, della Decisione della BCE del 22 aprile 2022, la quale aveva imposto alcuni requisiti prudenziali, tra i quali quelli di ridurre la concessione di prestiti, la raccolta di depositi e la concessione di finanziamenti transfrontalieri in Russia, in larga parte già implementati da **UniCredit**, e comunque soggetti al monitoraggio della BCE (la banca russa, pertanto, trovandosi sotto la vigilanza di BCE).

La prescrizione concernente la cessazione, entro nove mesi, di “tutte le attività in Russia” sarebbe abnorme perché la liquidazione e “cessazione” dell'attività richiede il consenso della competente Autorità Russa e finirebbe, all'esito di una procedura di liquidazione non controllabile da **UniCredit**, per “regalare” un *asset* a controparti russe.

Con riferimento al motivo di ricorso all'esame, precisa la ricorrente che le contestate prescrizioni sono illegittime e lesive da un duplice punto di vista:

- in primo luogo perché col loro contenuto intrinseco generano un relevantissimo onere che **UniCredit** dovrà sopportare in caso di prosecuzione e buon esito dell'offerta;
- in secondo luogo, perché tali prescrizioni, anche a causa della loro genericità e oscurità, ledono, durante la fase di svolgimento dell'OPS, l'interesse di **UniCredit** a condurla sulla base di un quadro informativo chiaro e completo, con riflessi sul mercato e sui destinatari dell'offerta, che potrebbero essere scoraggiati dall'aderire in assenza di una situazione non sufficientemente definita.

Verrebbe, per l'effetto, in considerazione un duplice grado di lesività:

- “a regime”, perché incide illegittimamente sull'autonomia di **UniCredit**
- ed “immediata”, in quanto riferibile all'OPS in corso.

4. Con *motivi aggiunti* successivamente proposti, **UniCredit** ha poi impugnato la nota del Ministero dell'Economia e delle Finanze in data 29 maggio 2025, assumendone l'illegittimità sulla base delle medesime doglianze già articolate con il ricorso introduttivo.

5. Conclude la parte per l'accoglimento del gravame, con conseguente annullamento degli atti con esso avversati.

6. In data 27 maggio 2025, si è costituito in giudizio Banco BPM; ed ha depositato, in data 31 maggio, 21 giugno e 28 giugno, articolate memorie di controdeduzioni, chiedendo la declaratoria di inammissibilità del gravame e, comunque, la reiezione dello stesso.

7. Il 30 maggio 2025, si sono costituiti in giudizio la Presidenza del Consiglio dei Ministri ed il Ministero dell'Economia e delle Finanze, producendo analitica memoria, alla quale hanno fatto seguito le memorie depositate il 23 ed il 28 giugno, con le quali vengono confutate le argomentazioni esposte nell'atto introduttivo e nei successivi motivi aggiunti.

8. Il ricorso viene trattenuto per la decisione alla pubblica udienza del 9 luglio 2025.

9. Giova, in primo luogo, puntualizzare i termini delle prescrizioni imposte con il decreto gravato, nonché gli essenziali tratti motivazionali che hanno condotto alla formulazione di esse.

9.1 Quanto alle prescrizioni, è stato imposto ad **UniCredit**:

a) di non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM S.p.A. e **UniCredit** S.p.A. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali;

- b) di non ridurre il livello del portafoglio attuale di *project finance* di Banco BPM S.p.A. e **UniCredit** S.p.A. in Italia;
- c) per un periodo di almeno 5 anni:
 - di non ridurre il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.a. in titoli di emittenti italiani;
 - di supportare lo sviluppo della Società;
- d) di cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestiti transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del presente provvedimento.

Il DPCM ha, quindi, invitato **UniCredit**, *“nel caso in cui non sia possibile rispettare una o più delle prescrizioni sopra elencate, [ad] inviare immediata informativa all’Amministrazione competente del monitoraggio, comunicando i motivi che rendono impossibile l’adempimento delle prescrizioni”*.

9.2 Quanto agli impieghi, il decreto ha posto in luce:

- che **UniCredit** applica in Italia un rapporto impieghi/depositi *“sensibilmente più basso”* di BBPM,
- che l’ammontare degli impieghi si è ridotto negli ultimi cinque anni
- e che **UniCredit** *“concentrerebbe il proprio supporto creditizio in favore di grandi imprese, istituzioni finanziarie ed enti in luogo di famiglie e piccole e medie imprese”*.

A fronte della *“natura transnazionale [...] relativa sia all’azionariato sia alla localizzazione delle attività economiche svolte”* di **UniCredit** e *“nell’ottica della tutela dell’attivo coinvolto, strategico per la sicurezza nazionale”*, è stata sostenuta dall’Autorità di Governo l’esigenza di *“garantire la complessiva stabilità degli impieghi di gruppo evitando possibili compensazioni tra le politiche di credito delle due banche”* e *“introdurre il rapporto impieghi/depositi in luogo dell’obbligo di mantenere i volumi attuali di erogazione così da prevedere un parametro elastico che consenta al gruppo di adempiere alla prescrizione tenendo conto delle oscillazioni della raccolta”*.

9.3 Con riferimento alle attività svolte nella Federazione Russa, è stato evidenziato che *“UniCredit S.p.a. è tra le poche banche europee ad aver deciso di mantenere una presenza stabile in Russia”*; e che, nonostante le interlocuzioni di **UniCredit** con la BCE sui profili di stabilità del Gruppo **UniCredit**, *“permangono ancora ostacoli ad una copertura globale del rischio di conformità”*.

La Presidenza ha, quindi, ritenuto che all'esito dell'Operazione, sussisterebbero i seguenti rischi:

*“(i) **UniCredit** S.p.a. sarebbe ancora attiva in finanziamenti transfrontalieri con clienti domiciliati in Russia;*

*(ii) non è garantito il pieno controllo di **UniCredit** S.p.a. sulle controllate russe (in particolare, la capacità di esercitare la propria gestione aziendale e i propri diritti di azionista unico sono compromessi a causa della necessaria approvazione delle autorità russe);*

*(iii) le controllate russe non possono legittimamente trasmettere a **UniCredit** S.p.a. le informazioni sui clienti né applicare integralmente le politiche e i regolamenti del gruppo, **UniCredit** non può valutare e gestire in modo esaustivo i rischi di compliance e di antiriciclaggio derivanti dalle transazioni russe, né impartire le istruzioni del caso;*

*(iv) a seguito della ipotetica fusione, Banco BPM S.p.a. sarà incorporata in **UniCredit** S.p.a. e quindi le voci di attivo e passivo delle due banche diventeranno inscindibili”;*

per l'effetto, rappresentando la finalità della prescrizione in rassegna, preordinata a scongiurare *“anche il solo minimo rischio che il risparmio raccolto da Banco BPM S.p.a. sia coinvolto, direttamente o indirettamente, in operazioni a vantaggio del sistema economico e finanziario russo, il che nell'attuale contesto geopolitico pone oggettivi rischi per la sicurezza nazionale”.*

9.4 Quanto al settore del risparmio gestito, pur nel dare atto che **UniCredit** *“non ha ancora effettuato valutazioni di carattere strategico sulla Società e che, pertanto, allo stato attuale, non è possibile esprimere una valutazione sugli impatti che l'operazione potrà generare sugli asset dalla stessa detenuti”*, l'Autorità ha ritenuto *“necessario imporre il mantenimento del peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.a. in titoli di emittenti italiani”.*

10. Ciò premesso, va necessariamente condotta una ricognizione della normativa applicabile.

10.1 Deve anzitutto menzionarsi il Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 marzo 2019, volto a *“istituire un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione”*, che costituisce il *corpus* normativo di riferimento a livello unionale.

Tale Regolamento:

- al considerando 2, richiama *“l'articolo 3, paragrafo 5, del trattato sull'Unione europea (TUE)”*, ai sensi del quale *“nelle relazioni con il resto del mondo, l'Unione afferma e promuove i suoi valori e*

interessi”;

- al considerando 3, stabilisce che, *“conformemente agli impegni internazionali assunti nell'ambito dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economici e degli accordi commerciali e di investimento conclusi con paesi terzi, l'Unione e gli Stati membri possono adottare, per motivi di sicurezza o di ordine pubblico, misure restrittive nei confronti degli investimenti esteri diretti, purché siano rispettate alcune condizioni”;*
- al considerando 6, precisa che *“gli investimenti esteri diretti rientrano nell'ambito della politica commerciale comune. A norma dell'articolo 3, paragrafo 1, lettera e), TFUE, l'Unione ha competenza esclusiva per quanto concerne la politica commerciale comune”;*
- al considerando 8, aggiunge che *“il quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti e per la cooperazione dovrebbe dotare gli Stati membri e la Commissione degli strumenti per affrontare in modo globale i rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico e per adeguarsi al mutare delle circostanze, mantenendo nel contempo la necessaria flessibilità per consentire agli Stati membri di controllare gli investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza e ordine pubblico, tenendo conto delle rispettive situazioni individuali e delle specificità nazionali. Spetta esclusivamente allo Stato membro interessato decidere se istituire un meccanismo di controllo o se controllare un investimento estero diretto”;*
- al considerando 11, stabilisce che *“dovrebbe essere possibile per gli Stati membri valutare i rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico derivanti da cambiamenti significativi dell'assetto proprietario o delle caratteristiche fondamentali di un investitore estero determinato”;*
- al considerando 12, precisa che *“al fine di orientare gli Stati membri e la Commissione nell'applicazione del presente regolamento, è opportuno indicare un elenco di fattori che potrebbero essere presi in considerazione nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico ... L'elenco di fattori che possono incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico dovrebbe restare non esaustivo”;*
- al considerando 13, stabilisce che *“Nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, dovrebbe essere possibile per gli Stati membri e la Commissione tenere conto di tutti i fattori pertinenti, compresi gli effetti sulle infrastrutture critiche, sulle tecnologie, comprese le tecnologie abilitanti fondamentali, e sui fattori produttivi che sono essenziali per la sicurezza o il mantenimento dell'ordine pubblico la cui perturbazione, disfunzione, perdita o distruzione avrebbe un impatto significativo in uno Stato membro o nell'Unione. A tale proposito, dovrebbe altresì essere possibile*

per gli Stati membri e la Commissione tenere conto del contesto e delle circostanze dell'investimento estero diretto, in particolare della possibilità che un investitore estero sia controllato direttamente o indirettamente, ad esempio attraverso finanziamenti consistenti, comprese le sovvenzioni, da parte del governo di un paese terzo, o persegua progetti o programmi all'estero a guida statale”;

- all'art. 2, definisce come *“investimento estero diretto, un investimento di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica”;*

- all'art. 3, stabilisce che *“conformemente al presente regolamento, gli Stati membri possono mantenere, modificare o adottare meccanismi per controllare gli investimenti esteri diretti nel loro territorio per motivi di sicurezza o di ordine pubblico” e, in tale ambito, “stabiliscono in particolare le circostanze che danno luogo al controllo, i motivi del controllo e le regole procedurali dettagliate applicabili”;*

- all'art. 4, rubricato *“Fattori che possono essere presi in considerazione dagli Stati membri e dalla Commissione”*, stabilisce:

i) al paragrafo 1, che *“Nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione possono prendere in considerazione i suoi effetti potenziali, tra l'altro, a livello di: c) sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare”;*

ii) al successivo paragrafo 2, che *“Nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione tengono altresì conto, in particolare, se: a) l'investitore estero sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, inclusi organismi statali o forze armate, di un paese terzo, anche attraverso l'assetto proprietario o finanziamenti consistenti”.*

10.2 Proprio la riportata disciplina eurounitaria sul controllo degli Investimenti Esteri Diretti (IED), impone un'ulteriore digressione – avente peculiare rilevanza ai fini del decidere, in ragione della presenza di una prescrizione, imposta ad **UniCredit** proprio con riferimento alla materia *de qua* e riguardante i rapporti finanziari intrattenuti dalla ricorrente nella Federazione Russa – avente ad oggetto le precisazioni al riguardo esplicitate dalla Commissione UE.

Con Comunicazione del 6 aprile 2022 (*“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”*), la Commissione:

- ha premesso che *“l’Unione europea è aperta agli investimenti esteri, essenziali per la crescita economica, la competitività, l’occupazione e l’innovazione dell’UE. Molte società europee sono ben integrate nelle catene di approvvigionamento a livello mondiale, che devono rimanere funzionanti. L’UE manterrà la sua capacità di richiamo come destinazione di investimenti esteri diretti (IED). Questa nostra apertura, però, non è incondizionata e deve essere controbilanciata da strumenti adeguati in grado di salvaguardare la nostra sicurezza e il nostro ordine pubblico”*;
- ha precisato, altresì, che *“scopo delle sanzioni contro la Russia è minare la capacità del Cremlino di finanziare la guerra, infliggere costi economici e politici chiari agli esponenti dell’élite politica russa responsabili dell’invasione ed erodere la base economica del paese. Visto il supporto materiale fornito dalla Bielorussia all’invasione russa, l’UE ha adottato ulteriori sanzioni nei confronti di tale paese. Le sanzioni contro la Bielorussia sono concepite per produrre un impatto analogo”*;
- ha, quindi, osservato che *“il regolamento (UE) 2019/452 («regolamento sul controllo degli IED») fornisce un quadro essenziale a livello dell’UE al cui interno la Commissione europea e gli Stati membri possono coordinare le loro azioni in materia di investimenti esteri per garantire la protezione della sicurezza e dell’ordine pubblico nel caso in cui questi obiettivi siano minacciati da investimenti esteri diretti. Gli Stati membri possono inoltre controllare gli investimenti che non rientrano nell’ambito di applicazione di detto regolamento, a condizione che il controllo sia effettuato nel rispetto delle disposizioni del trattato riguardanti la libera circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento”*;
- ha, perciò, valutato che *“sebbene il controllo degli IED e le sanzioni siano strumenti giuridici distinti, ciascuno con finalità diverse e con modalità operative diverse, l’aggressione militare della Russia contro l’Ucraina rende necessaria una maggior vigilanza nei confronti degli investimenti diretti russi e bielorussi all’interno del mercato unico che va al di là degli investimenti effettuati dalle persone o dalle entità oggetto delle sanzioni. Nelle circostanze attuali, infatti, vi è un maggior rischio che qualsiasi investimento direttamente o indirettamente collegato a una persona o entità associata, controllata o soggetta all’influenza del governo russo o bieloruso in attivi critici nell’UE possa fornire fondati motivi per*

concludere che l'investimento può costituire una minaccia per la sicurezza o l'ordine pubblico negli Stati membri”;

- ha, di conseguenza, ritenuto che *“le sanzioni dell’UE, inoltre, si applicano a qualsiasi persona nel territorio dell’Unione, a qualsiasi persona giuridica, entità o organismo che si trovi all’interno o all’esterno del territorio dell’Unione e sia registrata/o o costituita/o conformemente al diritto di uno Stato membro, e a qualsiasi persona giuridica, entità o organismo relativamente ad attività economiche esercitate interamente o parzialmente all’interno dell’Unione”;*

- ed ha ribadito agli Stati membri di *“istituire e applicare meccanismi completi di controllo degli IED per affrontare i casi in cui l’acquisizione o il controllo di una particolare impresa, infrastruttura o tecnologia avrebbe creato un rischio per la sicurezza o l’ordine pubblico nell’UE. Un invito che, nel contesto attuale, è quanto mai importante”,* rimarcando che *“nell’assetto istituzionale vigente, la responsabilità del controllo degli IED spetta agli Stati membri”.*

Nella predetta Comunicazione, la Commissione ha, pertanto, invitato *“gli Stati membri che al momento non dispongono di un meccanismo di controllo, o i cui meccanismi di controllo non coprono tutte le operazioni IED pertinenti o non consentono il controllo preventivo dell’investimento, ad istituire con urgenza un meccanismo globale di controllo degli IED”;* e, nel frattempo, *“ad utilizzare altri strumenti giuridici adeguati per affrontare i casi in cui l’acquisizione o il controllo di una particolare impresa, infrastruttura o tecnologia creerebbe un rischio per la sicurezza o l’ordine pubblico nell’UE”:* strumenti tra i quali, certamente, può essere incluso – alla luce delle finalità da esso postulate – l’esercizio del golden power.

Ciò è tanto vero, in quanto la Commissione ha rinviato, in apposito Allegato, alla formulazione delle *“condizioni alle quali gli Stati membri possono essere autorizzati ad imporre restrizioni alla libera circolazione dei capitali e alla libertà di stabilimento. Al di fuori del quadro dell’UE per il controllo degli IED, gli Stati membri che hanno messo in atto misure che li autorizzano a controllare gli investimenti intra-UE al fine di perseguire, in modo proporzionato, obiettivi legittimi di politica pubblica sono fortemente incoraggiati a fare il più ampio uso possibile di tali meccanismi in caso di investimenti controllati in ultima istanza da persone o entità russe o bielorusse, così da poter ovviare ai rischi evidenziati nella presente comunicazione”.*

Il paragrafo n. 6 di tale Allegato è intitolato *“Cooperazione tra le autorità nazionali competenti degli Stati membri in materia di sanzioni, le autorità di controllo e le banche e gli istituti di promozione*

nonché le pertinenti istituzioni finanziarie internazionali”; in esso prevedendosi, in particolare, che “le autorità di controllo degli Stati membri e le banche e gli istituti di promozione nazionali, nonché le istituzioni finanziarie internazionali (IFI) di cui gli Stati membri detengono una partecipazione, dovrebbero scambiarsi informazioni e mantenere una stretta cooperazione (attraverso i ministeri o gli organismi da cui dipendono e/o i loro organi di governance) al fine di individuare gli IED, in particolare provenienti dalla Russia e dalla Bielorussia, che potrebbero incidere sulla sicurezza o sull’ordine pubblico negli Stati membri. Si invitano le autorità di controllo degli Stati membri a fare opera di sensibilizzazione in merito ai fattori che potrebbero essere presi in considerazione per determinare se un IED possa incidere sulla sicurezza o sull’ordine pubblico”.

10.3 Nell’ambito della ricognizione del pertinente quadro normativo, deve poi farsi riferimento, a livello di ordinamento nazionale, al decreto legge n. 21 del 15 marzo 2012, convertito con modificazioni con legge n. 56 dell’11 maggio 2012 e rubricato “*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*”, come successivamente modificato ed integrato.

10.3.1 All’art. 2, comma 1-ter, il D.L. stabilisce che “*Con uno o più decreti del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro dell’economia e delle finanze, del Ministro dello sviluppo economico e del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, di concerto con il Ministro dell’interno, con il Ministro della difesa, con il Ministro degli affari esteri e della cooperazione internazionale e con i Ministri competenti per settore, adottati anche in deroga all’articolo 17 della legge 23 agosto 1988, n. 400, previo parere delle Commissioni parlamentari competenti, che è reso entro trenta giorni, decorsi i quali i decreti possono comunque essere adottati, sono individuati, ai fini della verifica in ordine alla sussistenza di un pericolo per la sicurezza e l’ordine pubblico, compreso il possibile pregiudizio alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti, i beni e i rapporti di rilevanza strategica per l’interesse nazionale, anche se oggetto di concessioni, comunque affidate, ulteriori rispetto a quelli individuati nei decreti di cui all’articolo 1, comma 1, e al comma 1 del presente articolo, nei settori di cui all’articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, nonché la tipologia di atti od operazioni all’interno di un medesimo gruppo ai quali non si applica la disciplina di cui al presente articolo. I decreti di cui al primo periodo sono*

adottati entro centoventi giorni dalla data di entrata in vigore della presente disposizione e sono aggiornati almeno ogni tre anni”.

10.3.2 Al successivo comma 2-bis, il D.L. precisa che *“Qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1-ter, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi a favore di un soggetto esterno all'Unione europea, di cui al comma 5-bis, ovvero, nei settori individuati nel secondo periodo del comma 5, anche a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea, ivi compresi quelli stabiliti o residenti in Italia, comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia, il trasferimento di società controllate che detengono i predetti attivi, ovvero che abbia per effetto il trasferimento della sede sociale in un Paese non appartenente all'Unione europea, è notificato, salvo che l'operazione sia in corso di valutazione o sia già stata valutata ai sensi del comma 5, entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei ministri dalla stessa impresa. Sono notificati altresì nei medesimi termini qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1-ter, che abbia per effetto il cambiamento della loro destinazione, nonché qualsiasi delibera che abbia ad oggetto la modifica dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società o la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'articolo 2351, terzo comma, del codice civile ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, come da ultimo modificato dall'articolo 3 del presente decreto”.*

10.3.3 Al successivo comma 3, il D.L. stabilisce che *“Con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri, da trasmettere tempestivamente e per estratto alle Commissioni parlamentari competenti, può essere espresso il veto alle delibere, atti e operazioni di cui ai commi 2 e 2-bis, che diano luogo a una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti”.*

10.3.4 Al comma 6, il D.L. aggiunge che *“Qualora l'acquisto di cui al comma 5 [ossia “l'acquisto a qualsiasi titolo da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di partecipazioni in società che*

detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi del comma 1 nonché di quelli di cui al comma 1-ter, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto”] comporti una minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato di cui al comma 3 ovvero un pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico ... con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei ministri, da trasmettere tempestivamente e per estratto alle Commissioni parlamentari competenti, l'efficacia dell'acquisto può essere condizionata all'assunzione, da parte dell'acquirente e della società le cui partecipazioni sono oggetto dell'acquisto, di impegni diretti a garantire la tutela dei predetti interessi ... In casi eccezionali di rischio per la tutela dei predetti interessi, non eliminabili attraverso l'assunzione degli impegni di cui al primo periodo, il Governo può opporsi, sulla base della stessa procedura, all'acquisto”.

10.3.5 Il comma prosegue, precisando che “Per determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico è possibile prendere in considerazione le seguenti circostanze:

- a) che l'acquirente sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, compresi organismi statali o forze armate, di un Paese non appartenente all'Unione europea, anche attraverso l'assetto proprietario o finanziamenti consistenti;*
- b) che l'acquirente sia già stato coinvolto in attività che incidono sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in uno Stato membro dell'Unione europea;*
- c) che vi sia un grave rischio che l'acquirente intraprenda attività illegali o criminali”.*

10.3.6 Infine, il comma 7 stabilisce che “I poteri speciali di cui ai commi precedenti sono esercitati esclusivamente sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori. A tale fine il Governo considera, avuto riguardo alla natura dell'operazione, i seguenti criteri: a) l'esistenza, tenuto conto anche delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale, desunti dalla natura delle loro alleanze, o hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati; b) l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, a

garantire: 1) la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti; 2) il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti”.

10.4 A livello di normazione secondaria, il DPCM n. 179 del 18 dicembre 2020, rubricato *“Regolamento per l'individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionale nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, a norma dell'articolo 2, comma 1-ter, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56”*:

- nel precisare (art. 1, lett. e) che per *«attività economiche di rilevanza strategica»* si intendono *“le attività economiche essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione, nonché per il progresso tecnologico”*;

- stabilisce, all'art. 8, lett. c) (a sua volta rubricato *“Beni e rapporti nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, e delle infrastrutture dei mercati finanziari”*), che rientrano tra i beni e i rapporti di cui all'articolo 1 (ossia *“beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, ulteriori rispetto a quelli individuati nei decreti di cui all'articolo 1, comma 1, e all'articolo 2, comma 1, del medesimo decreto-legge n. 21 del 2012, nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019”*), *“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”*.

Può quindi fondatamente affermarsi, con riferimento alla previsione da ultimo riportata, che – in linea con l'evoluzione dell'ordinamento eurounitario (cfr. Regolamento UE 2019/452) – anche nella normativa nazionale è dato rilevare un ampliamento del novero dei settori (ritenuti) di rilevanza strategica, segnatamente (per quanto qui di interesse) con riferimento al settore creditizio/finanziario.

11. Ciò preliminarmente osservato, rammenta il Collegio come il procedimento nazionale in tema di golden power abbia connotazione bifasica.

11.1 Esso prevede una prima fase di carattere prettamente istruttorio, tesa all'acquisizione di tutti i dati di fatto rilevanti al fine di ricostruire ed inquadrare l'operazione in chiave tanto analitica, quanto sistemica, a beneficio della successiva valutazione finale: tale fase, che il D.P.R. n. 86 del 2014 (art. 2, comma 1) significativamente definisce come *“attività*

propedeutica all'esercizio dei poteri speciali", è curata da un apposito Gruppo di coordinamento, composto da personale di livello dirigenziale apicale della PCM e dei vari Ministeri interessati.

11.2 La seconda fase, appunto decisoria, rientra nelle attribuzioni esclusive del Consiglio dei Ministri.

Ed è affidata, non a caso, al massimo organo di direzione politica dello Stato (e non a personale dirigenziale), assumendo una marcata ed assai lata configurazione discrezionale.

Essa, invero, prende le mosse sì dai dati di fatto acquisiti in sede istruttoria; ma, nel contesto di una valutazione collegiale della questione in cui intervengono i Vertici politici di tutte le Amministrazioni dello Stato, affronta, inquadra e qualifica l'operazione nell'ambito di un più ampio apprezzamento, in ottica non solo economica e finanziaria, ma in senso più globalmente strategico.

Il Consiglio dei Ministri, in sostanza, non si limita ad una ricognizione atomistica delle caratteristiche specifiche dell'operazione, ma la riguarda nell'ambito e nel contesto dei fini generali della politica nazionale, ponderandone gli impatti:

- sia sull'assetto economico-produttivo del settore socio-economico interessato,
- sia sulla più ampia struttura dell'economia nazionale,
- sia, infine, sui rapporti internazionali e sul complessivo posizionamento geo-politico del Paese.

Del resto, è lo stesso diritto unionale che facoltizza tale ampio spettro di valutazioni (cfr. le disposizioni del richiamato Regolamento UE n. 452 del 2019 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 marzo 2019).

11.3 In sede interpretativa, non può non rammentarsi come la ricognizione operata dalla Corte di Giustizia in ordine alla previgente disciplina nazionale in tema di golden share, abbia condotto al superamento delle criticità in essa rilevabili, indicando principi che integrano, con carattere di perdurante attualità, la presenza di criteri direttamente orientativi rispetto all'esercizio dello speciale potere in argomento.

11.3.1 Ci si riferisce, in particolare, alla sentenza della Corte di Giustizia UE del 26 marzo 2009, emessa a definizione della causa C-326/07, con la quale fu stabilita l'incompatibilità con il quadro giuridico UE (in particolare, con gli allora articoli 56 e 43 del Trattato CE,

ora articoli 63 e 49 del TFUE, dedicati rispettivamente alla libera circolazione dei capitali ed alla libertà di stabilimento), della disciplina recata, in tema di “golden share”, dall’allora vigente D.L. n. 332 del 1994, come integrato dalla legge n. 350 del 2003 ed attuato dal DPCM 10 giugno 2004.

La Corte, in particolare, osservò che:

- quanto alla libera circolazione dei capitali, questa *«può essere limitata da provvedimenti nazionali giustificati dalle ragioni di cui all’art. 58 CE [ora 65 TFUE] o per ragioni imperative di interesse generale, purché non esistano misure comunitarie di armonizzazione che indichino i provvedimenti necessari a garantire la tutela di tali interessi»;*
- *«in mancanza di una siffatta armonizzazione comunitaria, in linea di principio spetta agli Stati membri decidere il livello al quale intendono garantire la tutela di tali legittimi interessi, nonché il modo in cui questo livello deve essere raggiunto. Essi possono tuttavia farlo soltanto nei limiti tracciati dal Trattato e, in particolare, nel rispetto del principio di proporzionalità, il quale richiede che le misure adottate siano idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento»;*
- la disciplina nazionale in esame, tuttavia, non sarebbe idonea a conseguire gli obiettivi perseguiti, *«a causa della mancanza di un nesso tra detti criteri [ossia quelli “applicabili all’esercizio dei poteri di opposizione all’acquisizione di partecipazioni”] e tali poteri»;*
- i criteri individuati dalla normativa nazionale, infatti, sarebbero *«formati in modo generico ed impreciso»* e *«non [sarebbero] subordinati ad alcuna condizione, ad eccezione di un riferimento alla tutela degli interessi nazionali formulato in modo generico e senza che vengano precisate le circostanze specifiche e obiettive in cui tali poteri verranno esercitati»;* inoltre, difetterebbe *«un nesso tra tali criteri e i poteri speciali ai quali si riferiscono»*, ciò che *«accentua l’incertezza in ordine alle circostanze in cui i medesimi possono essere esercitati e conferisce un carattere discrezionale a detti poteri tenuto conto del potere discrezionale di cui dispongono le autorità nazionali per il loro esercizio. Un siffatto potere discrezionale è sproporzionato rispetto agli obiettivi perseguiti»;*
- quanto alla libertà di stabilimento, il potere discrezionale che la normativa assegna all’Amministrazione sarebbe *«sproporzionato»;* inoltre, *«le circostanze in cui il potere di veto può essere esercitato sono imprecise»*, posto che *«le situazioni che consentono di esercitare tale potere sono*

potenzialmente numerose, indeterminate e indeterminabili e che esse lasciano alle autorità italiane un ampio potere discrezionale».

11.3.2 La disciplina recata dal D.L. n. 21 del 2012 – emanata al fine di evitare la condanna dell'Italia nella procedura di infrazione n. 2255 del 2009, nell'ambito della quale la Commissione aveva già adottato, in data 16 febbraio 2011, il proprio parere motivato, seguito, in data 24 novembre 2011, dal deferimento alla Corte di Giustizia – ha inteso porre rimedio alle lacune rilevate dalla Corte di Giustizia, posto che, per quanto di interesse in questa sede, circoscrive con precisione i presupposti, le modalità e criteri per l'esercizio dei poteri speciali *«nei settori della difesa e della sicurezza nazionale»*: in tal modo, limitando e, comunque, conformando meglio, rispetto al pregresso, i poteri in parola, secondo le indicazioni della Corte (cfr. Cons. Stato, Sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289).

11.4 Fermo l'ampliamento – del quale si è precedentemente dato conto – dei settori potenzialmente interessati dal golden power, va qui rimarcato che l'art. 1 del decreto legge 21 del 2021:

- limita la spendita dei poteri alle sole *«attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale»* previamente e specificamente individuate con apposito DPCM, adottato su proposta del Ministro competente *ratione materiae*, con il concerto di altri Ministri specificamente individuati e previa comunicazioni alle competenti Commissioni parlamentari (comma 1); il decreto in parola è soggetto ad aggiornamento triennale (comma 7) e può, all'interno delle macro-aree di attività da esso individuate, stabilire delle eccezioni (comma 1-bis);
- enuclea con precisione le modalità (con ogni evidenza, tassative) con cui tali poteri possono essere esercitati (le quali, come già rilevato, possono sostanziarsi nell' *“imposizione di specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici, al controllo delle esportazioni”*, nel *“veto all'adozione di delibere, atti od operazioni dell'assemblea o degli organi di amministrazione”*, ovvero nell' *“opposizione all'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in un'impresa”*);
- specifica i criteri da seguire per *«valutare la minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale»*, la cui sussistenza è presupposto necessario per la

spendita dei poteri (commi 2, 3 e 3-bis); con riferimento all'ipotesi, qui rilevante, di imposizione di prescrizioni;

- impone espressamente, tra l'altro, il «rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza»;

- reca una puntuale ed articolata disciplina procedimentale (commi 4 e 5).

In definitiva, le limitazioni dalla normativa nazionale poste – per effetto dell'esercizio del potere *de quo* – alla libera circolazione dei capitali, in quanto fondate su presupposti, modalità e criteri oggettivi, circostanziati e specifici, non si pongono in contrasto con il diritto europeo, a condizione che la relativa giustificazione (quindi, l'enucleazione dei presupposti e delle ragioni a fondamento dell'esercizio di un potere, le cui ricadute abbiano valenza effettivamente e concretamente limitante) adeguatamente dia conto dell'osservanza delle coordinate di legittimità eurounitarie.

11.5 Proprio con riferimento alla latitudine espansiva dell'apprezzamento discrezionale insito nell'esercizio del potere in argomento, rammenta il Collegio come questa Sezione abbia già avuto modo di chiarire che l'esercizio dei poteri speciali *ex* D.L. n. 21/2012, ponendo delle limitazioni ai principi comunitari della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali, deve trovare la sua giustificazione nel perseguimento del fine legislativo di consentire l'intervento statale qualora l'operazione societaria possa compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale, avuto riguardo all'incidenza su beni considerati di rilevanza strategica; per tale motivo, dovendosi escludere che l'esercizio dei poteri possa riguardare operazioni diverse da quelle previste dalla legge, ovvero *asset* non individuati tra quelli “strategici” (cfr. T.A.R. Lazio, Sez. I, 24 luglio 2020, n. 8742).

Ferma restando la necessità di una rigorosa istruttoria ai fini della verifica della presenza di interessi strategici e di operazioni riconducibili a quelle individuate dalla legge, la successiva decisione dello Stato di esercitare, o meno, i poteri speciali, attraverso l'imposizione di “prescrizioni” o “condizioni”, ovvero opponendosi all'operazione, si connota per una amplissima discrezionalità, in ragione della natura degli interessi tutelati, attinenti alla sicurezza nazionale.

In tal senso, le valutazioni sottese alla decisione di procedere al concreto esercizio dei poteri speciali costituiscono scelte di alta amministrazione, come tali sindacabili dal giudice

amministrativo nei ristretti limiti della sussistenza di una manifesta illogicità delle decisioni assunte, ovvero della inesistenza e/o incongruità della motivazione, o, ancora, dell'errato o travisato apprezzamento di risultanze fattuali.

Secondo quanto indicato nella sentenza della Sezione IV del Consiglio di Stato, n. 289 del 9 gennaio 2023, *“il potere di golden power ... rappresenta il limes provvedimentoale posto dalla legge a garanzia ultima dell'interesse nazionale nelle specifiche macro-aree economiche prese in considerazione; come tale, e proprio in quanto dettato a tutela di interessi fondamentali (“strategici”) della collettività nazionale come discrezionalmente apprezzati dal Consiglio dei Ministri, esige un fondamento normativo altrettanto ampio, elastico, flessibile ed inclusivo, che consenta di apprestare la massima e più efficace tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti: in tale specifica ottica, esula qualunque addebito di indeterminatezza e genericità”*.

Nel soggiungere come l'esercizio di tale potere si ponga *“al di fuori della materia lato sensu penale (che impone, come noto, la necessità di una particolare tassatività nell'enucleazione della fattispecie normativa), esulando dalla normativa sul golden power qualsivoglia finalità afflittiva”*, è stato ulteriormente osservato come non ricorra *“l'imposizione di una prestazione patrimoniale ex art. 23 Cost. ..., ma la mera previsione legislativa di un presidio di verifica della compatibilità dell'iniziativa economica privata con l'utilità sociale (art. 41 Cost.), espressione ampia in cui certo rientra l'interesse nazionale in ordine a “beni e rapporti strategici” come individuati dalla legge”*.

Giusta quanto nella medesima pronunzia condivisibilmente sostenuto, è la stessa normativa primaria a stabilire che:

- *“per determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico ... è possibile prendere in considerazione”* il fatto che *“l'acquirente sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, compresi organismi statali o forze armate, di un Paese non appartenente all'Unione europea”* (cfr. D.L. n. 21 del 2012, art. 2, comma 6);
- *“il Governo considera, avuto riguardo alla natura dell'operazione ... l'esistenza, tenuto conto anche delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto”, nonché “l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione ... a garantire ... la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti”* (cfr. D.L. n. 21 del 2012, art. 2, comma 7).

Nel rammentare come, ai sensi dell'art. 2, comma 2-bis, del D.L. 21/2012 sia prevista la notifica per *“qualsiasi delibera, atto o operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione*, va rilevato come la disciplina in rassegna – diversamente, rispetto a quanto prospettato dalla parte ricorrente – non involga esclusivamente un *foreign direct investment screening*; piuttosto rivolgendosi (come da questa Sezione recentemente rilevato: cfr. sentenza n. 10275 del 22 maggio 2024) al monitoraggio, in ottica preventiva, di ogni operazione in grado di incidere sugli attivi individuati come strategici, senza incentrarsi sullo strumento giuridico concretamente utilizzato (piena proprietà o diritto reale di godimento o di garanzia), ma avendo di mira l'effetto concreto della stessa in termini di potenziale incidenza sul contratto della società e dei suoi *asset*.

11.6 È evidente come, in difetto della concreta delineazione di criteri e limiti nell'esercizio del potere, quali:

- la compiuta emersione dell'interesse primario dello Stato che l'esercizio del potere intende tutelare, ovvero le conseguenze sulla integrità e/o preservazione dello stesso che si intenda scongiurare;
- l'adeguatezza e completezza dei prodromici accertamenti istruttori, il cui inevitabile corollario è la piena garanzia dell'apporto, in fase endoprocedimentale, di tutte le parti interessate;
- la coerenza dello strumento concretamente adottato – prescrizioni, piuttosto che inibizione *tout court* – rispetto alla dichiarata finalità che l'Autorità decidente intende perseguire;
- la declinazione dell'esercizio del potere – e, con esso, delle misure adottate, ove sostanziatesi nella somministrazione di prescrizioni a vario titolo limitative – in un'ottica di rigoroso e dimostrato rispetto del principio di proporzionalità, suscettibile di dare emersione alla congruità delle misure stesse rispetto all'obiettivo perseguito;

l'esercizio del golden power è, con ogni evidenza, suscettibile di tradursi nella surrettizia configurazione di un potere “dirigistico”, ovvero di “regolazione” del mercato, la cui rilevanza decettiva rispetto al pieno dispiegarsi delle libertà eurounitariamente riconosciute

e tutelate può assumere accentuata rilevanza segnatamente nell'ambito – che qui interessa – delle operazioni aventi rilevanza economico-finanziaria.

11.6.1 La difesa erariale, in argomento, dà atto (pag. 12 della memoria) che, se è vero che “*i poteri speciali non possono essere esercitati per motivi economici, ... è pacifico che oggetto di valutazione nell'ambito della sicurezza nazionale siano anche i criteri di carattere economico, finanziario ed industriale. Se così non fosse, lo strumento del golden power verrebbe sostanzialmente svuotato di contenuto divenendo un rimedio inefficace per tutelare gli attivi strategici nazionali*”.

Sul punto, non può omettere il Collegio di rammentare come la Seconda Sezione della Corte di Giustizia, con sentenza del 13 luglio 2023 (Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. contro Innovációs és Technológiai Miniszter) abbia puntualizzato che:

- “*secondo una costante giurisprudenza, 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 (sentenza del 27 febbraio 2019, Associação Peço a Palavra ea., C563/17, EU:C:2019:144, punto 70 e giurisprudenza citata)*”;
- “*motivi di ordine economico che perseguano 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 (v., in tal senso, sentenze del 22 ottobre 2013, Essent e a., da C105/12 a C107/12, EU:C:2013:677, punto 53, e del 27 febbraio 2019, Associação Peço a Palavra e a., C563/17, EU:C:2019:144, punto 72 e giurisprudenza citata)*”;
- “*se è pur vero che gli Stati membri restano sostanzialmente liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali, le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza, resta il fatto che tali motivi, nel contesto dell'Unione, e in particolare in quanto autorizzano una deroga a una libertà fondamentale garantita dal Trattato FUE, devono essere intesi in senso restrittivo, di modo che la loro portata non può essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il controllo delle istituzioni dell'Unione. L'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possono essere quindi invocati solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività. Tali motivi non possono essere inoltre distolti dalla loro propria funzione per essere utilizzati, in realtà, a fini puramente economici (v., in tal senso, sentenza del 14 marzo 2000, Église de scientologie, C54/99, EU:C:2000:124, punto 17 e giurisprudenza citata)*”.

Ferma restando la competenza della Commissione al fine della valutazione in ordine alla compatibilità o meno con il mercato comune delle operazioni di concentrazione, l'art. 21, comma 4, del Regolamento (CE) del Consiglio 20 gennaio 2004 n. 139, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese (c.d. *“Regolamento comunitario sulle concentrazioni”*), rimette agli Stati membri l'adozione degli *“opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal presente regolamento e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario. Sono considerati interessi legittimi ... la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione, le norme prudenziali”*.

11.6.2 A fini di necessaria completezza dell'indagine, e con specifico riferimento alla disamina in ordine alla compatibilità dell'Operazione lanciata da **UniCredit** con la normativa eurounitaria in materia di concentrazioni, è opportuno rammentare che la Commissione europea ha approvato in data 19 giugno 2025, a norma del suindicato Regolamento UE sulle concentrazioni, il progetto di acquisizione di Banco BPM da parte di **UniCredit**.

L'approvazione da parte della Commissione è stata subordinata al pieno rispetto degli impegni offerti da **UniCredit** per rispondere alle preoccupazioni della Commissione stessa, relative al livello di concorrenza nel settore bancario italiano.

Nell'indagine, la Commissione ha riscontrato che:

- a livello locale, l'operazione proposta solleverebbe problemi di concorrenza nei mercati dei depositi e dei prestiti, sia per quanto riguarda i servizi bancari destinati ai consumatori al dettaglio che per quelli destinati alle PMI; in proposito, paventandosi che, in considerazione della consistente sovrapposizione orizzontale tra le attività delle società e delle sue succursali in 181 aree locali, le società avrebbero potuto acquisire un potere di mercato eccessivo, con un conseguente aumento dei prezzi e una riduzione della concorrenza in tali zone;
- a livello regionale, l'operazione proposta non solleverebbe invece problemi di concorrenza per i servizi bancari destinati a clienti di imprese di grandi dimensioni, in quanto diversi altri concorrenti consolidati rimarrebbero attivi sul mercato dopo l'operazione;

- inoltre, l'operazione non suscita preoccupazioni in merito ai possibili rischi di coordinamento nel mercato bancario italiano, a causa: i) della natura frammentata e competitiva del mercato; ii) della scarsa trasparenza nella determinazione dei prezzi al consumo; e iii) di un monitoraggio limitato da parte dei concorrenti del rispettivo comportamento di mercato a livello sia regionale che provinciale.

Per rispondere alle preoccupazioni della Commissione in materia di concorrenza, **UniCredit** si è impegnata a cedere 209 succursali fisiche situate in aree geografiche di tutta l'Italia, in cui vi sia una sovrapposizione problematica.

Tali impegni sono stati ritenuti pienamente rispondenti alle preoccupazioni in materia di concorrenza individuate dalla Commissione, eliminando la sovrapposizione orizzontale tra le attività delle imprese in tali settori e salvaguardando la concorrenza.

A seguito dei riscontri positivi ricevuti durante il test di mercato, la Commissione ha quindi concluso che l'operazione, così come modificata dagli impegni, non solleverebbe più problemi di concorrenza sui mercati dei depositi e dei prestiti, sia per i servizi bancari destinati ai consumatori al dettaglio che per quelli destinati alle PMI, atteso che, a seguito della cessione, le quote di mercato combinate dell'entità risultante dalla concentrazione nelle aree locali interessate saranno moderate.

12. Fermo quanto in precedenza osservato – e dato quindi atto che l'OPS in rassegna è stata ritenuta non evidenziare profili di incompatibilità con la disciplina comunitaria anticoncorrenziale in tema di concentrazioni – va escluso che l'esercizio dei poteri speciali sussumibili nella fattispecie del golden power sia suscettibile di interpretazione, in ambito non solo nazionale, ma anche eurounitario, quale “disposizione di chiusura”: in quanto tale suscettibile di implementare già “ordinariamente” disciplinati ambiti decisionali relativi all'esercizio di prerogative pubbliche incidenti sull'altrimenti libero esplicarsi delle dinamiche di mercato.

12.1 L'obiettivo precipuo della disciplina del golden power – laddove, come nella fattispecie in esame, vengano in considerazione operazioni di carattere economico-finanziario – è quello di tutelare gli interessi nazionali strategici (in definitiva: la stabilità dell'ordine pubblico economico nazionale, nonché gli interessi dei cittadini e, quanto al

presente giudizio, primariamente dei risparmiatori), rispetto ad investimenti ed altre operazioni finanziarie potenzialmente suscettibili di pregiudicarli.

Se i profili di rilevanza sopra indicati formano oggetto, nel nostro ordinamento, di una disciplina regolatoria, in ordine alla quale è già prevista l'attribuzione di particolari poteri ad Autorità indipendenti responsabili, l'ipotesi che – ulteriormente rispetto alle previsioni che incontrano nella disciplina nazionale e/o eurounitaria specifica contemplazione – possa comunque intervenire, alla stregua di una vera e propria “clausola di salvaguardia”, l'esercizio del golden power, integra un'opzione ermeneutica inaccettabile:

- non soltanto, in relazione all'indefettibile immanenza del presupposto (tutela della sicurezza nazionale e/o dell'ordine pubblico) direttamente prodromico all'esercizio del potere in discussione;
- ma, anche, avuto riguardo alla alterità del golden power rispetto ai poteri ordinariamente preordinati, in tutela pro-competitiva, alla sorveglianza sui fenomeni di concentrazione fra imprese: i quali non postulano, fuori da finalità di riconduzione delle dinamiche di mercato a logiche che non ne alterino l'ordinato svolgimento, finalità di salvaguardia di primari interessi nazionali con riferimento ad individuati settori strategici.

12.2 In altri termini, il carattere di incontroversa “specialità” che connota l'esercizio del golden power ne preclude l'espansione ad ambiti o soglie che non incontrino necessaria giustificazione nella volontà di salvaguardia del supremo interesse nazionale rappresentato dalla tutela della sicurezza e/o dell'ordine pubblico: per l'effetto, dovendosi escluderne l'esportabilità all'interno di una volontà “regolatoria” del mercato e nel quadro di interventi incidenti sulla libertà negoziali, non presidiati:

- dalla dimostrata configurazione di un pregiudizio, quale sopra indicato;
- dal carattere di proporzionalità ed adeguatezza, che le misure “eccezionali”, espressione del potere *de quo*, devono sempre dimostrare, con riferimento all'interesse che si sia inteso preservare.

Deve, quindi, formare oggetto di attenta – e prudente – interpretazione la saldatura, sul piano ricostruttivo, tra esercizio del controllo e tutela degli interessi nazionali, di cui, invero, già costituisce espressione, nel diritto unionale, il Regolamento Europeo sugli investimenti esteri diretti (Reg. 452/2019): nel quale, ad esempio, si evidenzia che è fatto

salvo “il diritto degli Stati membri di derogare alla libera circolazione dei capitali previsto all'articolo 65, paragrafo 1, lettera b), TFUE. Numerosi Stati membri hanno adottato misure in base alle quali possono imporre restrizioni a detta circolazione per motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza. Tali misure rispecchiano gli obiettivi e le preoccupazioni degli Stati membri in relazione agli investimenti esteri diretti e potrebbero tradursi in una serie di meccanismi che variano per ambito di applicazione e procedure. Gli Stati membri che desiderano adottare tali meccanismi in futuro potrebbero tenere conto del funzionamento, delle esperienze e delle migliori prassi dei meccanismi già esistenti” (Considerando n. 4).

Se “un investimento estero diretto costituisce una concentrazione che rientra nell'ambito di applicazione del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, il presente regolamento dovrebbe essere applicato facendo salva l'applicazione dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004. Il presente regolamento e l'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 dovrebbero essere applicati in modo coerente. Qualora gli ambiti di applicazione di tali regolamenti si sovrappongano, i motivi del controllo di cui all'articolo 1 del presente regolamento e il concetto di interessi legittimi ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, terzo comma, del regolamento (CE) n. 139/2004 dovrebbero essere interpretati in maniera uniforme, fatta salva la valutazione della compatibilità dei provvedimenti nazionali intesi a tutelare tali interessi con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'Unione” (cfr. Considerando n. 36): sarebbe a dire, il potere riconosciuto agli Stati membri di adottare gli “opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi (...) compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario”.

Il *caveat* intrinseco alle disposizioni ora riportate, persuade il Collegio della preclusa riconducibilità della disciplina in materia di golden power ai poteri previsti nella regolamentazione eurounitaria in ottica “derogatoria” rispetto al principio di libera circolazione e stabilimento dei capitali, laddove l'esercizio dei poteri speciali – lungi dal porsi quale estremo ambito espansivo del potere di intervento pubblico – non si dimostri presidiato dalla presenza di dimostrate ragioni di salvaguardia della sicurezza e dell'ordine pubblico nazionali.

12.3 Deve, conseguentemente, escludersi che la sostanza dispositiva del golden power possa rinvenirsi nella operatività di un meccanismo di tutela, per lo Stato membro, suscettibile di tradursi nella adottabilità di provvedimenti (sui fenomeni concentrativi) ulteriori e/o diversi rispetto a quelli del potere antitrust: tale potenzialità determinativa, si

ribadisce, potendo incontrare legittima espansione soltanto laddove, con congruo apparato motivazionale, venga dimostrata la presenza di tre presupposti (uno dei quali a connotazione negativa), rappresentati:

- dalla presenza di una minaccia per un interesse primario dello Stato, quale la tutela della sicurezza nazionale;
- dall'assenza di altri strumenti (verrebbe da dire, parametrandone la configurazione ordinamentale rispetto al golden power, "ordinari") suscettibili di condurre al raggiungimento della medesima finalità;
- dalla dimostrata adeguatezza e proporzionalità dell'intervento, rispetto non soltanto alla situazione fattuale sulla quale si sia inteso incidere, ma anche agli obiettivi il cui perseguimento integri il fondamento dell'esercizio del potere stesso.

Se è vero che (come sostenuto da Cons. Stato, 9 gennaio 2023, n. 289), *"il potere di golden power ... rappresenta il limes provvedimentale posto dalla legge a garanzia ultima dell'interesse nazionale nelle specifiche macro-aree economiche prese in considerazione"*, di tal guisa che, *"in quanto dettato a tutela di interessi fondamentali ("strategici") della collettività nazionale come discrezionalmente apprezzati dal Consiglio dei Ministri, esige un fondamento normativo altrettanto ampio, elastico, flessibile ed inclusivo, che consenta di apprestare la massima e più efficace tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti"*, deve allora ribadirsi come, fuori dalla perimetrazione legittimante l'esercizio del potere (presupposti, finalità, modalità di esercizio) quest'ultimo non possa trovare attuazione nell'assetto ordinamentale nazionale ed eurounitario.

13. Quanto sopra posto, esclude in primo luogo il Collegio che, con riferimento alla vicenda avviata dal lancio, da parte di **UniCredit**, di un'Offerta Pubblica di Scambio (OPS) avente ad oggetto la totalità delle azioni di BBPM, *in nuce* difettino i presupposti a fondamento dell'esercizio del golden power.

Viene infatti in considerazione un'operazione finanziaria avente dimensione di incontrovertibile rilevanza, suscettibile di condurre alla concentrazione di due operatori aventi primaria collocazione nazionale ed internazionale, il cui valore economico integra un importo di assoluto rilievo.

Se tali considerazioni, *ex se* riguardate, non assurgono (evidentemente) a fondamento giustificativo dell'esercizio del potere speciale in discussione, va rilevato come l'Autorità di

Governo abbia preso in considerazione la connotazione assunta dalla presenza di Banco BPM sul mercato, per come caratterizzata dai seguenti attivi di rilevanza strategica detenuti dal Gruppo:

- risparmio nazionale raccolto da Banco BBPM, quantificabile in circa 100 miliardi di euro;
- impieghi bancari erogati mediante la suddetta raccolta e destinati alla clientela italiana, per un importo pari a circa 98,4 miliardi di euro;
- partecipazione di controllo in Anima Holding S.p.A. (la quale, direttamente e/o tramite i fondi di investimento gestiti, raccoglie circa 200 miliardi di euro di risparmio nazionale).

È, inoltre, emerso nell'istruttoria che Banco BPM ed **UniCredit** praticano un diverso rapporto tra depositi ed impieghi in Italia, atteso che mentre il primo applica un rapporto pari a 0,98 (il 98,2% dei depositi raccolti in Italia è reinvestito sotto forma di impieghi), **Unicredit** applica un rapporto pari a 0,786; con la conseguenza che, nel caso in cui, ad operazione conclusa, **UniCredit** decida di applicare ai depositi di BBPM il rapporto da essa utilizzato, potrebbe venire a verificarsi una contrazione dell'ammontare del credito offerto in Italia per circa 18 miliardi di euro, con ricadute negative sul bacino di clientela di BBPM (famiglie e PMI).

Se è ben vero che le potenzialità negative assunte dalla proiezione degli effetti della concentrazione sulla perdurante consistenza del livello di credito erogabile in favore di famiglie e PMI (per come in atto assicurato da BBPM) non hanno incontrato elementi di smentita dai dati relativi alle politiche di raccolta ed impiego, atteso che la ricorrente ha rappresentato di non aver *“predisposto un piano industriale combinato, che sarà predisposto una volta che sarà anche nota la percentuale di accettazione dell'offerta da parte degli azionisti e, soprattutto, una volta che **UniCredit** avrà avuto accesso a tutti i dati della target”* e che *“ad oggi non è stato ancora predisposto un piano combinato per l'entità risultante dall'aggregazione tra **UniCredit** e BBPM in quanto, considerata la tipologia di operazione (i.e. offerta pubblica di scambio), **UniCredit** non ha finora potuto accedere a tutte le informazioni e ai dati, che non siano già ricavabili da fonti pubbliche, di BBPM e, pertanto, non ha svolto alcuna puntuale due diligence”*, va peraltro osservato come **UniCredit** abbia assunto impegni sul mantenimento dei volumi attuali di erogazione alle PMI e del livello del portafoglio attuale di *project finance* di BBPM nelle regioni di

riferimento di quest'ultima, peraltro condizionati ad una serie di circostanze definite “*Punti di Attenzione e di Impatto*”.

In disparte le considerazioni a proposito della dismissione delle attività tuttora attive nella Federazione Russa (rispetto alla quale, si riserva il Collegio di esprimere *infra, sub* 14.4, il proprio convincimento in ordine alla legittimità di quanto, sul punto, indicato nella gravata determinazione governativa), deve rilevarsi come non sia dato accedere ad una prospettazione, quale quella dalla ricorrente esposta, relativa alla non sovrapponibilità dei concetti di “sicurezza pubblica” e “sicurezza nazionale” (suscettibili di inalveare il golden power) rispetto al concetto di “sicurezza economica”, all'interno del quale – unicamente – verrebbero a collocarsi le evenienze che hanno indotto all'adozione del provvedimento impugnato.

Invero, sia dalla normativa nazionale, sia da quella europea, emerge chiaramente la sussumibilità della *species* integrata dalla “sicurezza economica”, all'interno del più ampio *genus* della “sicurezza pubblica” e della “sicurezza nazionale”.

Ciò si evince, in particolare:

- sia dalla normativa nazionale che introduce tra i parametri di valutazione di una operazione, anche le modalità di finanziamento, la capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, nonché la possibilità di garantire la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti ed il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti;
- sia dall'evoluzione del quadro normativo europeo che, prevedendo l'estensione dei poteri speciali a settori quali ad esempio la robotica, i semiconduttori ed appunto l'infrastruttura finanziaria, impone la necessità di effettuare anche verifiche di carattere economico/finanziario per poter valutare gli impatti di una operazione sugli attivi strategici coinvolti.

Se, quindi, deve convenirsi sulla non esercitabilità dei poteri speciali a fronte di ragioni “meramente” economiche, non è specularmente preclusa la configurabilità dell'ipotesi inversa (ovvero, di un intervento statale che, a presidio della sicurezza pubblica e nazionale, altrimenti suscettibili di essere compromesse, abbia ad oggetto operazioni, quali quella in esame, aventi connotazione economico-finanziaria).

Deve, quindi, ritenersi consentita all'Autorità di Governo la conduzione di valutazioni aventi ad oggetto *asset* con contenuto dimostratamente strategico, nel novero delle quali non possono evidentemente non ricomprendersi operazioni direttamente coinvolgenti la tutela del risparmio nazionale (e, con esso, la erogazione del credito verso settori e/o bacini di utenza ritenuti, con apprezzamento invero indenne da mende, affatto rilevanti, come le Piccole e Medie Imprese e le Famiglie).

Tale assunto trova conforto nella già citata giurisprudenza del Giudice d'appello (si confronti la citata sentenza n. 289 del 2023), laddove si evidenzia che la qualificazione di strategicità ai fini dell'esercizio dei poteri speciali *“rappresenta la risultante di una ponderazione altamente discrezionale (se non apertamente politica), sì che ben può essere qualificata “strategica” e capace di determinare “una situazione eccezionale” non altrimenti fronteggiabile un’operazione che pure, di per sé, non presenti profili intrinseci macroscopicamente straordinari: altrimenti detto, una stessa operazione può essere strategica o meno in funzione anche (se non soprattutto) dei soggetti coinvolti, non solo dei caratteri dell’asset e della società target”*.

Se la valutazione in ordine alla “strategicità” dell'operazione, quale presupposto per l'attivazione dei poteri speciali ex D.L. 21/2012 ed in quanto connotata da un apprezzamento di carattere latamente “politico”, fuoriesce dal perimetro cognitivo rimesso all'adito organo di giustizia amministrativa nella presente sede di legittimità, l'ambito espansivo del sindacato giurisdizionale deve arrestarsi alla disamina:

- della corretta apprensione cognitiva delle presupposte circostanze fattuali;
- dell'assenza di manifeste incongruità logico-argomentative, segnatamente riguardate *sub specie* della consequenzialità delle misure adottate, rispetto ai presupposti giustificanti l'esercizio del golden power;
- della conseguente (derivata) adeguatezza motivazionale dell'atto (intesa nel senso della esplicitazione della inevitabilità del ricorso allo strumento di intervento in discussione, rispetto ad una situazione suscettibile di compromettere interessi di primaria rilevanza nazionale).

I divisati profili di cognizione rimessa al giudice amministrativo consentono di escludere che, *ex se* riguardato, il censurato intervento riveli profili di preclusa esperibilità; ferma restando, tuttavia, la necessità di espansione del sindacato alle singole misure, atteso che:

- se pure il golden power si è dimostrato, in ragione della connotazione dell'operazione finanziaria promossa da **UniCredit**, senz'altro attuabile,
- la complessiva legittimità dell'intervento governativo non può non transitare attraverso la verifica di sussistenza dei suindicati parametri di legittimità con riferimento alle prescrizioni concretamente adottate.

14. Escluso, dunque, che il potere nella fattispecie esercitato non trovi, nella normativa di riferimento e con riguardo al settore di intervento dal medesimo inciso, legittimo fondamento, vengono allora in considerazione le diverse prescrizioni indicate nella determinazione governativa oggetto di censura, integrate

- dal rapporto impieghi/depositi;
- dal livello del portafoglio di *project finance*;
- dalle prospettive rispetto alla partecipazione detenuta da Banco BPM in Anima;
- e, da ultimo, dal mantenimento delle attività finanziarie nella Federazione Russa.

14.1 Rapporto impieghi/depositi.

14.1.1 Secondo quanto sostenuto dall'Avvocatura (pag. 8 della memoria), *"Banco BPM ed **UniCredit** praticano un diverso rapporto tra depositi ed impieghi in Italia"*, in quanto:

- *"BPM applica un rapporto pari a 0,98 (il 98,2% dei depositi raccolti in Italia è reinvestito sotto forma di impieghi)"*, mentre *"**UniCredit** applica un rapporto pari a 0,786"*;
- *"subordinatamente al perfezionamento dell'operazione, qualora **UniCredit** decida di applicare ai depositi di BPM il medesimo rapporto utilizzato da **UniCredit**, il credito offerto in Italia potrebbe ridursi di 18 miliardi di euro con ricadute negative principalmente su famiglie e PMI"*;
- *"la propensione di **UniCredit** ad effettuare impieghi sul territorio nazionale si è ridotta negli ultimi anni. Segnatamente, negli ultimi 4 anni gli impieghi di **UniCredit** destinati all'Italia si sono ridotti del 14% a fronte di un incremento del 5% del credito effettuato all'estero"*.

Nel provvedimento impugnato, si dà atto che con nota del 7 aprile 2025, **UniCredit** ha volontariamente assunto gli impegni *"di mantenere i volumi attuali di erogazione alle PMI nelle Regioni di riferimento di BPM"* e di *"mantenere il livello del portafoglio attuale di project finance di BPM nelle Regioni di riferimento di BPM"*.

Nondimeno, in ragione dell'esigenza, *"nell'ottica dell'attivo coinvolto, strategico per la sicurezza nazionale"*, di:

- “garantire la complessiva stabilità degli impieghi di gruppo evitando possibili compensazioni tra le politiche di credito delle due banche”;
- “introdurre il rapporto impieghi/depositi in luogo dell’obbligo di mantenere i volumi attuali di erogazione così da prevedere un parametro elastico che consenta al gruppo di adempiere alla prescrizione tenendo conto delle oscillazioni della raccolta”;

è stato nel provvedimento impugnato imposto “di non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM S.p.A. e da **UniCredit** S.p.A. in Italia con l’obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali”.

Se, come argomentato dalla difesa erariale (pagg. 14-15 della memoria), l’estensione del mantenimento del rapporto impieghi/depositi “non mira né a determinare una indebita intromissione sulle autonome scelte industriali di **UniCredit** né, tantomeno, a imporre ad **UniCredit** di eguagliare il rapporto depositi/impieghi di Banco BPM”, diversamente “la previsione dell’obbligo di mantenere un determinato rapporto impieghi/depositi concerne in via principale Banco BPM e la circostanza che sia menzionata anche **UniCredit** sta a significare che, fermo ovviamente il divieto di pratiche elusive, in caso di integrazione o fusione tra i due istituti di credito, la prescrizione potrà essere assolta tenendo conto della media ponderata tra i depositi e gli impieghi di **UniCredit** e BBPM, nel rispetto del generico obiettivo di proseguire nella linea di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali già perseguita da BBPM”.

Quanto sopra trova conferma anche nella nota del Ministero dell’Economia e delle Finanze del 29 maggio 2025 (gravata dalla ricorrente con motivi aggiunti), laddove:

- si evidenzia che “in relazione alla prescrizione prevista all’articolo 1, lettera a) ... la previsione dell’obbligo di mantenere un determinato rapporto depositi/impieghi concerne in via principale Banco BPM e la circostanza che sia menzionata anche **Unicredit** sta a significare che, fermo ovviamente il divieto di pratiche elusive, in caso di integrazione o fusione tra i due istituti di credito, la prescrizione potrà essere assolta tenendo conto della media ponderata tra i depositi e gli impieghi di **UniCredit** e BBPM, nel rispetto del complessivo obiettivo di proseguire nella linea di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali già perseguita da BBPM”.
- e si precisa, ulteriormente, che “i casi di “significativa e imprevista crescita dei depositi” e di “dinamiche rapide ed inaspettate” richiamati da **UniCredit**, oltre che le altre circostanze definite come “Punti di Attenzione e di Impatto” ..., ove occorrano nell’arco dei cinque anni in cui sarà efficace la

prescrizione de qua e siano adeguatamente comprovate, sarebbero suscettibili di essere valutate alla stregua di circostanze di natura oggettiva, che determinino, per il periodo in cui dispieghino i propri effetti, l'oggettiva impossibilità per la Società di adempiere alla prescrizione stessa. Codesta Società, in conformità con l'art. 1, c. 1, lett. e), dovrà pertanto comunicare il loro verificarsi a questa Amministrazione per assicurare l'adempimento dei propri obblighi ed escludere i profili sanzionatori di cui all'art. 2 del decreto-legge 15 marzo 2012 n. 21 alla stregua dei parametri interpretativi sopra evidenziati”.

14.1.2 Il mantenimento dell'attuale rapporto impieghi/depositi, sia con riferimento ad **UniCredit**, che con riguardo a BBPM, non rivela profili di fondata censurabilità, atteso che:

- se la preservazione dei volumi di credito in atto riservati da BBPM a Famiglie e PMI integra, nell'ottica di conservazione dei livelli di alimentazione delle attività e/o esigenze a questi ultimi riferibili, una misura senz'altro coerente con gli obiettivi di politica economico/finanziaria, aventi dirette ricadute sul funzionamento del sistema creditizio, rientranti nelle prerogative esercitabili dal Governo,

- altrettanto può essere fondatamente predicato a proposito dell'Offerente, in presenza di un preminente interesse nazionale al mantenimento (almeno) degli attuali volumi di credito erogato, segnatamente ove direzionati verso ambiti di utenza denotati da particolare sensibilità sistemica.

Ciò soprattutto ove, per effetto della operazione in rassegna, tale livello possa rivelarsi suscettibile di potenziale ridimensionamento, con evidenti ricadute non soltanto sul sistema produttivo (all'interno del quale, è fin superfluo rammentare il ruolo, non certo secondario, svolto dalle Piccole e Medie Imprese), ma anche sulle esigenze delle Famiglie.

Non può, peraltro, sottacersi che il soddisfacimento della prescrizione mediante valorizzazione della “media ponderata” fra depositi ed impieghi di Banco BPM e di **UniCredit**, è suscettibile di introdurre elementi modificativi nella strategia aziendale di **UniCredit** (sostanzianti nell'imposto innalzamento dei volumi di credito offerti da quest'ultima a PMI e Famiglie): i quali – segnatamente, ove connotati da protratta vigenza temporale – non trovano ragionevoli elementi giustificativi nell'esigenza di tutela della “sicurezza nazionale”, riguardata *sub specie* del mantenimento degli (attuali) assetti e livelli di erogazione del credito, non soltanto sotto il profilo volumetrico, ma anche con riferimento

alla direzionalità dello stesso (verso Famiglie e PMI, secondo la linea in atto *principaliter* perseguita da Banco BPM, piuttosto che verso l'estero, come indicato a proposito di **UniCredit**).

Se infatti le esigenze di tutela di cui sopra possono trovare comprensibili strumenti attuativi mediante la previsione di prescrizioni suscettibili, ancorché a valle dell'operazione in discorso, di mantenere l'attuale livello (e platea) di impiego di Banco BPM con riferimento ai valori in atto riscontrabili, il ricorso alla "media ponderata", al fine di preservare gli attuali livelli di erogazione del credito (*rectius*: l'attuale rapporto impieghi/depositi) da parte di **Unicredit** e di BBPM (unitamente considerate) finirebbe per determinare una pratica rimodulazione della politica aziendale della prima (con gli effetti sopra indicati), ove esso venga inteso come una modalità "imposta" (meglio: univocamente e/o obbligatoriamente imposta) per il conseguimento del suindicato obiettivo.

Osserva peraltro il Collegio che, come del resto precisato dalla difesa erariale, dalla stessa comunicazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze impugnata dalla ricorrente con motivi aggiunti, si evince che **Unicredit** non viene obbligata *"ad applicare la media ponderata del rapporto depositi/impieghi delle due banche in caso di perfezionamento della fusione. Infatti, è stato semplicemente chiarito che il criterio della media ponderata è uno di quelli di cui la ricorrente potrà tenere conto ai fini dell'adempimento della prescrizione ("fermo ovviamente il divieto di pratiche elusive, in caso di integrazione o fusione tra i due istituti di credito, la prescrizione potrà essere assolta tenendo conto della media ponderata tra i depositi e gli impieghi di **UniCredit** e BPM, nel rispetto del complessivo obiettivo di proseguire nella linea di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali già perseguita da BPM", così a pag. 3 della Comunicazione MEF, cfr. all. n. 1 alla memoria del 30 maggio 2025); tale precisazione è stata pertanto fornita in riscontro alla richiesta della ricorrente, al fine di fugare incertezze interpretative rispetto all'indirizzo che sarà adottato dall'Amministrazione vigilante"*.

Nell'apprezzare l'escluso carattere obbligatorio assunto, per espressa indicazione della stessa Autorità ministeriale, dal ricorso alla media ponderata impieghi/depositi tra **UniCredit** e BBPM, deve – nel quadro di tale precisazione – darsi atto della legittimità della prescrizione in rassegna.

14.1.3 Nel merito del rapporto impieghi/depositi, **Unicredit** ha sottolineato che *“con riferimento agli impieghi, chiariamo innanzitutto che tra gli obiettivi dell’Operazione vi è certamente quello di continuare a supportare l’economia italiana e il suo tessuto imprenditoriale. Osserviamo però che un impegno avente ad oggetto il ratio tra impieghi e depositi potrebbe risultare poco significativo nel corso del tempo, considerando anche la potenziale volatilità della componente di depositi (denominatore del ratio), che può variare significativamente nel corso del tempo in funzione di variabili macroeconomiche, microeconomiche e di mercato, nonché fiscali e/o legate alla volontà e al profilo di rischio / rendimento dei depositanti e al loro appetito in investimenti in titoli obbligazionari, pubblici oppure in forme di risparmio gestito. Inoltre, utilizzare il rapporto depositi/impieghi per un confronto tra **UniCredit** e BPM – e calibrare un impegno che, come è evidente, vede il focus del suo interesse nella voce “impieghi” – significherebbe travisare il fatto che si tratta di realtà bancarie di dimensione e impronta geografica ben diversa”*; ha, nondimeno, precisato che *“è disponibile a considerare un impegno al mantenimento dei livelli attuali di erogazioni alle PMI nelle regioni di riferimento di BPM, naturalmente sulla base delle condizioni attuali di mercato e assumendo la sostenibilità creditizia del portafoglio di BPM alla data del 25 novembre 2024 (che ad oggi non è conosciuto in dettaglio da **UniCredit**), attuale e prospettica, e sul presupposto che tutti i Punti di Attenzione e di Impatto specificati in premessa abbiano una dinamica stabile, ovviamente tenuto anche conto di eventuali richieste da parte dell’Autorità Antitrust, come sopra specificato, ed a condizione che **UniCredit** sia in grado di esercitare un controllo effettivo su BPM”*.

E che, non secondariamente, *“l’impegno in questione avrà durata per un congruo periodo di tempo, coerente con il Piano Industriale”*.

Si è, pertanto, impegnata ad implementare *“misure idonee a identificare e analizzare i volumi di erogazioni correnti di BPM” e “meccanismi di monitoraggio periodico del livello dei volumi di erogazione future alle PMI”*, delineando, in proposito, un orizzonte semestrale.

Il proponimento di una strategia prospettica è stato, in parte, giustificato dalla ricorrente in ragione del fatto di non aver *“finora potuto accedere a tutte le informazioni e ai dati, che non siano già ricavabili da fonti pubbliche, di BPM e, pertanto, non ha svolto alcuna puntuale due diligence”*.

E, circa lo squilibrio sotteso al rilievo che *“il rapporto depositi/impieghi in Italia è complessivamente inferiore a quello di BPM”*, la ricorrente ha esposto che *“il diverso livello di impieghi, e del rapporto tra impieghi e depositi nelle diverse regioni (e pertanto tra banche), non dipende pertanto dall’assenza di mobilità territoriale dei depositi o da scelte aprioristiche/manageriali, bensì da*

altri fattori, tra i quali rileva soprattutto la presenza territoriale e commerciale di ciascuna banca nelle aree in cui vi è maggiore domanda di impieghi, ad esempio per la presenza di un tessuto imprenditoriale più dinamico o per la maggiore concentrazione di imprese (come avviene nel nord Italia)”.

14.1.4 Ribadito che l'esigenza a fondamento della prescrizione in rassegna si rivela indenne da mende purché la realizzazione del sotteso interesse non venga necessariamente veicolata dall'applicazione di una media ponderata all'attuale rapporto impieghi/depositi riscontrabile, rispettivamente, in capo ad **UniCredit** e BBPM, intende il Collegio precisare come, in tali limiti, la valutazione si ponga all'interno della fondamentale coordinata di legittima espansione dello speciale potere in rassegna, integrata dalla “proporzionalità ed adeguatezza” delle misure estrinsecate dall'intervento statale.

Come già rilevato, nella pronunzia del 2009 la Corte di Giustizia ha espressamente coordinato il legittimo esercizio del potere *de quo* al rispetto del principio di proporzionalità, in modo tale da assicurare che le misure adottate siano idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento.

L'imposizione, vieppiù ove veicolata da una modalità attuativa “univoca” (quale la divisata media ponderale del rapporto impieghi/depositi dei due istituti di credito coinvolti), di un “accrescimento” dei volumi di impiego di una delle Parti verrebbe ad atteggiarsi quale intervento di autoritaria ridelineazione della politica industriale di **UniCredit**, la cui giustificazione non trova riscontro nella (appaesata) esigenza di mantenere i flussi di credito in atto assicurati (anche sotto il profilo direzionale) da Banco BPM.

Nel ribadire il già formulato apprezzamento circa le precisazioni che la pubblica Autorità ha inteso offrire, ritiene il Collegio che – diversamente – non sia indenne da mende il condizionamento, per un arco temporale di estensione quinquennale, del mantenimento del rapporto depositi/impieghi di **UniCredit** (come si è visto, solo opzionalmente veicolabile dall'applicazione della media ponderata, rispetto al più elevato rapporto in atto ravvisabile a proposito di BBPM): il quale non evidenzia, alla luce dell'ampio orizzonte di efficacia di siffatta prescrizione, la presenza:

- dei caratteri di adeguatezza e proporzionalità della misura, in precedenza richiamati,

- di una valutazione estesa al complesso di variabili, suscettibili di determinare nel tempo significative modificazioni delle condizioni di mercato.

Come da **UniCredit** rappresentato in ambito endoprocedimentale (cfr. nota del 3 aprile 2025), *“il credito e la raccolta dei depositi e del risparmio – quelli di **UniCredit** come di BBPM e di ogni altra banca – dipendono fortemente da alcuni fattori (di seguito elencati e definiti come “Punti di Attenzione e di Impatto”) quali il contesto macroeconomico e di sviluppo economico di un determinato Paese, dalla sua politica fiscale, dalla dinamica demografica e dalla capacità di investimento complessiva, anche in innovazione attraverso, ad esempio, centri di ricerca privati, pubblici e università, oltre che, in questo momento storico, dalla capacità di implementare le misure programmate nel PNRR”.*

Elementi condizionanti, in proposito, possono essere costituiti *“(i) da decisioni assunte da Autorità sovranazionali relative ad esempio alla variazione dei tassi di interesse decise da parte della Banca Centrale Europea o a politiche contingenti come la transizione energetica, che ovviamente hanno forti impatti sulle scelte delle imprese italiane; (ii) da decisioni di politica economica e commerciale assunte da Paesi europei e non europei, che hanno effetti rilevanti sul quadro macroeconomico e, a cascata, sulle scelte programmatiche delle imprese; (iii) dalla propensione degli imprenditori e dai loro piani di investimento a medio/lungo termine, che sono fortemente legati al livello di rischio percepito dagli stessi circa le prospettive, le stime e le dinamiche future, che spesso si basa anche sulla loro percezione di una potenziale incertezza politica, economica e fiscale, e che può portare a una riduzione di domanda di credito al sistema bancario; (iv) dalle politiche di sostegno o disincentivazione a certi prodotti o produzioni e al consumo e/o da sussidi alla popolazione (es. reddito di cittadinanza), nonché dalle politiche sul mercato del lavoro, che producono effetti sui consumi e, a cascata, una possibile riduzione della propensione agli investimenti da parte degli imprenditori; (v) dall’attività di vigilanza della Banca Centrale Europea e dell’EBA, che non solo prevedono ratios di capitale ma anche di liquidità ed operativi”.*

Nel rilevare come Uni Credit, conclusivamente sul punto, abbia osservato che *“qualsiasi impegno, soprattutto se riferito ad un ambito così ampio ed invasivo come il “livello impieghi/depositi” e ai “livelli di finanziamento relativi ad operazioni di project financing”, non può che essere assunto rebus sic stantibus, cioè alla luce dell’attuale contesto di mercato e sulla base dell’attuale normativa, anche regolamentare, di riferimento, ma senza che gli impegni stessi possano comportare un impedimento alla tempestiva assunzione da parte dell’istituto delle decisioni più opportune in caso di variazioni dello scenario macroeconomico, tenendo conto anche della coerenza delle stesse con il proprio risk appetite”,* va

osservato come l'Autorità ministeriale, nella nota sopra citata, abbia puntualizzato che “i casi di *“significativa e imprevista crescita dei depositi”* e di *“dinamiche rapide ed inaspettate”* richiamati da **UniCredit**, oltre che le altre circostanze definite come *“Punti di Attenzione e di Impatto”* ... nella ... nota del 3 aprile u.s., ove occorrano nell'arco dei cinque anni in cui sarà efficace la prescrizione de qua e siano adeguatamente comprovate, sarebbero suscettibili di essere valutate alla stregua di circostanze di natura oggettiva, che determinino, per il periodo in cui dispieghino i propri effetti, l'oggettiva impossibilità per la Società di adempiere alla prescrizione stessa. Codesta Società, in conformità con l'art. 1, c. 1, lett. e), dovrà pertanto comunicare il loro verificarsi a questa Amministrazione per assicurare l'adempimento dei propri obblighi ed escludere i profili sanzionatori di cui all'art. 2 del decreto-legge 15 marzo 2012 n. 21 alla stregua dei parametri interpretativi sopra evidenziati”.

14.1.5 Il rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza, che innervano la disciplina delineata dall'art. 1, comma 3 del decreto legge n. 21/2012, induce a ritenere che la valutazione istruttoria che ha condotto alla prescrizione di *“non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impegni/depositi praticato da Banco BPM S.p.a. e **UniCredit** S.p.a. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali”* presenti, esclusivamente con riferimento al profilo temporale (e non, quindi, alla misura in sé applicata, nei limiti delle precisazioni di cui ai precedenti punti 14.1.2, 14.1.3 e 14.1.4) elementi che depongono per l'accoglimento delle censure al riguardo dedotte.

È rilevante quanto la stessa difesa erariale ha riportato in ordine all'istruttoria, vale a dire che *“Banca d'Italia ha confermato che **UniCredit** non ha ancora definito una strategia per Anima ed ha chiarito che **UniCredit**, contrariamente a quanto rappresentato da quest'ultima al Gruppo di Coordinamento, ha formulato proiezioni economico-finanziarie inerenti al piano industriale post-acquisizione (...). Tale circostanza è emersa anche nel corso dell'audizione del 15 maggio citata nel ricorso di **UniCredit**. In particolare, in quella sede, il CFO di **UniCredit** ha precisato che la società potrebbe essere disponibile ad inviare i numeri di piano qualora ciò consenta una revisione della prescrizione sul rapporto depositi/impieghi”* (cfr. pag. 10): il tutto alludendo, con ogni evidenza, ad un contraddittorio potenzialmente inespresso sulla durata della prescrizione in oggetto.

Dunque, tale prescrizione – nel merito della misura – ragionevolmente riflette la posizione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, secondo cui *“la previsione dell'obbligo di mantenere un determinato rapporto depositi/impieghi concerne in via principale Banco BPM e la circostanza che sia*

menzionata anche **Unicredit** sta a significare che, fermo ovviamente il divieto di pratiche elusive, in caso di integrazione o fusione tra i due istituti di credito, la prescrizione potrà essere assolta tenendo conto della media ponderata tra i depositi e gli impieghi di **UniCredit** e BPM, nel rispetto del generico obiettivo di proseguire nella linea di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali già perseguita da BPM” (nota del 29 maggio 2025).

Non parimenti ragionevole è, invece, l’assunto che la fissazione di un termine quinquennale sia proporzionata al fine di “mitigare i rischi per la sicurezza nazionale che potrebbero verificarsi qualora **UniCredit**, a seguito del perfezionamento dell’operazione, decida di applicare immediatamente anche a Banco BPM il più basso rapporto depositi/impieghi praticato in Italia da **UniCredit**” (cfr. pag. 13 della memoria della Presidenza del Consiglio).

Né, da ultimo, può ritenersi assiologico che:

- siccome “il rapporto impieghi/depositi alle due date di inizio e fine anno (31.12.2023 e 31.12.2024) è stato pari a 102,7%/98,2% per BBPM e a 86,3%/85,0% per **UniCredit**”,
- dovrebbe concludersi che “avere un rapporto impieghi/depositi più elevato non pregiudica il mantenimento di una posizione di liquidità ampiamente superiore ai minimi regolamentari” (cfr. pag. 31 della memoria BPM), riguardando la disciplina del golden power un orizzonte più ampio e strutturato.

In definitiva, non è illogico ritenere che la definizione della durata della prescrizione debba *seguire*, piuttosto che *precedere*, il completamento dell’analisi dei dati sulla scorta dei quali sarà elaborato un piano industriale funzionalizzato a garantire la tenuta del rapporto impieghi/depositi, soprattutto alla luce della precisazione del Ministero dell’Economia (“tenendo conto della media ponderata tra i depositi e gli impieghi di **UniCredit** e BPM, nel rispetto del complessivo obiettivo di proseguire nella linea di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali già perseguita da BPM”).

A tale statuizione di parziale accoglimento del ricorso consegue, quale obbligo conformativo, la rinnovazione della valutazione in ordine alla valenza temporale oggetto di contestazione in giudizio, la cui compiuta declinazione – lungi dall’essere affidata, quanto agli ipotizzati interventi modificativi, esclusivamente all’assolvimento del presupposto onere probatorio, posto a carico di **UniCredit** – ben potrà contemplare:

- non soltanto la presenza di prefissate cadenze temporali di osservazione congiunta delle dinamiche di mercato,

- ma anche idonee (ed auspicabilmente virtuose) modalità di interlocuzione fra la pubblica Autorità e la parte ricorrente; le quali, non esclusivamente/necessariamente occasionate dal presupposto del ricorrere *“di circostanze di natura oggettiva, che determinino, per il periodo in cui dispieghino i propri effetti, l’oggettiva impossibilità per la Società di adempiere alla prescrizione stessa”*, possano condurre, in presenza di congiuntamente apprezzati presupposti (*principaliter* appalesati dalle rilevabili dinamiche di mercato e dagli indicatori ordinariamente sottesi all’analisi della domanda di credito e delle connesse potenzialità di rischio; nonché da eventuali decisioni di politica economica e commerciale assunte anche in ambito extraeuropeo, aventi effetti sul quadro macroeconomico e, conseguentemente, sulle scelte programmatiche delle imprese), ad una rimodulazione della prescrizione in rassegna.

14.2 Livello del portafoglio di project finance.

La prescrizione di cui alla lett. b) impone all’Offerente di non ridurre il livello dell’attuale portafoglio di *project finance* di **UniCredit** e BBPM; senza peraltro introdurre, diversamente rispetto all’arco temporale quinquennale di riferimento per il rapporto depositi/impieghi, alcun limite di vigenza.

Va, in proposito, osservato come **UniCredit** abbia – originariamente – proposto l’impegno di mantenere l’attuale portafoglio di *project finance* di BBPM.

Ad esso, l’Autorità governativa ha aggiunto l’obbligo di mantenere l’attuale portafoglio di *project finance* anche a carico di **UniCredit**, senza peraltro ostendere alcun conforto motivazionale a supporto di tale scelta.

Secondo quanto osservato dalla difesa erariale (cfr. memoria depositata il 30 maggio 2025) *“l’esigenza di imporre la Prescrizione livello del portafoglio di project finance discende dalle risultanze emerse in corso di istruttoria (stando a quanto rappresentato da Banco BPM, l’incidenza delle operazioni di finanza di progetto troverebbe un limite strutturale nell’ambito del portafoglio investimenti dei principali operatori finanziari; UniCredit non ha fornito i numeri di piano e non è quindi stato possibile esaminare gli orientamenti della stessa sul tema)”*.

Nel soggiungere che *“il testo della Prescrizione livello del portafoglio di project finance riprende in modo letterale l’impegno autonomamente assunto da **UniCredit**”* (peraltro, va precisato, estendendolo anche alla stessa **UniCredit**), secondo l’Avvocatura dello Stato *“la prescrizione non determina un obbligo sine die in quanto la durata dell’obbligo stesso coincide con il verificarsi di uno dei “Punti di Attenzione e di Impatto” elencati da **UniCredit**”*; soggiungendosi, ulteriormente, che *“alla Società non è ... preclusa la constatazione di “fatti e circostanze che possono sopravvenire nel tempo” che rendano impossibile o non esigibile adempiere all’obbligo di non ridurre il livello del portafoglio di project finance. Ugualmente ciò avverrebbe ove il conformarsi a tale obbligo rendesse per la Società impossibile “attuare una sana e prudente gestione nel tempo”. Resta inteso che, ove ciò accadesse, la Società dovrebbe portare all’attenzione del Ministero dell’Economia e delle Finanze, Amministrazione competente per il monitoraggio, in modo puntuale le concrete circostanze, di fatto e di diritto, in grado di determinare un’oggettiva impossibilità o inesigibilità, da interpretarsi secondo canoni di buona fede ed imputabilità dell’inadempimento, a procedere agli adempimenti funzionali alla prescrizione de qua. Va altresì chiarito che proprio in considerazione delle specificità dell’oggetto non è stato inserito alcun termine di efficacia della prescrizione, nel presupposto che l’emergere di circostanze quali quelle ora indicate possa determinare il venir meno della sua efficacia a prescindere da vincoli temporali precostituiti”*.

Ora, se l’elemento differenziale, rispetto alla prescrizione riguardante il rapporto depositi/impieghi di **UniCredit** e BBPM, è integrato dalla mancanza di una previsione di durata “minima” (senza, peraltro, che nel gravato provvedimento venga in alcun modo spiegato perché l’imposizione di un arco di durata quinquennale, introdotto per la prescrizione precedentemente esaminata, non sia stato anche per quest’ultima replicata; o, specularmente, perché la mancata previsione di una durata “minima” quanto al *project finance* non abbia formato oggetto di sovrapponibile introduzione anche per il mantenimento del rapporto impieghi/depositi), allora viene a replicarsi la presenza delle tipologie inficianti, in ordine alle quali il Collegio si è precedentemente espresso.

Alla luce dell’imposizione (anche) nei confronti di **UniCredit**, peraltro *sine die*, del mantenimento del livello del portafoglio di *project finance*, viene infatti a configurarsi l’esercizio di un diretto intervento statale sulla politica aziendale di **UniCredit**: il quale, lungi dal limitarsi (come sarebbe stato ineccepibilmente possibile) a prefigurare il mantenimento dei livelli di attuale presenza sul mercato di BBPM, ne ha diversamente (e

senz'altro con più estesa latitudine espansiva) “condizionato” la politica creditizia per il settore (*project finance*) ora in esame.

L'illegittimità di tale prescrizione viene, dunque, in considerazione negli stessi limiti (e con gli stessi effetti) dal Collegio enucleati (*sub* 14.1.5) a proposito dell'orizzonte temporale prefissato con riferimento alla prescrizione riguardante il mantenimento del rapporto depositi/impieghi; dovendo, peraltro, soggiungersi che:

- se la mancata prefissione di un arco temporale di vigenza della misura *ex se* integra un profilo di autonoma illegittimità della previsione in rassegna;
- la rimodulazione di quest'ultima dovrà essere assistita dalle medesime “modalità/cautele” relative alle verifiche delle dinamiche di mercato, per come precedentemente indicate.

14.3 Prospettive rispetto alla partecipazione detenuta da Banco BBPM in Anima Holding S.p.A.

Indenne da mende si rivela, invece, la prescrizione con la quale è stato imposto ad **UniCredit** di “*mantenere il peso attuale degli investimenti di Anima in titoli di emittenti italiani*” e di “*supportare lo sviluppo della società*”.

Se la prima delle indicate prescrizioni configura un obbligo riferito ai livelli di esposizione complessiva degli investimenti di Anima Holding S.p.A. e dei fondi da essa gestiti, la seconda si atteggia con attitudine più marcatamente programmatica, in quanto funzionale a promuovere, a carico di **UniCredit**, iniziative indirizzate a sostenere lo sviluppo di Anima.

Il mantenimento del peso degli investimenti in titoli di emittenti italiani e l'obbligo di supportare lo sviluppo della società perseguono, parimenti, l'intento di garantire che il risparmio gestito continui ad essere impiegato a beneficio dell'economia nazionale, senza che quest'ultimo si traduca in alcun tipo di ingerenza nei poteri gestori di **UniCredit**, piuttosto venendo ad integrare una tutela degli attivi strategici detenuti da Anima Holding S.p.A.

La dimensione assunta dalla posizione di quest'ultima (rispetto alla quale BBPM vanta una partecipazione di controllo) sul mercato (rappresentata dalla raccolta, diretta e/o tramite i fondi di investimento gestiti, di circa 200 miliardi di euro di risparmio nazionale), non soltanto adeguatamente dà conto della scelta al tempo stesso precauzionale ed opportunamente preservativa effettuata dall'Autorità di Governo; ma, soprattutto, ne

giustifica, in maniera invero trasparentemente adeguata, il fondamento giustificativo a fronte del rischio che un così ingente *stock* di risparmio nazionale possa essere assoggettato a vicende suscettibili di determinare effetti depressivi sugli investimenti in titoli di emittenti italiani.

*14.4 Mantenimento delle attività finanziarie di **Unicredit** nella Federazione Russa*

14.4.1. Insuscettibili di accoglimento si rivelano le censure riferite alla prescrizione che ha imposto ad **UniCredit** di *“cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestati transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del presente provvedimento”*.

14.4.2 Con il D.L. 21/2022, convertito con legge 51/2022 (*“Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina”*), meglio noto come *“Decreto Ucraina”*, il legislatore ha, in pratica, stabilizzato nell’ordinamento positivo alcune disposizioni concepite come transitorie.

Segnatamente, l’art. 25 di tale decreto (appunto rubricato *“ridefinizione dei poteri speciali”*), è intervenuto in tema di acquisizioni di partecipazioni di minoranza, inserendo all’art. 2, comma 5, del D.L. 21/2012 una disposizione secondo cui *“sono soggetti all’obbligo di notifica di cui al presente articolo anche gli acquisti di partecipazioni, da parte di soggetti esteri non appartenenti all’Unione europea, in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi dei commi 1 e 1-ter, che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute, quando il valore complessivo dell’investimento sia pari o superiore a un milione di euro, e sono altresì notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15 per cento, 20 per cento, 25 per cento e 50 per cento del capitale”*.

Con riferimento all’acquisto di partecipazioni di controllo da parte di soggetti intra-UE, l’ampliamento riguarda vari settori, tra cui anche quello *“finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo”*, oggetto del contendere.

Anche per tali settori (indubbiamente rilevanti nella vicenda contenziosa) *“sono soggetti all’obbligo di notifica di cui al primo periodo anche gli acquisti, a qualsiasi titolo, di partecipazioni da parte di soggetti appartenenti all’Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia, di rilevanza tale da determinare l’insediamento stabile dell’acquirente in ragione dell’assunzione del controllo della società la*

cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58” (art. 2, comma 5 del D.L. 21/2012).

14.4.3 Il fondamento e, ancor più e meglio, la finalità di tale disposizione appare evidente: soddisfare la necessità di innalzare il livello di protezione delle realtà societarie strategiche sul territorio nazionale a seguito delle negative ripercussioni politiche ed economiche causate dalla guerra in Ucraina.

Si è, sopra, illustrato (*sub* 10.2) il contenuto della Comunicazione del 6 aprile 2022 (*“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”*); in particolare, richiamandosi il passaggio in cui la Commissione ha sottolineato che, nell’attuale congiuntura storica, vi è un maggior rischio che qualsiasi investimento direttamente o indirettamente collegato a una persona o entità associata, controllata o soggetta all’influenza del governo russo possa fornire fondati motivi per concludere che l’investimento possa costituire una minaccia per la sicurezza o l’ordine pubblico negli Stati membri.

Si tratta di un profilo di rischio che – come pure è emerso in occasione della discussione finale – finisce per impingere in valutazioni (che fondano conseguenziali decisioni) di carattere geo-politico, palesemente avulse dall’alveo della giurisdizione di legittimità del giudice amministrativo.

Neppure è secondario che, nella citata Comunicazione, la Commissione U.E. abbia invitato *“gli Stati membri che al momento non dispongono di un meccanismo di controllo, o i cui meccanismi di controllo non coprono tutte le operazioni IED pertinenti o non consentono il controllo preventivo dell’investimento, ad istituire con urgenza un meccanismo globale di controllo degli IED”*; e, nel frattempo, *“ad utilizzare altri strumenti giuridici adeguati per affrontare i casi in cui l’acquisizione o il controllo di una particolare impresa, infrastruttura o tecnologia creerebbe un rischio per la sicurezza o l’ordine pubblico nell’UE”*.

In altri termini, è comprovata una puntuale sollecitazione proprio da parte dell’Unione europea a porre in essere valutazioni di carattere prudenziale, quale substrato di provvedimenti che realizzino, come nella specie, una ridefinizione della presenza delle istituzioni bancarie nella Federazione russa.

Conferma di tale corso è argomentabile anche da una recente vicenda contenziosa, che ha riguardato proprio la ricorrente.

UniCredit è un ente creditizio a capo di un gruppo bancario attivo a livello internazionale; ed opera in Russia tramite quattro società controllate, fra cui AO **UniCredit** Bank.

Le società controllate sono possedute al 100% e sono ricomprese nel perimetro del bilancio consolidato della ricorrente.

In quanto ente significativo ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 4, del Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (GU 2013, L 287, pag. 63), la ricorrente è soggetta alla vigilanza prudenziale diretta della BCE.

UniCredit opera in Russia in un complesso contesto fattuale e normativo caratterizzato, da un lato, dall'esistenza di una serie di misure restrittive adottate dall'Unione europea e da Stati terzi; e, dall'altro, dall'imprevedibile evoluzione del quadro normativo russo che impone restrizioni alle attività delle società controllate russe degli enti creditizi con sede al di fuori della Russia.

In tale contesto, la BCE ha instaurato interlocuzioni con **UniCredit** in merito alla valutazione del profilo di rischio della AO **UniCredit** Bank ed al suo impatto sulla stabilità del gruppo.

I risultati di tale valutazione sono stati formalmente comunicati alla ricorrente con lettera operativa datata 11 aprile 2023.

La BCE ha rilevato, in particolare, l'aumento significativo di rischi operativi, reputazionali, sanzionatori e finanziari, tali da potenzialmente superare i benefici per il gruppo derivanti dal proseguimento dell'attività in Russia; ed ha evidenziato l'urgenza di attuare misure incisive al fine di ridurre tali rischi, ivi compresa la possibilità per **UniCredit** di valutare la completa cessione delle società controllate russe.

Nel maggio 2023 la ricorrente ha inviato alla BCE un piano per la riduzione delle proprie attività in Russia.

Nondimeno, la BCE ha ritenuto insufficienti le misure correttive pianificate e ha quindi predisposto un progetto di decisione, notificato alla ricorrente il 22 gennaio 2024.

È stato, pertanto, dato avvio al procedimento definitosi con decisione del 22 aprile 2024, con la quale la BCE ha imposto ai sensi dell'art. 4, paragrafo 1, lettera f), e dell'art. 16, paragrafo 1, lettera c), e paragrafo 2, lettere e) e f), del regolamento n. 1024/2013, cinque requisiti, relativi:

- alle restrizioni sui prestiti;
- alle restrizioni sui depositi;
- alle restrizioni sul collocamento di fondi;
- alle restrizioni sui pagamenti;
- al piano di attuazione.

La BCE ha, inoltre, formulato una raccomandazione relativa alla riduzione dei prestiti transfrontalieri.

La decisione è stata impugnata dalla ricorrente innanzi al Tribunale dell'Unione europea (causa T324/24 R), il quale, con ordinanza del 22 dicembre 2024, ha respinto la domanda di provvedimenti provvisori.

In disparte dagli sviluppi futuri di tale vicenda contenziosa, rileva il Collegio che il giudice comunitario – nel precisare preliminarmente che *“la legittimità della decisione impugnata deve essere valutata alla luce del diritto dell'Unione”* – ha rimarcato, sul piano ricostruttivo della disciplina positiva, che:

- *“l'articolo 4, paragrafo 1, lettera f), del regolamento n. 1024/2013 attribuisce alla BCE il compito di effettuare le valutazioni prudenziali per accertare se i dispositivi, le strategie, i processi e meccanismi instaurati dagli enti creditizi e i fondi propri da essi detenuti permettano una gestione solida e la copertura dei rischi e, alla luce di tale valutazione prudenziale, imporre agli enti creditizi obblighi specifici e altre misure, ove specificamente contemplati dal pertinente diritto dell'Unione”* (paragrafo 36);
- *“l'articolo 16, paragrafo 1, lettera c), del regolamento n. 1024/2013 conferisce alla BCE una serie di poteri che le consentono di imporre a qualsiasi ente creditizio di adottare per tempo le misure necessarie se la BCE determina, nel quadro di una valutazione prudenziale effettuata conformemente all'articolo 4, paragrafo 1, lettera f), di detto regolamento, che i dispositivi, le strategie, i processi e i meccanismi attuati dall'ente creditizio e i fondi propri e la liquidità da esso detenuti non permettono una gestione solida e la copertura dei suoi rischi”* (paragrafo 37);

- *“l’articolo 16, paragrafo 2, lettera e), del regolamento n. 1024/2013 prevede che la BCE abbia il potere di restringere o limitare le attività, le operazioni o la rete degli enti o esigere la cessione di attività che presentano rischi eccessivi per la solidità dell’ente. Ai sensi dell’articolo 16, paragrafo 2, lettera f), del regolamento n. 1024/2013, essa può esigere la riduzione del rischio connesso alle attività, ai prodotti e ai sistemi degli enti”* (paragrafo 38).

Soprattutto, il Tribunale comunitario ha dato conto – sul piano delle evidenze fattuali, queste ultime non avulse da doverosa considerazione anche nel presente giudizio – che:

- *“la BCE ha indicato che la ricorrente e il suo gruppo operano in un contesto giuridico divenuto sempre più complesso a causa di una molteplicità di regimi di misure restrittive e di sanzioni. La BCE ha inoltre individuato gli aspetti del diritto russo che creano rischi per la gestione solida e la conformità. La BCE ha in particolare rilevato che alle società controllate russe è vietato condividere informazioni con la ricorrente, persino le informazioni sui clienti i cui conti e le cui operazioni sembrano sospetti, e di dare applicazione alle sanzioni occidentali in Russia. La BCE ha aggiunto che non è concesso alla dirigenza della ricorrente visitare i locali della AO **UniCredit** Bank e incontrarvi i dirigenti e il personale e che gli organi diretti a garantire la conformità del gruppo non possono effettuare ispezioni. La BCE ha rilevato che alcune disposizioni russe mirano a scoraggiare e persino impedire il rispetto del diritto dell’Unione, in particolare minacciando ritorsioni e vietando i flussi di informazioni necessari. In tale contesto, il rispetto dei doveri derivanti dal diritto dell’Unione potrebbe essere reso più difficile o impossibile. La BCE ha concluso che tali fattori possono ostacolare l’efficace gestione dei rischi in generale e mettere in pericolo l’efficacia dei sistemi di controllo”* (paragrafo 49);

- e che *“per quanto riguarda il rapporto tra i requisiti imposti alla ricorrente e il suo complessivo profilo di rischio, la BCE ha ritenuto che, nonostante le diverse misure adottate dalla ricorrente, sussistano per essa i principali ostacoli ad una copertura globale del rischio di conformità. Secondo la BCE, la ricorrente è esposta ad una moltitudine di rischi, che non si limitano all’esposizione finanziaria diretta, ma comprendono anche l’inottemperanza ai requisiti regolamentari, come quelli relativi alla lotta contro il riciclaggio di capitali e il finanziamento del terrorismo, l’esposizione alle sanzioni operative, finanziarie e i rischi di reputazione. La BCE rileva che, per loro natura, tali rischi non possono essere quantificati in modo adeguato o attribuiti alla AO **UniCredit** Bank senza tener conto dell’impatto a livello consolidato”* (paragrafo 50).

Nella sopra citata ordinanza si è, pertanto, rilevato che *“l’analisi prudenziale effettuata dalla BCE è di natura previsionale, in quanto verte su eventi il cui verificarsi non è certo e la cui incidenza sulla capacità di un ente vigilato di farvi fronte è difficilmente misurabile”*.

Rispetto ad un preciso e sovraordinato assetto di rapporti, le considerazioni espresse dall’Ambasciata italiana a Mosca nella nota del 18 aprile 2025, secondo cui *“l’esclusione dal sistema SWIFT di numerosi istituti di credito russi in ragione delle sanzioni UE e l’inasprimento delle sanzioni USA contro istituti di credito e intermediari russi comportano che le banche UE in Russia siano intermediari necessari a mantenere in essere i flussi finanziari leciti da e verso la Federazione Russa, anche in una prospettiva di possibile fine delle ostilità”*, tanto che *“un ritiro di **Unicredit** da questo mercato – pur trattandosi di un soggetto interamente privato – incrinerebbe la credibilità dell’azione delle istituzioni italiane in Russia”*, esprimono un apprezzamento che, per quanto qualificato, non è, comunque, idoneo a confutare la finale valutazione governativa posta a fondamento dell’esercizio del golden power; piuttosto rilevando tali considerazioni sul più limitato fronte della gestione amministrativa (*“è prevedibile un incremento massiccio delle richieste di assistenza ai connazionali con sensibile impatto sui carichi di lavoro e conseguentemente sulla qualità del servizio dei Consolati Generali a Mosca e a San Pietroburgo già da mesi ai minimi storici”*).

14.4.4 Alla luce del riferito contesto, non può, pertanto, sussistere alcun dubbio circa l’inerenza della prescrizione oggetto di impugnazione agli interessi strategici del Paese e la conseguenziale appropriatezza (anche sotto il profilo temporale) e proporzionalità della misura adottata [*“cessare tutte le attività in Russia (raccolta, impieghi, collocamento fondi prestati transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del presente provvedimento”*]: la quale, pertanto, è da ritenere legittima.

15. Il piano industriale

Se l’accoglibilità delle censure va delimitata a quanto dal Collegio osservato – con riferimento alle prescrizioni di cui alle lett. a) e b) dell’art. 1 del decreto impugnato con l’atto introduttivo del giudizio – ai precedenti punti 14.1.5 e 14.2, va precisato, a conclusione della sottoposta disamina, come l’argomento della mancata presentazione, da parte di **UniCredit**, del “piano industriale”, avvalorato sia nel D.P.C.M., che negli scritti difensivi depositati dalla difesa erariale, non rappresenti idoneo elemento giustificativo, *ex se* riguardato, ai fini:

- non soltanto della formulazione delle prescrizioni,
- ma anche della concreta configurazione dalle stesse assunte, segnatamente sotto il profilo diacronico.

Si legge infatti nel decreto che “**UniCredit S.p.A.** non ha fornito dati relativi al Piano industriale successivo all’eventuale integrazione, e che, pertanto, non è stato possibile esaminare l’andamento delle politiche di raccolta e di impiego che la stessa **UniCredit S.p.A.** intende adottare in caso di perfezionamento dell’operazione”.

A dire della parte ricorrente:

- “ad oggi non è stato predisposto un piano industriale combinato, che sarà predisposto una volta che sarà anche nota la percentuale di accettazione dell’offerta da parte degli azionisti e, soprattutto, una volta che **UniCredit** avrà avuto accesso a tutti i dati della target”
- e “ad oggi non è stato ancora predisposto un piano combinato per l’entità risultante dall’aggregazione tra **UniCredit** e BPM in quanto, considerata la tipologia di operazione (i.e. offerta pubblica di scambio), **UniCredit** non ha finora potuto accedere a tutte le informazioni e ai dati, che non siano già ricavabili da fonti pubbliche, di BPM e, pertanto, non ha svolto alcuna puntuale due diligence”.

Sostiene l’Avvocatura dello Stato (memoria depositata il 23 giugno 2025, pagg. 6-7) che “con il doc. n. 39, definito Memorandum, **Unicredit** allega delle slides (già dalla stessa allegate alla notifica effettuata alla PCM ai sensi e per gli effetti del d.l. 21/2012) che descrivono molto sommariamente gli effetti economico-finanziari dell’operazione. Il documento è probabilmente allegato per contestare la ricostruzione secondo cui la ricorrente non ha presentato né un piano industriale né un piano economico-finanziario post-operazione. Al riguardo si consideri che: (i) il documento prodotto non è idoneo ad adempiere all’obbligo di fornire copia del progetto industriale e del piano finanziario (espressamente richiesti nel formulario di notifica presente sul sito della Presidenza del Consiglio dei Ministri, par. 3.II); (ii) non risulta che a Banca d’Italia sia stato inviato il doc. n. 39 (dalle risposte di Banca d’Italia emerge che quest’ultima ha ricevuto un piano industriale triennale); (iii) l’inidoneità del documento allegato è confermata implicitamente anche da **Unicredit**, che, alle ripetute richieste di ricevere gli elementi di massima di piano, non ha mai risposto segnalando il già avvenuto inoltre a mezzo slides, ma si è sempre limitata ad eccepire l’impossibilità di fornire i dati numerici non avendoli ancora definiti a causa della natura ostile dell’operazione”.

Ora, a fronte della impossibilità, manifestata da **UniCredit** al cospetto del Gruppo di coordinamento (cfr. verbale della riunione tenutasi il 30 marzo 2025), di presentare *“un piano industriale di dettaglio”*, il cui sviluppo avrebbe potuto acquisire carattere di attualità *“una volta che l’operazione si è conclusa, poiché alcuni dettagli specifici dipendono dalla conoscenza della contrattualistica e di alcune situazioni che non sono di mercato”*, il rappresentante del MEF ha chiesto, *“posto che non si può conoscere il piano in dettaglio, date le caratteristiche dell’operazione, se sia possibile avere degli elementi di massima sui numeri e sulle proiezioni dei principali indicatori del piano”*.

Quanto al Memorandum del 25 novembre 2024, deve escludersi, per come prospettato dalla difesa erariale, che a tale documento possa essere stata annessa, da parte della ricorrente, valenza “sostitutiva” rispetto al piano industriale.

Se tale assunto risulta *per tabulas* smentito dalla condotta di **UniCredit** in ambito endoprocedimentale (laddove l’assenza del piano è stata ripetutamente confermata), deve escludersi che tale circostanza possa assumere valenza dirimente ai fini dell’esercizio del golden power.

Laddove, infatti, si intenda annettere alla formazione del piano in questione insuperabile rilevanza ai fini della positiva disamina dell’operazione, allora l’assenza di esso avrebbe dovuto necessariamente condurre (non già alla mera imposizione di prescrizioni, ma) all’opposizione di un diniego al compimento dell’operazione stessa.

Diversamente, in assenza di tale documento, non può ragionevolmente predicarsi che la carenza delle informazioni (potenzialmente) evincibili da esso possa essere “colmata” dall’imposizione di prescrizioni conseguenti all’esercizio del golden power, atteso che siffatto strumento, piuttosto che al fine di sovvenire a “lacune” e/o “inadeguatezze” informative da parte del soggetto che intenda proporre una così complessa operazione finanziaria, è invece (unicamente) preordinato alla preservazione dei primari interessi statali in precedenza indicati.

In linea di principio, va osservato come il Piano industriale sia preordinato all’illustrazione delle future strategie del proponente ed all’utilizzo che quest’ultimo intenda fare degli *asset* strategici oggetto di acquisizione.

In proposito, **UniCredit** ha ripetutamente illustrato le proprie intenzioni sull'utilizzo degli *asset* di BBPM, confermando che l'operazione non avrebbe determinato alcun pregiudizio alle attività del Banco e proponendo l'assunzione di specifici impegni sul mantenimento del livello di erogazione di credito da parte del Banco BPM e sul mantenimento del portafoglio di *project finance* di quest'ultimo.

16. Ribadita, alla stregua delle considerazioni in precedenza diffusamente esposte, l'accoglibilità del ricorso introduttivo nei limiti sopra illustrati, residua al Collegio la sola disamina dei motivi aggiunti, depositati a cura di **UniCredit** in data 3 giugno 2025.

Con essi, è stata impugnata la Comunicazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze in data 29 maggio 2025, nella misura in cui “*dovesse riconoscersi [in essa] un'eventuale efficacia lesiva*”.

Nel dare atto del dichiarato carattere “prudenziale” del mezzo di tutela anzidetto, esclude il Collegio che nella gravata comunicazione siano ravvisabili profili di diretta e/o ulteriore lesività, per la posizione della ricorrente, suscettibili di determinare il radicarsi, in capo ad essa, di un interesse alla sollecitazione dell'esercizio del sindacato giurisdizionale.

L'Autorità ministeriale, nella qualità di Amministrazione competente per il monitoraggio ex art. 2 del DPCM, si è infatti limitata a chiarire il perimetro e le modalità dell'attività di monitoraggio, a fronte di perplessità da **UniCredit** manifestate con nota del 21 aprile 2025 (concernente il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 18 aprile) e nell'ambito dell'audizione del successivo 15 maggio.

La comunicazione in rassegna, lungi dall'implementare il novero degli obblighi imposti ad **UniCredit** per effetto del decreto sopra indicato, ne ha, piuttosto, confermato la portata applicativa, tra l'altro ribadendo che le circostanze richiamate dalla ricorrente, ove effettivamente verificatesi e congruamente comprovate, avrebbero potuto configurare la presenza di sopravvenienze suscettibili di rendere impossibile l'adempimento delle prescrizioni.

I motivi aggiunti, esclusa quindi la ravvisabilità, nella comunicazione con essi gravata, di ogni attitudine autonomamente (o diversamente, rispetto ai contenuti del decreto impugnato con l'atto introduttivo) lesiva nei confronti della posizione di **UniCredit**, sono inammissibili per carenza di interesse.

17. Conclusivamente ribadita l'accoglibilità del gravame nei termini sopra precisati, rileva conclusivamente il Collegio, in ragione (non soltanto della parziale soccombenza, ma, soprattutto) della peculiarità della controversia, la presenza di giusti motivi per compensare fra le parti le spese di lite.

P.Q.M.

Il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (Sezione Prima), definitivamente pronunciando sul ricorso, come in epigrafe proposto, così dispone:

- accoglie il ricorso introduttivo, nei limiti di cui ai punti 14.1.5 e 14.2 della motivazione; e per l'effetto, in tali limiti annulla, con riserva di rinnovato esercizio del potere da parte della competente Autorità, l'impugnato decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 18 aprile 2025;

- dichiara inammissibili i motivi aggiunti depositati in giudizio il 3 giugno 2025.

Spese compensate.

Ordina che la presente sentenza sia eseguita dall'autorità amministrativa.

Così deciso in Roma nella camera di consiglio del giorno 9 luglio 2025 con l'intervento dei magistrati:

Roberto Politi, Presidente, Estensore

Filippo Maria Tropiano, Consigliere

Alberto Ugo, Referendario

IL PRESIDENTE, ESTENSORE

Roberto Politi

IL SEGRETARIO