

**ARTICOLI**

**Il Golden Power nel settore  
bancario: tra politica  
industriale, integrazione  
europea e regolazione  
prudenziale**

---

**RAFFAELE LENER**

Professore ordinario di diritto dell'economia  
Università degli Studi Roma Tor Vergata

---

**ROSANNA MAGLIANO**

Ricercatrice di diritto commerciale  
Università degli Studi Roma Tor Vergata

# Dialoghi di Diritto dell'Economia

---

## **Rivista diretta da**

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,  
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

## **Direttore editoriale**

Andrea Marangoni

## **Coordinatore editoriale**

Francesco Petrosino

## **Direttori di area**

### **Attività, governance e regolazione bancaria**

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini

### **Mercato dei capitali finanza strutturata**

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo

### **Assicurazioni e previdenza**

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Dott. Massimo Mazzola

### **Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati**

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

### **Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza**

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato

### **Fiscalità finanziaria**

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

### **Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche**

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

## Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

# Il Golden Power nel settore bancario: tra politica industriale, integrazione europea e regolazione prudenziale

**RAFFAELE LENER**

Professore ordinario di diritto dell'economia  
Università degli Studi Roma Tor Vergata

---

**ROSANNA MAGLIANO**

Ricercatrice di diritto commerciale  
Università degli Studi Roma Tor Vergata

---

**SOMMARIO:** 1. Il contesto europeo dei poteri speciali nel settore bancario. - 2. Dalla disciplina delle golden shares alla normativa Golden Power. - 3. Le "infrastrutture finanziarie" nel Regolamento UE 2019/452 e il Decreto Liquidità (D.L. 23/2020). - 4. Il rapporto con gli investitori infra-Ue ed extra -UE. - 5. La vicenda Unicredit e la prima censura giurisprudenziale al Golden Power. - 6. Il rapporto tra Golden Power e vigilanza prudenziale.

## 1. Il contesto europeo dei poteri speciali nel settore bancario

Il tema del controllo degli investimenti esteri diretti (Ied) provenienti da Paesi terzi e delle loro conseguenze sul mercato del controllo societario presenta una attualità crescente<sup>01</sup>: la Commissione europea ha dichiarato l'apertura agli investimenti stranieri quale principio fondamentale per l'Ue e importante fonte di crescita, ma ha altresì manifestato apprensioni in merito al fatto che investitori esteri abbiano acquisito, per mo-

---

<sup>01</sup>L'espressione "investimenti esteri diretti" comprende investimenti, provenienti da una persona fisica o un'impresa, privata o pubblica, di un paese che non fa parte dell'UE, che stabiliscono o mantengono un legame economico durevole tra un investitore estero e il destinatario dell'UE. Ciò comprende, tra l'altro, l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza o di una piena partecipazione, nonché qualsiasi acquisizione di azioni che conferiscono all'investitore estero il diritto di controllare o influenzare le operazioni del destinatario dell'UE o la creazione di strutture nell'UE, investimenti "greenfield". Cfr. <https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/it/content/tipi-di-investimento>.

tivi strategici, alcune imprese europee dotate di tecnologie fondamentali e che sovente in tali operazioni non sia stata garantita reciprocità per gli investitori dell'Ue<sup>02</sup>.

Nella Comunicazione della Commissione europea del 2023, "*Strategia europea per la sicurezza economica*", è emerso che l'UE è una delle destinazioni più attraenti per le imprese del mondo e per gli investimenti e che le economie degli Stati membri "prosperano grazie a commercio e investimenti aperti e regolamentati, a una connettività transfrontaliera sicura e alla collaborazione in materia di ricerca e innovazione"<sup>03</sup>.

Come noto se, da un lato, gli led rappresentano una fonte di sviluppo economico di cui l'Ue non può fare a meno, dall'altro, possono sollevare criticità connesse alla sicurezza nazionale e all'ordine pubblico.

In questo contesto, il settore bancario e finanziario ha assunto una rilevanza strategica estesa all'autonomia tecnologica e alla sicurezza economica degli Stati.

L'Unione Europea ha riconosciuto l'importanza di tali settori attraverso l'introduzione del Regolamento (UE) 2019/452, che ha istituito un quadro di cooperazione tra gli Stati membri per lo *screening* degli led, con l'obiettivo di identificare e mitigare potenziali rischi per la sicurezza o l'ordine pubblico, pur mantenendo l'UE tra le aree di investimento più aperte al mondo<sup>04</sup>. Nonostante il Regolamento non abbia imposto l'obbligo di istituire meccanismi nazionali di controllo, esso ha spinto numerosi Stati membri a legiferare o a rafforzare le proprie normative in materia.

In questo scenario la disciplina italiana del Golden Power, originariamente introdotta nel d.l. n.21 del 2012, si è distinta per la sua capacità di anticipare e integrarsi con il nuovo quadro europeo, evolvendosi da un potere di difesa circoscritto a un complesso

02 Cfr. Documento di riflessione sulla gestione della globalizzazione, COM (2017) 240 del 10 maggio 2017.

03 Cfr. Comunicazione "*Strategia europea per la sicurezza economica*", Bruxelles, 20 marzo 2023, JOIN(2023) 20 final, ove si sottolinea altresì che "Questi elementi rimarranno motori critici della competitività e della resilienza dell'Europa nell'accelerazione della duplice transizione verde e digitale. Dobbiamo fare affidamento sul commercio e sul mercato unico per stimolare la concorrenza e garantire l'accesso alle materie prime, alle tecnologie e ad altri fattori di produzione che sono fondamentali per rafforzare la nostra competitività e resilienza e per sostenere nel tempo l'occupazione e la crescita attuali e future. Analogamente, vogliamo che i nostri partner in tutto il mondo continuino a beneficiare dell'accesso ai mercati, ai capitali e alle tecnologie europee per la loro transizione verso un'economia pulita e resiliente".

04 Sul Regolamento (Ue) 2019/452 si veda tra gli altri, G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in Riv. regolazione mercati, 2019, 2 ss.; J. SNELL, *Eu foreign direct investment screening: Europe qui protège?*, in Eur. Law Rev., 2019, 137 ss.; *Foreign Direct Investment Screening – Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, a cura di G. Napolitano, il Mulino, Bologna, 2020; G. DELLA CANANEA-L. FIORENTINO, (a cura di), *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2021.

strumento di politica industriale e di sicurezza economica <sup>05</sup>.

Se, infatti, l'art. 2 del d. l. 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 <sup>06</sup>.

In tale procedura il Consiglio dei Ministri è considerato "organo decisionale deputato, sulla base delle risultanze fattuali dell'istruttoria ad operare un'ampia valutazione prospettica di scenario, tesa da un lato a preservare il Paese da possibili fattori di rischio prospetticamente rilevanti, dall'altro e contestualmente ad arginare iniziative di Paesi terzi potenzialmente pericolosi o per i quali, comunque, sia ritenuto opportuno un ingaggio geopolitico particolarmente prudente" <sup>07</sup>.

L'applicazione del Golden Power nel settore bancario è un terreno di scontro tra la sovranità nazionale, la libera circolazione dei capitali e la regolazione prudenziale europea. La giurisprudenza, sia europea che nazionale, ha stabilito che l'esercizio di tale potere deve essere un'eccezione, non la regola, e deve essere proporzionato, non discriminatorio e supportato da una motivazione stringente che dimostri un rischio concreto per l'interesse nazionale, non meramente economico.

La mancanza di un confine chiaro tra gli obiettivi perseguiti dall'autorità governativa attraverso l'applicazione della disciplina Golden Power e gli obiettivi di stabilità finanziaria, perseguiti da BCE e Banca d'Italia, rischia di generare una crescente incertezza per gli operatori di mercato.

In Italia aumentano le richieste di tali interventi rivolte al Governo, affrontando "le incertezze applicative di una normativa ufficialmente introdotta come *extra-ordinem*, diventata multi-purpose, sotto la spinta della nuova fase geopolitica di una caduta di

---

<sup>05</sup> Il D.L. 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modificazioni dalla Legge n. 56/2012, ha segnato il passaggio definitivo al sistema di *Golden Power*.

<sup>06</sup> Cfr. C. Giust. UE, 13 luglio 2020, causa C-423/98.

<sup>07</sup> Cfr. C. Stato, Sez. IV, 9 gennaio 2023, n.289.

dialogo tra Stati”<sup>08</sup>.

Al momento si attende di conoscere l'esito della proposta presentata il 24 gennaio 2024 dalla Commissione Europea, già approvata in prima lettura dal Parlamento europeo, per un nuovo Regolamento sul controllo degli investimenti esteri destinato a sostituire il Regolamento (UE) 2019/452 attualmente vigente<sup>09</sup>, che mira a una revisione sostanziale e a un potenziamento del quadro esistente per garantire la tutela della sicurezza economica e strategica dell'Unione.

La Commissione suggerisce di fondare il nuovo Regolamento sia sull'art. 207 TFUE, in tema di politica commerciale comune, che sull'art. 114 TFUE, in materia di ravvicinamento delle legislazioni per il mercato interno, al fine di avere una disciplina che riguardi sia gli investimenti diretti da paesi terzi sia quelli intra-UE con controllo estero.

Questa scelta riflette la crescente consapevolezza che i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico possano originare anche da strutture di investimento più complesse, che formalmente appaiono come intra-UE. La ricerca di una base giuridica addizionale nell'art. 114 TFUE mira a garantire l'obiettivo del mercato interno e l'armonizzazione delle legislazioni nazionali per eliminare distorsioni della concorrenza, evidenziando un potenziale ampliamento del perimetro di intervento dell'UE in una materia tradizionalmente sensibile per la sovranità statale.

Dovrebbe così delinearsi un sistema di controllo degli IED più centralizzato, armonizzato e robusto, motivato da una percezione di accresciuta vulnerabilità dell'Unione conseguente non solo alla crisi pandemica ma anche ai conflitti in corso e alla nuova

---

08 Così P. SAVONA, *Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente Paolo Savona*, 20 giugno, 2025, Milano, p. 12 dove si evidenzia altresì che “L’attuazione di questo impegnativo compito di riunificazione normativa richiede l’anticipazione di un tratto importante della riforma istituzionale proposta, quella di dare vita a una raccolta presso un unico centro contabile delle informazioni riguardanti il mercato monetario e finanziario che opera in forma telematica. Sarebbe inefficiente e costoso creare tanti centri quante sono le autorità competenti. Con la nascita dell’euro digitale sarebbe del tutto naturale che fosse la BCE a concordare con le altre autorità una soluzione tecnica sulla base del sistema contabile esistente tra banche centrali dell’eurosistema, come già co-proposto dalla Banca d’Italia e dalla IFC (Irving Fischer Committee on Central Bank Statistics)”.

09 Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sul controllo degli investimenti esteri nell’Unione e che abroga il Regolamento (UE) 2019/452 COM(2024)0023 final

politica economica mondiale<sup>10</sup>.

Peraltro nella prima pronuncia giurisprudenziale in tema di investimenti esteri diretti<sup>11</sup>, la Corte di Giustizia UE ha sottolineato che la provenienza degli azionisti delle società residenti nell'Unione, siano essi persone fisiche o giuridiche, non incide sul diritto di tali società di esercitare la libertà di stabilimento<sup>12</sup>.

La Corte, fondando la pronuncia su un'interpretazione restrittiva della nozione di "investimento estero diretto", ha statuito che il Regolamento trova applicazione quando si tratti di investimenti effettuati da "investitori esteri" (vale a dire, entità di paesi terzi)

---

10 La proposta, se adottata, rappresenterebbe un significativo cambio di paradigma rispetto al quadro attuale; le principali novità riguardano l'ampliamento dell'ambito di applicazione del controllo sugli investimenti esteri; l'obbligo per gli Stati di adottare un meccanismo di controllo degli led e la previsione di regole di armonizzazione minima sulla struttura e il funzionamento dei meccanismi di controllo; il rafforzamento del meccanismo di cooperazione e scambio di informazioni tra Stati membri e Commissione europea, già introdotto dal Regolamento (UE) 2019/452. In aggiunta si prevede l'estensione del controllo agli investimenti realizzati da società stabilite nell'UE ma sotto "controllo estero": si mira a coprire anche gli investimenti indiretti, ovvero quelli effettuati da un'impresa figlia registrata nell'UE ma la cui proprietà ultima o controllo effettivo risale a individui o entità di un paese terzo.

11 C. Giust. UE, Sez. II, 13 luglio 2023, C-106/22, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*. Per i primi commenti si veda N. ANDREOTTI, *Screening of foreign direct investment within the Union: protection of essential interests or abuse of rights?* (C-106/22, *Xella Magyarország*), in *Eu Law Live*, 25 luglio 2023; A. PÉREZ, *The Court of Justice draws a line in the sand for foreign investment screening: ruling in Xella Magyarország C-106/22*, in *Eu Law Live*, 26 luglio 2023.

12 Cfr. C-106/22 p.33. Per contro, il meccanismo di controllo degli investimenti esteri previsto dalla normativa nazionale in questione nel procedimento principale si applica non solo in una siffatta ipotesi di investimenti effettuati da società di un paese terzo, ma anche nell'ipotesi, oggetto proprio del procedimento principale, di investimenti effettuati da società registrate in Ungheria o in un altro Stato membro nelle quali una società registrata in un paese terzo detiene un' "influenza maggioritaria", ai sensi dell'articolo 8.2 del codice civile. Di conseguenza, poiché detta seconda ipotesi non rientra nell'ambito di applicazione dell'articolo 1 del regolamento n. 2019/452, tale normativa nazionale si colloca al di fuori, in tale misura, dell'ambito di applicazione di detto regolamento, sicché non rientra in quest'ultimo neanche l'acquisizione oggetto del procedimento principale prevista da tale seconda ipotesi. Ciò non può essere rimesso in discussione dal fatto che dall'articolo 4, paragrafo 2, lettera a), e dall'articolo 9, paragrafo 2, lettera a), del regolamento 2019/452 discende che l'assetto proprietario dell'investitore estero può essere preso in considerazione come fattore nella valutazione del potenziale rischio per la sicurezza o l'ordine pubblico posto dall'investimento di cui trattasi. Infatti, tale fattore di valutazione riguarda nello specifico il fatto che "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". Tuttavia, poiché tale elemento di valutazione si riferisce in modo esplicito solo all'assetto proprietario dell'"investitore estero", nozione definita all'articolo 2, paragrafo 2, del regolamento 2019/452 e circoscritta alle società di un paese terzo, esso non implica che l'ambito di applicazione di tale regolamento sia esteso sino ad includere gli investimenti effettuati da società organizzate conformemente alla legislazione di uno Stato membro in cui una società di un paese terzo detiene un'influenza maggioritaria. Non risulta peraltro dal fascicolo di cui dispone la Corte che la decisione controversa nel procedimento principale sia stata adottata al fine di contrastare un tentativo di eludere il meccanismo di controllo, ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 6, del regolamento



direttamente in società dell'UE, e non quando si tratti di acquisizioni tra società aventi sede nell'UE, anche se una di esse è in ultima analisi controllata da un'entità di un paese terzo<sup>13</sup>.

Di conseguenza è possibile affermare che una normativa nazionale che consente di vietare l'acquisizione della proprietà di una società residente considerata "strategica" da parte di un'altra società residente (facente parte di un gruppo di società stabilite in più Stati membri) non possa essere giustificata ai sensi del diritto dell'UE<sup>14</sup>.

## 2. Dalla disciplina delle golden shares alla normativa Golden Power

In assenza di armonizzazione spetta agli Stati membri decidere il livello e le modalità per garantire i loro legittimi interessi; in tal senso gli strumenti di tutela della sicurezza nazionale, pur rappresentando teoricamente una restrizione alla libera circolazione dei capitali e alla libertà di stabilimento, sono comunque consentiti dal Trattato, purché non introducano discriminazioni basate sulla nazionalità, e possano essere giustificati da motivi di sicurezza e ordine pubblico nel rispetto del principio di proporzionalità e certezza del diritto<sup>15</sup>.

Ogni Stato, invero, ha *interesse* a preservare la produzione nazionale da possibili acqui-

<sup>13</sup> La domanda pregiudiziale verteva sull'interpretazione dell'articolo 65, paragrafo 1, lettera b), TFUE, letto in combinato disposto con i considerando 4 e 6 del Regolamento (UE) 2019/452 nonché dell'articolo 4, paragrafo 2, TUE. Il Ministro ungherese ha giustificato il veto sostenendo che l'acquisizione avrebbe pregiudicato l'interesse nazionale, consistente nel garantire la continuità dell'approvvigionamento di materie prime di base per il settore edile, in particolare a livello regionale.

<sup>14</sup> Cfr. C-106/22 p.41 "per quanto concerne l'individuazione della libertà fondamentale che può essere applicabile nel procedimento principale, sebbene il giudice del rinvio inviti la Corte ad esaminare la normativa nazionale di cui trattasi alla luce delle norme del Trattato FUE in materia di libera circolazione dei capitali e, in particolare, dell'articolo 65, paragrafo 1, lettera b), TFUE, si deve rilevare che tale normativa, in particolare le disposizioni di quest'ultima relative all'acquisizione, da parte di un «investitore estero», di una partecipazione che gli conferisce un'«influenza maggioritaria» in una società strategica, come applicate nella decisione controversa nel procedimento principale e sulle quali verte espressamente la prima questione pregiudiziale, rientrano in un'altra libertà fondamentale, ossia la libertà di stabilimento. Infatti, secondo una costante giurisprudenza, ricade nella sfera di applicazione delle norme in materia di libertà di stabilimento e non in quelle relative alla libera circolazione dei capitali una normativa nazionale destinata ad applicarsi alle partecipazioni che consentano di esercitare una sicura influenza sulle decisioni di una società e di determinarne le attività (v., C. Giust. UE 27 febbraio 2019, Associação Peço a Palavra e a., C-563/17, C-2019/ 44, punto 43 )"

<sup>15</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni "Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando nel contempo gli interessi fondamentali", Bruxelles, 13. 9. 2017, COM(2017) 494 final, p.8 ; G. LOMBARDO, voce *Golden share*, in *Enc. Giuridica Treccani*, 1998, p.1. S. M. CARBONE, "Golden share" e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale, in *Dir.Comm.int.*, 2009, p.503; A. COMINO, *Golden Power per dimenticare la golden share. Le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Riv. it. dir. pubbl.comunitario*, 2014, p. 1019.

sizioni predatorie da parte di investitori esteri, in special modo qualora l'investimento riguardi interessi strategici dello Stato stesso. È, inoltre, necessario precisare come questo *interesse alla difesa nazionale*, per secoli concepito in modo "statico", ossia come difesa delle prerogative del singolo Stato, debba oramai essere reinterpretato in senso "dinamico", come capacità dei Paesi di sviluppare la propria competitività a livello globale<sup>16</sup>.

D'altra parte non si può non tener presente che, sia pure con riferimento ai movimenti con Paesi terzi, lo stesso legislatore europeo non abbia sottovalutato i rischi collegati alla libertà di circolazione dei capitali prevedendo all'art. 66 TFUE che, a salvaguardia degli interessi dell'Unione, quando tali movimenti minaccino di causare difficoltà gravi per il funzionamento dell'Unione economica e monetaria, si possano prevedere a livello europeo eventuali "misure di salvaguardia strettamente necessarie".

La "*saga della golden share*"<sup>17</sup> e la conseguente giurisprudenza comunitaria in materia costituiscono tuttora il punto di partenza per ogni riflessione sui limiti di compatibilità dell'interventismo statale con il diritto del mercato unico. In particolare la disciplina della *golden share* è apparsa idonea a limitare l'esercizio delle libertà fondamentali attraverso il conferimento allo Stato di poteri discrezionali estremamente ampi volti ad impedire o scoraggiare l'acquisto di partecipazioni azionarie da parte di investitori esteri o altre operazioni di carattere straordinario che si annoverano tra gli strumenti di limitazione o dissuasione degli investimenti diretti.

Le obiezioni di fondo mosse alla normativa sui poteri speciali riguardavano l'idoneità ad impedire ad investitori di altri Stati membri l'acquisto di partecipazioni di controllo e la gestione di imprese nazionali alle stesse condizioni stabilite da un determinato Stato per i propri cittadini.

La Corte di Giustizia, più volte chiamata ad intervenire in materia, è apparsa decisa nella volontà di contrastare e condannare tutte quelle normative che riconoscevano agli Stati, anche nelle ipotesi in cui si prescindesse formalmente dalla partecipazione pubblica nelle imprese, come avveniva nel nostro abrogato art. 2450 c.c., poteri spe-

---

<sup>16</sup> In questo senso, Cfr. A. MANCIULLI, *Golden Power, interesse nazionale e cultura della sicurezza economica* in *Golden Power, Sistema di informazione per la Sicurezza della Repubblica*, Roma, 2019, p. 136.

<sup>17</sup> Cfr. Il successo dell'espressione si deve a F.SANTONASTASO, *La saga della "golden share" tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in *Giur.Comm.*2007,I,302. Da ultimo per una approfondita ricostruzione, J. FORTUNA, *L'espansione della disciplina e dei casi di applicazione dei Golden Powers nella dimensione europea e italiana tra crisi pandemica, eventi geopolitici e cybersecurity*, in *Diritti Comparati*, 1, 2025, p. 157 ss

ciali che consentissero deroghe alla normativa di diritto societario comune<sup>18</sup> nonché tutti quei comportamenti del socio pubblico che potessero alterare la concorrenza e che non fossero sussumibili nei caratteri riconducibili al comportamento medio dell' "investitore privato in economia di mercato"<sup>19</sup>.

La giurisprudenza comunitaria considera, infatti, tali prerogative in grado di contingentare l'accesso al mercato attraverso la dissuasione al compimento di investimenti diretti, e riconosce loro l'effetto di incidere sulle libertà fondamentali garantite dal Trattato; la possibilità di deroghe è ammissibile solamente nelle ipotesi in cui la disciplina limitativa sia in concreto giustificata da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza e sia inoltre funzionale e proporzionata rispetto agli obiettivi da raggiungere nonché

---

18 L'abrogazione integrale dell'art. 2450, come sostituito dal decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, è stata prevista nella legge 6 aprile 2007 n. 46 di conversione del d.l. 15 febbraio 2007 n. 10. Come si legge nella relazione al provvedimento "L'articolo 2450 del codice civile risulta attualmente privo di concreta attuazione nel sistema societario; per di più, a fronte di tale sostanziale inutilità, esso appare in palese contrasto con la normativa comunitaria, caratterizzato com'è dall'attribuzione a soggetti pubblici della possibilità di ingerirsi nella gestione e nel controllo di società di cui non sono neppure soci. L'abrogazione che si dispone presenta inoltre un'utilità strumentale, laddove consente di dimostrare alle Autorità comunitarie il concreto sforzo del nostro Stato di dare seguito, ancorché parziale, alle contestazioni di inadempimento degli obblighi derivanti dal Trattato." L'art. 2450 attribuiva, allo Stato o ad enti pubblici, anche in mancanza di partecipazione azionaria, il potere (e non la facoltà come l'art. 2449) di nomina di membri del consiglio di amministrazione, di membri del consiglio di sorveglianza e di sindaci. L'asimmetria nella formulazione degli artt. 2449 e 2450 non avrebbe dovuto essere sopravvalutata: l'attribuzione *ex lege* del potere, di per sé (e salva diversa conclusione sulla base della disciplina speciale o singolare) non imprime necessariamente alla nomina pubblica un "valore aggiunto", consentendole di incidere in maniera più efficace sull'assetto organizzativo tipico della società. Anche nel caso in cui sia la legge ad attribuire lo speciale potere di nomina, la disciplina applicabile è comunque la disciplina di diritto comune delle società per azioni: resta in ogni caso valida la scelta del legislatore a favore della parità di trattamento tra imprese private e imprese con partecipazione dello Stato o di enti pubblici. V. C. IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 1 che sottolinea la non casuale sobrietà della disciplina speciale codicistica che rifletteva un preciso orientamento del legislatore del 1942 volto ad equiparare le società a controllo pubblico, per quanto possibile, a quelle con capitale e controllo privato. Cfr. A. GUACCERO, *Alcuni spunti in tema di governance delle società pubbliche dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 842 che sottolinea che salvo che si dimostri in concreto l'arricchimento dell'interesse sociale con istanze connesse ad un diverso interesse pubblico, il parametro operativo esclusivo per gli amministratori si conferma l'interesse sociale a matrice lucrativa, atomistico, o nei limiti del nuovo regime dell'attività di direzione e coordinamento, di gruppo.

19 L'affermazione di questo criterio discriminante trova origine nel documento del settembre 1984, in *Boll. Ce* 1984, n. 9, p. 92 con il quale la commissione chiariva il proprio orientamento sulla partecipazione dello Stato al capitale delle imprese. V. A. MAZZONI, *Privatizzazioni e diritto antitrust: il caso italiano*, *Riv. Soc.* 1996, p. 34.

fondata su criteri oggettivi e non discriminatori previamente stabiliti<sup>20</sup>.

La normativa italiana sulle *golden shares* è stata giudicata incompatibile con i principi di libera circolazione dei capitali e di libertà di stabilimento: qualsiasi restrizione a tali libertà deve essere giustificata da "motivi imperativi di interesse generale", definiti in modo oggettivo, prevedibile e non arbitrario. L'eccessiva discrezionalità e la mancanza di una definizione precisa dei presupposti per l'intervento statale sono state le principali cause di condanna<sup>21</sup>.

Le più significative novità della disciplina Golden Power rispetto all'assetto previgente, che si riferiva specificamente all'esercizio dei poteri speciali da parte dell'azionista pubblico sulle imprese nazionali oggetto di privatizzazione, riguardano la circostanza che, prescindendo dalla presenza pubblica nella compagine societaria, si ha con la disciplina del d.l. 21/2012 esclusivo riferimento all'oggetto dell'attività e alla strategicità del settore interessato: in tal senso, l'ambito soggettivo di applicazione può considerarsi notevolmente ampliato<sup>22</sup>.

A seguito della predetta riforma, dal 2012 i poteri speciali sono esclusivamente di tipo oppositivo, prescrittivo e, in ultima istanza, interdittivo – potendo consistere esclusivamente nell'imposizione di specifiche condizioni, nell'opposizione all'acquisto di parteci-

---

20 v. C-19/92, 31 marzo 1993 Kraus e C-55/94, 30 novembre 1995, Gebhard. In dottrina per approfondimenti circa la compatibilità delle golden share con il diritto comunitario si veda C. SAN MAURO, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, 2004; T. BALLARINO-L. BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario*, in Riv. Soc. 2004, p. 2; E. BOSCOLO, *Le golden shares di fronte al giudice comunitario*, in Foro it., 2002, fasc. 10, pt. 4, 480-485; E. FRENI, *Golden Share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi*, in Giorn. dir. amm., 2002, fasc. 10, 1049; L. SALERNO, *Golden shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in Dir. Comm. int., 2002, p. 671; A. GUACCERO- E. J. PAN- M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata Usa- Europa*, in Riv. Soc. 2008, p. 1387.

21 Cfr. C-58/99, del 23 maggio 2000 e C-326/07, del 26 marzo 2009

22 L'art. 1 del D.L. 21 del 2012: - 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).

pazioni o nel veto all'adozione di alcuni tipi di delibere, atti o operazioni - e sono potenzialmente esercitabili nei confronti di tutte le società impegnate in attività di rilevanza strategica.

I vincoli dettati per l'esercizio dei poteri speciali trovano la loro fonte direttamente nella legge e nella normativa secondaria di attuazione: la disciplina in oggetto trova applicazione in presenza di una "minaccia effettiva e di grave pregiudizio" alle società operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché alle attività definite di rilevanza strategica per il settore dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, delle reti e degli impianti utilizzati per la fornitura dell'accesso agli utenti finali dei servizi rientranti negli obblighi del servizio universale e dei servizi a banda larga e ultralarga.

Le limitazioni dalla normativa nazionale poste, per effetto dell'esercizio del Golden Power alla libera circolazione dei capitali richiedono "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"<sup>23</sup>.

Merita tuttavia di essere sottolineato che la giurisprudenza si sia espressa nel senso che "la stessa valutazione di strategicità non costituisce un dato oggettivo e, per così dire, inconfutabile riveniente dalle caratteristiche dell'operazione in sé atomisticamente considerate, ma 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'as-

---

<sup>23</sup>Cfr. T.A.R. Lazio, Sez. I, 24 luglio 2020, n. 8742, ove si affermava 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".

set e della società *target* <sup>24</sup>.

### **3. Le "infrastrutture finanziarie" nel Regolamento UE 2019/452 e il Decreto Liquidità (D.L. 23/2020)**

In Italia, il rischio rappresentato dall'aumento di investitori esteri, e in particolare extra-comunitari, nel mercato finanziario sembra essere stato avvertito prima che nel resto d'Europa, benché, alla luce dei dati comunicati alla Consob<sup>25</sup>, ad oggi il peso degli investimenti esteri diretti appaia piuttosto marginale (se si escludono le partecipazioni di soggetti residenti in Svizzera, Stati Uniti e Giappone).

Con la legge 4 dicembre n. 172 del 2017<sup>26</sup> il legislatore italiano è intervenuto sulla disciplina del Golden Power, ampliando il perimetro degli *interessi essenziali* del nostro paese ai fini dell'esercizio dei poteri speciali del Governo anche ai settori ad alta intensità tecnologica, tra i quali ha ricompreso le "infrastrutture finanziarie"<sup>27</sup>.

Si è così ammesso il Golden Power nel settore del mercato finanziario che legittima il Governo a opporre il veto alle delibere, agli atti e alle operazioni di una qualsiasi società che detenga attivi strategici là dove esse rappresentino una minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti<sup>28</sup>.

---

<sup>24</sup> Del resto, il controllo di un operatore economico nazionale da parte di uno Stato terzo estraneo all'Unione Europea e con cui non intercorrono formali e cogenti legami di alleanza (si pensi, *in primis*, a quello riveniente dal Trattato NATO) fa sì che l'operazione non sia ascrivibile al solo mercato ed alle connesse logiche di politica industriale, ma coinvolga ineludibilmente anche considerazioni di politica internazionale e di sicurezza, tese in ultima analisi a preservare non solo il funzionamento corretto del mercato nazionale, messo in pericolo dalla presenza di un operatore *longa manus* di uno Stato straniero, ma la stessa effettività del principio costituzionale supremo di cui all'art. 1, comma 2 ("La sovranità appartiene al popolo"), potenzialmente vulnerato da acquisizioni di asset fondamentali per la collettività nazionale da parte di Stati stranieri che, ad avviso del Governo, non diano sufficienti garanzie circa il relativo uso" Consiglio di stato, Sez. IV, 9.1.23, n.289.

<sup>25</sup> Dai dati dichiarati alla Consob, le partecipazioni rilevanti in società quotate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana detenute da investitori extracomunitari sono circa 85, di cui 42 riferibili a investitori USA e 9 a investitori appartenenti a paesi non Nato (escludendo la Svizzera). Di queste solo 4 sono riferibili a investitori della Repubblica Popolare Cinese e 2 a investitori di Hong Kong. Per quanto di competenza della Consob, ossia con esclusivo riguardo alle dichiarazioni rilasciate - ai sensi degli artt. 120 e ss., TUF - dagli investitori che hanno acquistato partecipazioni superiori al 3% (o al 5% nelle PMI) del capitale votante in società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea aventi l'Italia come Stato membro di origine, ad oggi il peso degli investimenti esteri diretti (se si escludono le partecipazioni di soggetti residenti in Svizzera, Stati Uniti e Giappone) appare piuttosto marginale.

<sup>26</sup> Conversione del D.L. 16 ottobre 2017, n. 148, recante "disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili".

<sup>27</sup> L'art. 14 della legge 4 dicembre n. 172 del 2017 ha inserito il comma 1-ter all'art. 2 della legge 11 maggio 2012, n. 56 (c.d. legge sul Golden Power)(di conversione del D.L. 15 marzo 2012, n. 21).

<sup>28</sup> Art. 2, comma 3, D.L. 21/2012.

Siffatto veto può essere imposto anche sotto forma di specifiche prescrizioni o condizioni poste all'attività di questi enti là dove ciò sia richiesto per assicurare una (non meglio declinata) tutela degli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento di reti e impianti<sup>29</sup>; gli atti posti in essere in violazione del veto o di queste "prescrizioni" sono nulli.

La disciplina italiana prevede, da un lato, presupposti e circostanze in presenza delle quali può ricorrersi ai poteri speciali, e, dall'altro, una elencazione abbastanza generica degli asset ritenuti strategici. E' richiesta, al riguardo, la notificazione preventiva di atti e operazioni rilevanti alla Presidenza del Consiglio dei Ministri.

In piena situazione emergenziale conseguente al Covid-19 la Commissione europea aveva invitato gli Stati membri ad avvalersi dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti rischiosi per la sicurezza o l'ordine pubblico nell'UE<sup>30</sup>.

L'Italia ha recepito il "monito" nel d.l. n. 23 dell'8 aprile 2020, "Decreto Liquidità"<sup>31</sup>, il cui art. 15 ha sostituito l'art. 4-bis, comma 3, del d. l. 105/2019 con una disposizione ai sensi della quale – in attesa<sup>32</sup> della disciplina attuativa definitiva dei beni e dei rapporti "stra-

<sup>29</sup> Art. 2, comma 4, D.L. 21/2012.

<sup>30</sup> Comunicazione della Commissione europea n. 2020/C 99 I/01 recante gli "Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento (UE) 2019/452 (regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti)". v. R. MAGLIANO, *Gli orientamenti della Commissione europea sul controllo degli investimenti esteri diretti e i Golden Powers rafforzati in tempi di epidemia*, in *dirittobancario.it*.

<sup>31</sup> Rubricato "Disposizioni urgenti in materia di esercizio di poteri speciali nei settori di rilevanza strategica" agli artt. da 15 a 17 – tramite l'adozione di misure di potenziamento del Golden Power governativo e di rafforzamento delle regole di trasparenza sui mercati finanziari. Cfr. R. LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *Riv.trim.dir.econ.*, 2020, 228. A. SACCO GINEVRI, *Golden Powers e infrastrutture finanziarie dopo il decreto Liquidità*, in *dirittobancario.it*; V. DONATIVI, *I Golden Powers nel "D.L. liquidità"*, in *www.ilcaso.it*.

<sup>32</sup> L'art. 15 del Decreto Liquidità recita "[f]ino alla data di entrata in vigore del primo decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri di cui all'art. 2, comma 1-ter, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56 [...]".

tegici" in tutti i settori di cui all'art. 4, par. 1, del Regolamento UE 2019/452<sup>33</sup> il Golden Power è stato esteso a tutti gli indicati settori, con la precisazione che il settore finanziario è inclusivo di quello creditizio e assicurativo.

La preoccupazione del verificarsi di acquisizioni estere "predatorie", quindi, ha spinto il legislatore a estendere il muro difensivo del Golden Power anche prima della disciplina di attuazione.

Segue, poi, l'art. 16 del Decreto Liquidità, che aveva imposto, fino al 31 dicembre 2020, con l'intento di *"contrastare l'emergenza epidemiologica da COVID-19"*<sup>34</sup>:

(i) obblighi di notifica – e, quindi, possibilità di esercizio dei poteri speciali – anche in caso di operazioni di trasferimento degli assets o di cambiamento della loro destinazione con riguardo a tutti i settori di cui al Regolamento IDE con esplicita inclusione, nel contesto del settore finanziario, anche di quelli creditizio e assicurativo;

(ii) obblighi di notifica estesi anche agli acquirenti europei, nell'ipotesi di acquisti a qualsiasi titolo di partecipazioni di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile degli stessi in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto;

(iii) l'obbligo per gli acquirenti extra-UE di notificare alla Presidenza del Consiglio dei Ministri non solo le operazioni di acquisizione di controllo ma anche ogni operazione di acquisto di partecipazioni che attribuiscono una quota di diritti di voto o del capitale almeno pari al 10% – tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute – e il cui valore complessivo di investimento sia pari o superiore a un milione nonché l'obbligo di notificare tutte le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50%;

---

<sup>33</sup> L'art. 4, par. 1, del Regolamento UE 2019/452 prevede che "[n]el 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:

a) infrastrutture critiche, siano esse fisiche o virtuali, tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie, e le strutture sensibili, nonché gli investimenti in terreni e immobili fondamentali per l'utilizzo di tali infrastrutture;

b) tecnologie critiche e prodotti a duplice uso quali definiti nell'articolo 2, punto 1, del regolamento (CE) n. 428/2009 del Consiglio, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie;

c) sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare;

d) accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni; o

e) libertà e pluralismo dei media."

<sup>34</sup>



(iv) la possibilità per il Governo di: (a) attivare d'ufficio il procedimento ai fini dell'eventuale esercizio del Golden Power nei casi di violazione degli obblighi di notifica, anche in assenza di notifica; (b) richiedere a pubbliche amministrazioni, enti pubblici o privati, imprese o altri soggetti terzi che ne siano in possesso, di fornire informazioni e di esibire documenti; e (c) stipulare convenzioni o protocolli di intesa con istituti o enti di ricerca.

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) che rientrano tra i beni e i rapporti di cui all'articolo 1 "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".

In seguito la disciplina perderà il carattere transitorio essendo definitivamente collocata nel d.l. 21/2022, poi convertito nella l. 20 maggio 2022, n. 51 che prevede, a partire dal 1 gennaio 2023, un ambito esteso di settori in cui si prevede obbligo di notifica per operazioni infra-Ue<sup>35</sup> ma anche nei confronti di soggetti europei, "ivi inclusi quelli residenti in Italia"<sup>36</sup>.

#### **4. Il rapporto con gli investitori infra-Ue ed extra -UE**

Ha fatto pensare, poi, la scelta di proteggere le nostre imprese anche dagli investitori europei, esigenza che non sembra essere stata avvertita dagli altri Stati dell'Unione.

Non può non rilevarsi, però, come la scelta di controllare anche gli investitori europei si ponga, almeno in via astratta, potenzialmente in contrasto con il principio comunitario

di libera circolazione dei capitali. Ci si interroga, quindi, se la Commissione europea e la Corte di Giustizia dell'UE considereranno tale misura compatibile con l'ordinamento

<sup>35</sup> Si tratta dei settori aventi ad oggetto comunicazioni, trasporti, energia, salute, agroalimentare e finanziario, ivi incluso creditizio e assicurativo.

<sup>36</sup> Cfr. Osservatorio Golden Power, L. PICOTTI, *Risiko bancario e Golden Power: l'intervento del governo su UniCredit-Banco Bpm*, reperibile su [osservatoriogoldenpower.eu](http://osservatoriogoldenpower.eu). Cfr. D.L. 21/2022, art. 25, che ha previsto la sottoposizione a notifica anche dell'acquisto 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, limitatamente ai settori rilevanti ai fini del Golden Power.

comunitario<sup>37</sup>.

Alla luce della già richiamata pronuncia C-106/22, sembra si possa affermare che apparirà limitata la capacità degli Stati membri di invocare il quadro specifico di *screening* degli led per le transazioni intra-UE, anche se indirettamente controllate da paesi terzi. Gli Stati membri saranno così costretti a giustificare tali misure secondo i più stringenti test di proporzionalità previsti dai Trattati, in particolare dall'art. 65 TFUE, piuttosto che fare affidamento sulle considerazioni più ampie consentite dall'art. 4 del Regolamento 2019/452. Questa posizione giudiziaria segnala una cautela della Corte di Giustizia rispetto a un'eccessiva espansione dei regimi nazionali di Golden Power, specialmente quando le transazioni coinvolgono due entità dell'UE<sup>38</sup>.

Oltre ai profili di criticità appena sollevati, resta poco chiaro cosa si intende per "partecipazione" ai fini degli obblighi di notifica.

Ancora, nel far riferimento alla nozione giuridica, decisamente non pacifica, di "controllo", viene richiamato sia l'art. 2359 c.c. che il TUF senza chiarire, però, se la prima nozione valga solo per società non quotate mentre la seconda per le quotate o, se, piuttosto, le nozioni richiamate si applicano indistintamente a entrambe le tipologie di società, quotate e non<sup>39</sup>.

Certo è che si sta assistendo ad un proliferare di notifiche al Consiglio dei Ministri che mette alla prova l'efficienza e l'economicità delle procedure organizzative governative.

Per quanto concerne l'individuazione dei contorni del potere esercitabile dai Governi nazionali attraverso Golden Powers, o meglio, all'esigenza di coordinamento tra Golden Power e regolamentazione di settore, in dottrina<sup>40</sup> è stato sottolineato come l'innalzamento delle barriere preventive del controllo sugli investimenti esteri diretti previsto dal Regolamento 2019/452 sembra essere sintomo di un venir meno della fiducia nella capacità della regolamentazione e della vigilanza amministrativa di settore. Secondo siffatta visione, quindi, dietro al Regolamento si nasconderebbe un'esigenza di "ribilan-

---

37 F. BASSAN, *Prime note prospettiche sul Golden Power applicato a banche e assicurazioni*, in *dirittobancario.it*.

38 Si deve sottolineare che, conformemente all'articolo 54 TFUE, possono beneficiare della libertà di stabilimento, in particolare, le società di diritto civile o di diritto commerciale, purché siano costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro e abbiano la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'Unione, ossia le società che hanno la cittadinanza di uno Stato membro. A tale proposito, si deve ricordare, da un lato, che la localizzazione della sede sociale, dell'amministrazione centrale o del centro di attività principale di cui all'articolo 54 TFUE serve a determinare, al pari della cittadinanza delle persone fisiche, il loro collegamento all'ordinamento giuridico di uno Stato (C-167/01, 30 settembre 2003, Inspire Art, C-2003/512, punto 97).

39 "Come cambia il diritto societario alla luce del decreto Cura Italia che rafforza i Golden Powers. Lo racconta nel dettaglio Vincenzo Donativi" intervista al Prof. Avv. V. Donativi, pubblicata da *lefanti.tv* e disponibile al sito <https://www.youtube.com/watch?v=M7aLY0zLSEs&feature=youtu.be>.

40 Cfr. ancora G. NAPOLITANO, *op.cit.*, p. 128.

ciamento” dei rapporti istituzionali in cui il Governo in qualche modo riconquista una posizione centrale a scapito delle autorità indipendenti.

Tale impressione, probabilmente corretta con riguardo ad alcuni dei settori considerati “critici” ex art. 4 del Regolamento, è da escludere in riferimento al settore finanziario, in quanto il *considerando* 37 del Regolamento chiaramente afferma che “il regolamento non incide sulle regole dell’Unione per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, che *costituisce una procedura distinta con un obiettivo specifico*”.

Dunque, il legislatore eurounitario, consapevole della speciale attenzione riconosciuta dalla normativa europea al mondo finanziario, in particolare quanto a regolamentazione di settore e vigilanza, ha chiarito che, nel settore del mercato finanziario, Golden Power e potere di vigilanza prudenziale operano su piani distinti e orientati a specifiche finalità<sup>41</sup>.

Anche la Corte di Giustizia, ha rafforzato il concetto per cui la vigilanza prudenziale su tutti gli enti creditizi, anche quelli *less significant*, appartenenti all’area euro, spetta alla BCE. Con questa sentenza si chiarisce che la BCE ha competenza esclusiva nell’assolvimento, ai fini di vigilanza prudenziale, dei compiti enumerati all’art. 4, par. 1 del Regolamento n. 1024/2013, nei confronti di tutti gli enti creditizi, senza distinzione tra enti significativi e meno significativi e che, seppur le Autorità nazionali competenti siano responsabili di alcuni compiti dettati all’art. 4, par. 1, e adottino tutte le pertinenti decisioni di vigilanza in relazione agli enti creditizi “meno significativi”, queste *assistono* la BCE nell’espletamento dei compiti che il Regolamento conferisce loro, mediante un’attuazione decentrata di quelle funzioni<sup>42</sup>.

Considerato il forte processo di accentramento nelle mani della BCE del sistema di vigilanza comunitario e tenuto conto, con specifico riferimento alla situazione italiana, che si vive un’era caratterizzata da un susseguirsi di offerte pubbliche che coinvolgono il settore bancario<sup>43</sup>, rileva che a seguito delle numerose notifiche ricevute il governo italiano abbia quasi sempre deliberato di non esercitare i poteri speciali; molto diversa però è stata la decisione in relazione all’operazione concernente l’offerta pubblica di

41 F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, ne *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit., p. 112.

42 Cfr. C. Giust. UE, C- 450/17 P, 8 maggio 2019, *Landeskreditbank Baden Württemberg – Förderbank c. Banca Centrale Europea*.

43 L’opa di Banco Bpm su Anima (6 novembre 2024); l’ops di UniCredit su Banco Bpm (25 novembre 2024); l’opas di Banca Ifis su Illimity Bank (8 gennaio 2025); l’ops di Monte dei Paschi di Siena su Mediobanca (24 gennaio 2025); l’ops di Bper Banca sulla Banca Popolare di Sondrio (6 febbraio 2025). Da ultimo, sia in funzione difensiva che strategica, il lancio dell’ops da parte di Mediobanca su Banca Generali (28 aprile 2025). Cfr. M. PIGNATTI, *Golden Power ed enti creditizi - I poteri speciali di Golden Power ed i rapporti con il settore creditizio*, Giur. It., 2025, p.1335

scambio (Ops) di Unicredit Spa sulla totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM <sup>44</sup>.

## 5. La vicenda Unicredit e la prima censura giurisprudenziale al Golden Power

La vicenda che ha visto coinvolte Unicredit Spa e BPM Spa è balzata alla ribalta delle cronache nazionali ed internazionali

Il 18 aprile 2025, il Consiglio dei Ministri italiano ha emanato un DPCM con il quale, in relazione all'offerta di scambio volontaria di Unicredit Spa, avente ad oggetto la totalità delle azioni di Banco BPM Spa <sup>45</sup>, sono stati esercitati i poteri speciali di cui al D.l. 15 marzo 2012, n. 21 ed ha imposto a UniCredit una serie di prescrizioni per l'acquisizione di Banco BPM.

Il provvedimento impone ad UniCredit una serie di obblighi (le "Prescrizioni") al termine dell'Operazione; nello specifico, le Prescrizioni assumono la forma di requisiti per UniCredit: - (1) Non abbassare il rapporto prestiti/depositi di UniCredit e BPM in Italia al di sotto del rapporto attuale per 5 anni, con l'obiettivo di sostenere i prestiti ai consumatori e alle PMI in Italia. - (2) Non abbassare il portafoglio di *project finance* di UniCredit e BPM in Italia al di sotto del livello attuale per un periodo indeterminato. - (3) Non ridurre gli investimenti di Anima Holding S.p.A in titoli di emittenti italiani al di sotto del livello attuale per un periodo di almeno 5 anni. - (4) "Supportare lo sviluppo della società" per un periodo di almeno 5 anni. - (5) Cessare tutte le attività in Russia riguardanti la raccolta di depositi, il prestito e il collocamento di fondi per prestiti transfrontalieri entro 9 mesi dall'adozione del Decreto <sup>46</sup>.

In seguito a ciò Unicredit ha immediatamente manifestato la propria volontà di adire le autorità giudiziarie competenti, ritenendo il decreto *de quo* non rispettoso del diritto italiano e dell'Unione.

Il T.A.R. del Lazio si è pronunciato, accogliendo parzialmente il ricorso presentato da UniCredit verso tale provvedimento in particolare per ciò che riguarda le prescrizioni in

---

<sup>44</sup> UniCredit è la seconda banca italiana per capitalizzazione di mercato mentre BPM è la quarta banca italiana per capitalizzazione di mercato.

<sup>45</sup> Tale OPS prevede che per ciascuna azione BPM 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 di Offerta in data 28 aprile 2025 è iniziato il c.d. periodo di adesione destinato alle manifestazioni della volontà di aderire all'offerta di Unicredit da parte degli azionisti di BPM. 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.

<sup>46</sup> L'art. 1 impone altresì ad UniCredit di comunicare all'entità incaricata del monitoraggio della conformità ogni eventuale difficoltà nel rispetto delle Prescrizioni. L'art. 2 del Decreto affida al MEF il controllo del rispetto delle Prescrizioni, ai sensi dell'art. 7 del decreto del Presidente della Repubblica 25 marzo 2014, n. 86. L'art. 3 del Decreto prevede la possibilità di sanzioni in caso di inadempimento o violazione delle Prescrizioni, come stabilito dall'art. 2 del decreto-legge 2012/21.

tema di rapporto impieghi/depositi e *project finance* <sup>47</sup>.

La sentenza, primo provvedimento giurisprudenziale che censura in parte un provvedimento di esercizio del Golden Power, ne delinea con fermezza i limiti dell'esercizio ed avrà immediate ricadute pratiche e normative.

In primo luogo la pronuncia pone un focus in merito definizione di "sicurezza economica" considerata quale *species* all'interno del più ampio *genus* della "sicurezza pubblica" e della "sicurezza nazionale" <sup>48</sup>.

Secondo i giudici amministrativi ciò si evince "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".

A conferma di ciò occorre richiamare l' "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".

Contrariamente a quanto affermato da UniCredit la pronuncia evidenzia che 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.

Dunque la disciplina in rassegna non riguarda esclusivamente il controllo di un investimento estero diretto ma "si rivolge al monitoraggio, in ottica preventiva, di ogni operazione in grado di incidere sugli attivi individuati come strategici, senza incentrarsi sullo strumento giuridico concretamente utilizzato ma avendo di mira l'effetto concreto della stessa in termini di potenziale incidenza sul contratto della società e dei suoi asset".

E' altresì evidente secondo i giudici amministrativi che in mancanza della concreta delimitazione di criteri e limiti nell'esercizio del potere "l'esercizio del Golden Power è,

---

<sup>47</sup> Tar Lazio sentenza n. 13748/2025, 12 luglio 2025, caso Unicredit/ BPM.

<sup>48</sup> La pronuncia evidenzia che "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".

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 eurolunitariamente riconosciute e tutelate può assumere accentuata rilevanza segnatamente nell'ambito – che qui interessa – delle operazioni aventi rilevanza economico-finanziaria"<sup>49</sup>.

Determinante può considerarsi l'incisività con cui il Tar nel ribadire che "l'obiettivo precipuo della disciplina del Golden Power è quello di tutelare gli interessi nazionali strategici ( la stabilità dell'ordine pubblico economico nazionale, nonché gli interessi dei cittadini e, primariamente dei risparmiatori), rispetto ad investimenti ed altre operazioni finanziarie potenzialmente suscettibili di pregiudicarli" ha sottolineato altresì che " se i profili di rilevanza sopra indicati sono già oggetto di una disciplina regolatoria, in ordine alla quale è già prevista l'attribuzione di particolari poteri ad Autorità indipendenti responsabili, "l'ipotesi che possa comunque intervenire, alla stregua di una vera e propria "clausola di salvaguardia", l'esercizio del Golden Power, integra un'opzione ermeneutica inaccettabile" e " fuori dalla perimetrazione legittimante l'esercizio del potere".

In tale complessa vicenda è intervenuta anche la Commissione Europea che, avendo già approvato l'operazione subordinandola a specifici impegni correttivi<sup>50</sup>, prospetta, in relazione al decreto dell'Autorità governativa italiana, una possibile violazione dell'art. 21, paragrafo 4, del Regolamento CE n.139/2004 ( Regolamento Concentrazioni) oltre alla violazione delle competenze BCE proprio in tema di vigilanza prudenziale<sup>51</sup>.

Il 26 maggio 2025 i servizi della Commissione hanno inviato una richiesta di informazioni alle autorità italiane, ai sensi dell'articolo 11, paragrafo 6, del Regolamento Concentrazioni, per comprendere se il Decreto e le Prescrizioni fossero compatibili con la com-

---

49 Se non appare contestabile che sia 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, la decisione dell'Autorità governativa italiana sembra coerente con i principi secondo cui " Se 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 aventi connotazioni economico -finanziaria".

50 La Commissione ha adottato una decisione ai sensi dell' articolo 6, paragrafo 1, lettera b), in combinato disposto con l'articolo 6, paragrafo 2, del Regolamento Concentrazioni, che approva l'Operazione subordinatamente a degli impegni, Decisione del 19 giugno 2025, nel caso M.11830 UniCredit/Banco BPM

51 A norma dell'articolo 21 del regolamento Ue sulle concentrazioni, gli Stati membri possono adottare misure appropriate per tutelare interessi legittimi, purché queste misure siano compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'Unione e siano appropriate, proporzionate e non discriminatorie.

petenza esclusiva della Commissione di valutare le concentrazioni di dimensione UE <sup>52</sup>.

Chiarimenti sono richiesti da un lato sulla compatibilità degli obblighi con l'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni, e con gli artt. 63 e 65 TFUE sulla libera circolazione dei capitali, ma dall'altro anche con l'art.127, par. 6, del TFUE, in relazione ai compiti attribuiti alla BCE e al regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio che istituisce il meccanismo di vigilanza unico (SSMR) <sup>53</sup>.

La Corte di Giustizia ha più volte chiarito che " la libera circolazione dei capitali può essere limitata da provvedimenti nazionali giustificati dalle ragioni di cui all' articolo 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". Qualora gli Stati membri intendano tutelare obiettivi legittimi in tali circostanze, possono farlo soltanto nei limiti tracciati dal trattato e, in particolare, nel rispetto del principio di proporzionalità.

La nozione di pubblica sicurezza deve essere interpretata in linea con la giurisprudenza degli organi giurisdizionali dell'Unione <sup>54</sup>.

Sul punto anche la decisione del Tar Lazio non ha mancato di sottolineare che " 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,

---

52 Ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni. La richiesta di informazioni ha posto quattordici domande alle Autorità italiane tra cui rilevano in particolare ai fini della nostra riflessione i chiarimenti sulle modalità attraverso cui l'acquisizione di una banca italiana da parte di un'altra banca italiana possa creare una minaccia reale e sufficientemente sensibile alla sicurezza pubblica in Italia e in che misura le prescrizioni siano necessarie e proporzionate a far fronte a tale minaccia.

53 L' 11 giugno le autorità italiane hanno risposto ma da quanto emerge dalla valutazione preliminare della Commissione del 14 luglio 2025 permangono profili di dubbia compatibilità con il diritto dell'Unione.

54 Cfr. la decisione della Commissione del 20 dicembre 2006 nel caso M.4197 – E.ON / Endesa, punto 61, che fa riferimento alla causa C-503/99, 4 giugno 2002, Commissione / Belgio, punto 47; causa C-483/99, 4 giugno 2002, Commissione / Francia, punto 48; C-463/00, 13 maggio 2003 Commissione / Spagna, punto 72. Cfr. anche, in tal senso, C-54/99, 14 marzo 2000, Association Église de Scientologie.

ancora, dell'errato o travisato apprezzamento di risultanze fattuali.<sup>55</sup>

Risulta evidente la persistente ambiguità dei concetti di "interesse nazionale" e "asset strategici", la cui interpretazione rimane ampiamente discrezionale e soggetta a valutazioni politiche che possono non coincidere con le dinamiche di mercato.

In conseguenza di questi eventi UniCredit ha ufficialmente comunicato di ritirare l'offerta per BPM comunicando che "la condizione relativa all'autorizzazione Golden Power non è soddisfatta" e tale clausola avrebbe "impedito a Unicredit di dialogare con gli azionisti di BPM nel modo in cui un normale processo di offerta avrebbe consentito"<sup>56</sup>.

## 6. Il rapporto tra Golden Power e vigilanza prudenziale

Prima della ormai nota vicenda che ha visto protagonista Unicredit, la compresenza di diverse istanze di vigilanza non aveva posto, almeno in linea di principio, problemi particolari, dovendosi limitare l'intervento del Governo attraverso il Golden Power a casi del tutto eccezionali e non disciplinati dalla regolamentazione di settore<sup>57</sup>.

Nonostante nella prospettiva del diritto domestico il rapporto tra Governo, Banca d'Italia e Consob appaia incentrato sulla specialità reciproca, con una prevalenza ordinamentale della regolamentazione di settore e una mera complementarità del Golden Power<sup>58</sup>, il timore di una sovrapposizione scomposta sussiste. Banca d'Italia e Consob – la cui vigilanza è volta a prevenire i c.d. fallimenti del mercato e a evitare il verificarsi di esternalità negative, garantendo la parità informativa tra i soggetti che operano sui mercati e la correttezza dei comportamenti degli operatori<sup>59</sup> – possono intervenire in presenza di significativi cambiamenti dell'azionariato o comunque dei soggetti che esercitano un'influenza rilevante sulle società che gestiscono le infrastrutture di mercato, così come nei casi in cui venga modificato l'organo di gestione, la struttura organizzativa interna o la stessa capacità di resilienza dell'infrastruttura.

Il Governo, invece, nell'esercizio del Golden Power, come esposto in precedenza, può

---

<sup>55</sup> Secondo quanto indicato nella sentenza della Sezione IV del C. Stato, n. 289 del 9 gennaio 2023, "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; 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.

<sup>56</sup> Cfr. Comunicato stampa UniCredit, 22 luglio 2025

<sup>57</sup> Le infrastrutture finanziarie sono, infatti, fortemente regolate e il loro quadro normativo e di vigilanza appare già orientato a servire gli obiettivi propri della disciplina del Golden Power.

<sup>58</sup> Cfr. S.ALVARO, M.LAMANDINI, A.POLICE, I. TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il Golden Power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni Giuridici Consob*, n. 20, febbraio 2019, p. 67.

<sup>59</sup> P.SFAMENI, A.GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013, p. 27.



“bloccare” o “condizionare” le operazioni di acquisizione che possano essere ritenute critiche per i loro risvolti politico-strategici, al fine di evitare che in Italia possa realizzarsi un grave pregiudizio agli “interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti”<sup>60</sup> oltre che, più in generale, “alla sicurezza e all’ordine pubblico del Paese”<sup>61</sup>.

Proprio perché le finalità, i presupposti applicativi, le autorità e i poteri sono diversi possono verificarsi casi di sovrapposizione o mancato coordinamento. Si pensi, a titolo di esempio, a un’acquisizione di una partecipazione in società che gestisce un’infrastruttura di mercato che non contrasti con la regolamentazione micro e macro prudenziale del settore finanziario ma che ponga, invece, problemi per la sicurezza nazionale o per l’ordine pubblico; o ancora a un’acquisizione di una società che gestisce un mercato regolamentato o un MTF che, dopo aver superato il vaglio delle autorità di vigilanza, decida di cessare l’attività di impresa, di trasferirla all’estero, di ridurre notevolmente gli investimenti o di utilizzare i dati sensibili raccolti per finalità contrastanti con l’interesse del paese<sup>62</sup>.

Sovrapposizioni si potrebbero avere anche tra il potere riconosciuto alla Consob dalla normativa “antiscorriere”<sup>63</sup> e il Golden Power<sup>64</sup>, ove le azioni di società che gestiscono un mercato regolamentato italiano siano a loro volta quotate, come accade in diversi sistemi europei.

In tali casi – fermo restando che il Governo, ai sensi dell’art. 4 del DPR n. 85/2014, sarà tenuto a esercitare il Golden Power “nella misura in cui la tutela degli interessi essen-

60 Art. 2, comma 3, D.L. 21/2012. Sulla evoluzione della disciplina italiana cfr. A. SACCO GINEVRI, *L’espansione dei golden powers*, cit., p.155 ss.; F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell’intervento dello Stato nell’economia*, in *Studi sull’integrazione europea*, Milano, 2014, p.37 ss.

61 Art. 2, comma 7, lett. b-bis D.L. 21/2012.

62 S..ALVARO, M. LAMANDINI, A.POLICE, I. TAROLA, *La nuova via della seta*, cit., p.61.

63 La “norma antiscorriere”, contenuta nell’art. 13 della legge 172 del 2017, ha introdotto, nel testo dell’art. 120, TUF, un nuovo comma 4, mediante il quale si è voluto imporre agli acquirenti partecipazioni rilevanti nel capitale di società quotate aventi l’Italia come Stato membro d’origine (ossia partecipazioni pari o superiori alle soglie del 10%, 20% e 25%) l’obbligo di comunicare alla società partecipata, alla Consob e al mercato gli obiettivi perseguiti nei sei mesi successivi all’acquisizione, e, in particolare, l’eventuale intenzione di acquistare il controllo dell’emittente o comunque esercitare un’influenza sulla gestione della società. L’omissione della comunicazione è sanzionata con l’inibizione del diritto di voto inerente alle azioni acquistate e, nell’ipotesi di inosservanza di quest’ultimo divieto, con l’impugnabilità da parte della Consob della delibera o del diverso atto adottato con il contributo determinante delle predette azioni.

64 Il contrasto vi sarebbe con il potere riconosciuto al Governo dalla legge sul *golden power* che prevede la valutazione circa “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” (art. 2 comma 7, lett. b, del D.L. . 21/2012).

ziali dello Stato [...] non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore”- sarebbe auspicabile l’instaurarsi di una forma di collaborazione stabile tra Governo e Consob (e Banca d’Italia); ciò sia nell’interesse delle imprese, che potrebbero fare affidamento su un’unica visione d’insieme e su un’univoca soluzione dei problemi, sia nell’interesse delle stesse autorità nazionali, che potrebbero scambiarsi utili informazioni per acquisire elementi di valutazione ai fini delle rispettive istruttorie, sia, infine, per rendere l’intervento complessivamente proporzionato rispetto all’operazione economica posta in essere dalle imprese<sup>65</sup>.

Il provvedimento dettato nei confronti di UniCredit impone di contro una riflessione in tema di sovrapposizione diretta tra la politica industriale di uno Stato membro e la vigilanza prudenziale della BCE, autorità sovranazionale con mandato esclusivo.

La BCE e la Banca d’Italia sono le autorità competenti a svolgere funzioni di vigilanza ai sensi della normativa dell’UE in materia di requisiti patrimoniali. Poiché UniCredit è un ente significativo, le funzioni di vigilanza sono svolte direttamente dalla BCE, con il sostegno della Banca d’Italia per tutte le attività che devono essere svolte a livello locale<sup>66</sup>.

La BCE è sia l’unica autorità ai sensi del diritto dell’Unione con il potere di imporre requisiti prudenziali a UniCredit, e all’entità risultante dopo il completamento dell’Ops su BPM, sia competente a verificare che un’eventuale fusione tra la BPM e UniCredit non comporti una situazione che possa compromettere o mettere a serio rischio lo svolgimento dell’attività di tali enti creditizi, ivi comprese le loro attività di prestito<sup>67</sup>.

---

65 Cfr. S.ALVARO, M.LAMANDINI, A.POLICE, I.TAROLA, *op.loc.ultt.citt.*. Cfr. T.A.R.Lazio, Unicredit, in cui si sottolinea che gli artt. 4 e 6 del Regolamento 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. C. Giust. UE, C- 423/98).

66 Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, e Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (CRD). La CRD impone agli Stati membri di garantire che le autorità competenti cooperino con fiducia e nel pieno rispetto reciproco nel garantire il flusso di informazioni adeguate e affidabili tra loro e le altre parti del Sistema europeo di vigilanza finanziaria, conformemente al principio di leale cooperazione di cui all’articolo 4, paragrafo 3, del trattato sull’Unione europea.

67 Poiché 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 che impone restrizioni alle attività delle società controllate russe degli enti creditizi con sede al di fuori della Russia, la BCE ha instaurato interlocuzioni con UniCredit in merito alla valutazione del profilo di rischio ed al suo impatto sulla stabilità del gruppo. In particolare è stato rilevato 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 è stata evidenziata 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 UniCredit aveva già inviato alla BCE un piano per la riduzione delle proprie attività in Russia che però era stato ritenuto contenere misure correttive insufficienti. In seguito a ciò 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: (i) alle restrizioni sui prestiti; (ii) alle restrizioni sui depositi; (iii) alle restrizioni sul collocamento di fondi; (iv) alle restrizioni sui pagamenti; (v) al piano di attuazione<sup>68</sup>.

Nella valutazione preliminare inviata all'Italia dalla Commissione Ue <sup>69</sup> emerge che le Prescrizioni imposte ad Unicredit sono suscettibili di interferire con le norme prudenziali dell'Unione nella misura in cui limitano la capacità di UniCredit di svolgere la propria attività e di adottare le scelte commerciali più appropriate per quanto riguarda le politiche creditizie e la gestione della liquidità.

La Commissione si sofferma con fermezza sul punto e evidenzia che, nella misura in cui le varie Prescrizioni stabilite nei confronti di Unicredit sono giustificate sulla base di considerazioni relative ai rischi relativi alla condotta dell'ente creditizio, compresa qualsiasi considerazione in merito ai rischi relativi alla futura continuità delle attività di prestito, il Decreto incide sulla competenza esclusiva della BCE in quanto autorità di vigilanza prudenziale e si pone pertanto in violazione dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, come attuato nell'SSMR.

Viene osservato in via preliminare che requisiti di natura prudenziale possono essere adottati solo se necessari per assicurare una gestione sana e prudente dei rischi, conformemente alle condizioni stabilite nel quadro di vigilanza prudenziale. In particolare, "conformemente al principio di proporzionalità, le misure che limitano gravemente la libertà d'impresa degli enti creditizi richiedono solide giustificazioni prudenziali e possono essere adottate solo in assenza di altre misure meno restrittive".

A tale riguardo, stando alla valutazione preliminare rivolta all'Italia il Decreto è considerato non conforme rispetto al quadro di vigilanza prudenziale dell'Unione poiché non dimostra che le condizioni potenzialmente idonee a giustificare tali rigorosi

<sup>68</sup> La decisione è stata impugnata dalla ricorrente innanzi al Tribunale dell'Unione europea (causa T 324/24 R), il quale, con ordinanza del 22 dicembre 2024, ha respinto la domanda di provvedimenti provvisori.

<sup>69</sup> Valutazione preliminare del 14 luglio 2025 a norma dell'art. 21, paragrafo 4, del regolamento CE n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21 dell'accordo SEE, C(2025) 4624 final.

requisiti prudenziali siano soddisfatte<sup>70</sup>.

La presenza di un quadro di vigilanza unico a livello europeo riduce lo spazio per l'uso del Golden Power, confinando la sua legittimità a situazioni eccezionali che minacciano la sicurezza nazionale: dal punto di vista nazionale, è auspicabile un'ulteriore precisazione e tipizzazione dei presupposti limitando qualsivoglia profilo di ambiguità e rafforzando la certezza del quadro normativo. Dal punto di vista europeo, è fondamentale che vengano stabiliti meccanismi formali di coordinamento e consultazione tra i governi nazionali e le autorità di vigilanza come la BCE e la Commissione, per garantire che gli interventi di politica industriale non minino gli obiettivi di stabilità finanziaria e di libero mercato<sup>71</sup>.

La tentazione di usare la clausola della tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico per limitare in modo eccessivo e strumentale la libertà di investimento e impresa va respinta.

Un'interpretazione eccessivamente ampia degli interessi essenziali dello Stato e del contenuto della "sicurezza nazionale" potrebbe avere un grave impatto sul quadro giuridico degli investimenti esteri, creando nuovi ostacoli e determinando la mancanza di certezza del diritto per gli investitori<sup>72</sup>, che, in un contesto geopolitico di incertezza ed insicurezza, prediligeranno le economie caratterizzate da un sistema di *governance* e applicazione del diritto stabile e prevedibile.

L'attualità rimanda, e induce a ripensare, alle soluzioni adottate in passato e restituisce a regolatori e autorità di vigilanza (dei mercati finanziari e non solo) una realtà profondamente cambiata e destinata a subire ulteriori evoluzioni.

---

70 Stando alle osservazioni della Commissione, l'Italia non solo non avrebbe dovuto adottare la Prescrizione su Prestiti e Depositi in quanto tale misura prudenziale rientra nell'ambito di competenza della BCE ma avrebbe dovuto informare preventivamente la BCE in merito all'adozione di eventuali prescrizioni che avrebbero potuto avere un impatto sulla competenza esclusiva della BCE di imporre misure prudenziali alle banche di importanza sistemica nella zona euro. Omettendo di farlo, il nostro Paese ha presumibilmente violato anche l'obbligo di leale cooperazione di cui all'art. 6 della direttiva sui diritti dei consumatori.

71 Cfr. M. PIGNATTI, *Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti "greenfield": il ruolo della vigilanza*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2024, p. 295.

72 Oltre a ciò, l'abuso dei meccanismi di "screening" potrebbe trasformarsi in uno strumento per la protezione dell'economia nazionale, con gravi conseguenze sui flussi internazionali di investimenti; molto spesso, infatti, il confine tra autentica protezione degli interessi di sicurezza, da una parte, e un protezionismo mascherato, dall'altra, è molto labile. In ragione di ciò, appare fondamentale, ora ancor più che in precedenza, trovare un equilibrio tra la protezione degli investimenti privati e il diritto sovrano di ciascuno Stato di salvaguardare obiettivi pubblici di interesse generale, quali la tutela della salute e degli interessi strategici nazionali. In tal senso, Cfr. M.R. MAURO, *L'effetto del Covid-19 sull'accesso degli investimenti stranieri: le recenti modifiche introdotte nel regime di "Golden Power"* in P. ACCONCI, E. BARONCINI, *Gli effetti dell'emergenza Covid-19 su commercio, investimenti e occupazione. Una prospettiva italiana*, cit., p. 215 e ss.; L. VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Mercato, concorrenza, Regole*, I, 2020, p. 119 ss.

L'obiettivo dovrebbe essere dunque quello di preservare la funzione essenziale del Golden Power – proteggere asset strategici e interessi nazionali – senza snaturarlo in un meccanismo protezionistico opaco e in grado di mettere in fuga gli investitori.