

ARTICOLI

**L'ampliamento dell'ambito
soggettivo: operazioni
domestiche, controllo di fatto
e nozione funzionale
di “investitore estero”**

FRANCESCO PETROSINO

Ricercatore in diritto dell'economia
Università di Trento

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.

L'ampliamento dell'ambito soggettivo: operazioni domestiche, controllo di fatto e nozione funzionale di "investitore estero"

FRANCESCO PETROSINO

Ricercatore in diritto dell'economia
Università di Trento

SOMMARIO: 1. Contenuti e struttura della ricerca. Una premessa – 2. Il caso: la sentenza del 12 luglio 2025 n. 13748 del Tar del Lazio... – 2.1. ... e la valutazione preliminare della Commissione europea del 14 luglio 2025 – 3. La nozione di controllo, tra art. 2359 c.c. e art 93 T.u.f. – 4. Estensione applicativa del *golden power*, controllo di fatto e nozione funzionale (o sostanziale) di investitore estero. Considerazioni conclusive.

1. Contenuti e struttura della ricerca. Una premessa.

La sentenza del Tar del Lazio del 12 luglio 2025 costituisce una tappa significativa nella dimensione interpretativa e dunque applicativa della disciplina del *golden power*.

In effetti il giudice amministrativo ha posto al centro del dibattito alcuni elementi senza dubbio problematici emergenti dalla lettura del regime positivo.

Le strettoie interpretative derivanti dalla lettura del d.l. del 15 marzo 2012 n. 21 (da qui in avanti, il Decreto) sono da tempo oggetto di discussione tra gli autori che si occupano della regolazione economica, in particolare laddove quest'ultima preveda l'intervento

dei poteri speciali⁰¹.

Infatti, da un lato, l'intervento dell'esecutivo incontra alcune difficoltà in punto di integrazione con la normativa eurounitaria, specificamente con il quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione previsto dal Regolamento (Ue) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio (da ora in poi, il Regolamento). Dall'altro, invece, non poche tensioni si riscontrano con le politiche europee a sostegno dell'Unione bancaria e, più precisamente, con l'Unione dei mercati dei capitali⁰², nonché con l'architettura della vigilanza settoriale⁰³.

Le precondizioni oggettive di applicabilità della normativa interna hanno rappresentato un profilo centrale nel ragionamento del tribunale amministrativo. In questo senso, l'interpretazione dei presupposti funzionali è parsa quanto meno problematica, con riferimento alla minaccia di un grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza (e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti) o all'ordine pubblico, in aderenza a quanto stabilito dai commi 3 e 6 dell'art. 2 del Decreto⁰⁴.

01 Sul tema dell'intervento dell'esecutivo nella regolazione dell'economia, in particolare attraverso il *golden power*, si tengano in mente le considerazioni di F. GASPARI, *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi socioeconomica e politica dell'Unione europea*, in *Federalismi.it*, 2020, 16, spec. 120-121. Sulla distinzione tra regolazione e regolamentazione e sulla collocazione del *golden power* come intervento diretto dei poteri pubblici, segnati da una precisa connotazione politica, nella prima categoria, si consideri lo scritto di A. GEMMI, *La golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento*, in *PA. Persona e amministrazione. Ricerche giuridiche sull'amministrazione e l'economia*, 2020, I, 393-400. Nella prospettiva che incorpora anche il governo dell'economia attraverso la presente dei poteri pubblici nel governo societario, si considerino anche i ragionamenti di F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2014, IX, 58.

02 Sul potenziale contrasto tra l'esercizio dei poteri speciali e il mercato unico dei capitali, si notino le considerazioni espresse da A. SACCO GINEVRI, *Golden power mercati finanziari e Unione dei mercati dei capitali (CMU)*, in questo quaderno.

03 Sul rapporto tra *golden power* e vigilanza settoriale, *ex multis*, 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*, gennaio 2019, n. 20, in part. 64; L. BOGGIO, *Golden Powers, poteri di vigilanza e libertà fondamentali nel contesto dell'Unione Bancaria Europea*, in *Riv. dir. soc.*, 2025, 3, 664-666; L. SCIPIONE, *Mutamenti degli assetti proprietari in ambito bancario. Il difficile connubio tra disciplina di settore, normativa sull'OPA e Golden Powers*, in *Banca, impr., soc.*, 2023, 1, 98.

04 Sugli aspetti critici relativi ai presupposti funzionali si rimanda al contributo presente in questo Quaderno a firma di A. MAGLIARI, *Il golden power tra ampliamento dell'ambito di applicazione e rarefazione del presupposto funzionale. La sicurezza economica come sicurezza nazionale?*, in questo quaderno, ma anche D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia oggi, con il diritto dell'Unione europea: il caso delle banche*, in *Riv. dir. reg.*, 2021, I, in part. 42 ss. Benché senza espresso riferimento ai settori finanziario, bancario e assicurativo, interessanti risultano gli spunti provenienti dall'analisi di F. MARTINI, *La sicurezza nazionale nel libero mercato globalizzato. Focus sul settore delle comunicazioni*, in *Rivista italiana di diritto pubblico delle comunicazioni*, 2024, 4, 697 ss.

Ai fini della presente indagine le prescrizioni più significative attengono alle precondizioni soggettive necessarie all'adozione del decreto del Presidente del Consiglio dei ministri. Più correttamente al fatto il dovere di notifica scatti non solo nel caso in cui l'acquisto di partecipazioni in società che detengono attivi strategici, ai sensi del co. 1, sia effettuato da «un soggetto esterno all'Unione europea», ma anche quando sia realizzato da «soggetti appartenenti all'Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia» e risulti così rilevante 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.

Alla luce di questa breve premessa, appare opportuno rammentare che il contributo, dopo una rassegna della vicenda giudiziale, si concentrerà sullo studio del co. 5 dell'art. 2 del d.l. 21/2012. In termini più puntuali, nell'ottica di intendere il corretto funzionamento del *golden power*, *extrema ratio* da utilizzarsi in assenza di adeguata regolamentazione settoriale, l'analisi si soffermerà su un passaggio interpretativo in particolare, relativo all'applicazione dei poteri impeditivi di natura governativa applicati, in questo caso, in seguito a un'operazione conclusasi tra due operatori domestici.

Più specificamente, al fine di comprendere se e come sia possibile consentire una simile iniziativa governativa nell'ambito di un'acquisizione tra banche nazionali, lo studio si concentrerà primariamente sul significato da attribuire alla nozione di "controllo di fatto", così come prevista dal Decreto, e al conseguente logico dell'influenza dominante.

Di conseguenza, nella parte finale del presente lavoro la centralità di una corretta modulazione dei poteri speciali assume un ruolo fondamentale. A tal fine, infatti, è richiesto di calibrare adeguatamente il tipo di investimento estero nel capitale sociale e il suo peso specifico in assemblea e, più generalmente, in capo agli organi amministrativi e di controllo della società partecipata.

In base a simili considerazioni conclusive, infine, sarà opportuno (ri)considerare anche la nozione di investitore estero, inquadrata dal Regolamento e disciplinata anche da

Decreto⁰⁵, in virtù della natura della partecipazione azionaria detenuta.

2. Il caso: la sentenza del 12 luglio 2025 n. 13748 del Tar del Lazio...

La sentenza del giudice amministrativo prende le mosse dalla comunicazione al mercato con cui Unicredit ha deciso di promuovere un'offerta pubblica di scambio, coerentemente alle prescrizioni degli artt. 102 e 106 co. 4 Tuf, riguardante la totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM.

Se, per un verso, Consob ha approvato inizialmente il documento d'offerta dando avvio al periodo di adesione, per l'altro, in base alla relazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, in data 18 aprile 2025, la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha adottato un decreto con cui si imponevano a Unicredit una serie di prescrizioni: i) il mantenimento, per un periodo non inferiore ai cinque anni, del rapporto impieghi/depositi in Italia con l'intento di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali; ii) non diminuire il livello del portafoglio attuale di *project finance* di Banco BPM e Unicredit in Italia; iii) infine, per un periodo di almeno cinque anni, di non ridurre gli investimenti in Anima holding s.p.a – di cui Banco BPM deteneva l'89,49% del capitale – in titoli di emittenti italiani; di garantirne lo sviluppo; di cessare le attività in Russia entro nove mesi dall'adozione del provvedimento della Presidente del Consiglio dei ministri.

Unicredit ha proposto un ricorso sulla scorta di tre motivi di impugnazione.

In primo luogo, secondo la ricorrente non sussisteva alcuna minaccia per la sicurezza o per l'ordine pubblico che giustificasse l'attuazione del decreto presidenziale, utilizzabile, eventualmente, solo laddove si prospettasse una minaccia agli interessi fondamentali dello Stato.

⁰⁵ Per una valutazione più chiara del *golden power* e di come sia necessario risolvere questo problematico nodo interpretativo, si ponga mente alla prescrizione del co. 5 dell'art. 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, che stabilisce «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, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è notificato, ove possibile congiuntamente alla società le cui partecipazioni sono oggetto dell'acquisto, entro dieci giorni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, unitamente ad ogni informazione utile alla descrizione generale del progetto di acquisizione, dell'acquirente e del suo ambito di operatività. *Nei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e 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, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.* Nel computo della partecipazione rilevante si tiene conto della partecipazione detenuta da terzi con cui l'acquirente ha stipulato uno dei patti previsti dall'articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, o previsti dall'articolo 2341-bis del codice civile [...]».

Secondariamente, Unicredit ha sostenuto che il provvedimento dell'esecutivo avesse violato il Regolamento (Ce) n. 139/2004 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese. Più precisamente che, concordemente con l'art. 21 par. 4, il governo italiano non abbia denunciato alla Commissione l'operazione e, soprattutto, la potenziale minaccia a interessi legittimi.

Infine, rispetto alla cessazione delle attività in Russia, Unicredit ha ritenuto l'ordine governativo sproporzionato e concretamente irrealizzabile⁰⁶.

Il Tar dunque ha rinvenuto i presupposti a fondamento dell'esercizio del *golden power*. Pertanto, dopo aver accolto la "nozione di sicurezza economica" come *species* del *genus* di "sicurezza nazionale", conformemente a quanto previsto dalla normativa interna ed europea, ha ammesso la configurabilità dell'intervento governativo a fronte di operazioni aventi connotazione economico-finanziaria a presidio della sicurezza pubblica nazionale.

Assunto dunque il legittimo fondamento normativo del potere esercitato, nella seconda parte della pronuncia sono state esaminate le singole prescrizioni.

Il collegio ha censurato la prima prescrizione attinente al rapporto depositi/impieghi in quanto non conforme ai criteri di necessità e proporzionalità nell'esercizio dei poteri statali sanciti dalla giurisprudenza europea⁰⁷.

In secondo luogo, il tribunale ha considerato il mantenimento di un certo livello di portafoglio di *project finance* di Unicredit e BPM, in assenza di una durata temporale mini-

06 Nel testo della sentenza, più specificamente, viene ricordato come, secondo Unicredit «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».

07 La giurisprudenza europea ricordata dal Tar riguardava per vero l'esercizio della c.d. *golden share*. Si trattava specificamente della sentenza C-326/07, commentata da M. COLANGELO, *Golden share, diritto comunitario e i mercanti di Venezia*, in *Foro it.*, 2009, IV, 221; ma anche L. SCIPIONE, *L'arma della "golden share" tra giurisprudenza comunitaria ed evoluzione normativa interna*, in *Innovazione e diritto*, 2010, I-II, 81. Quanto al requisito di proporzionalità, in relazione al quale erano state mosse le censure da parte del giudice che ha promosso il rinvio pregiudiziale, la Corte di giustizia ricorda che lo stesso 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 Corte di giustizia si è dimostrata ancora più puntuale laddove, con sentenza del 4 giugno 2002, causa C-503/99, reperibile in *Foro it.*, 2002, X, 479, ha sancito che «la libera circolazione dei capitali, in quanto principio fondamentale del Trattato, può essere limitata da una normativa nazionale solo se quest'ultima sia giustificata da motivi previsti all'art. 73 D, n. 1, del Trattato o da motivi imperativi di interesse pubblico e che si applichino ad ogni persona o impresa che eserciti un'attività sul territorio dello Stato membro ospitante. Inoltre, per essere così giustificata, la normativa nazionale deve essere idonea a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di quest'ultimo, al fine di soddisfare il criterio di proporzionalità» (corsivo aggiunto).

ma, una misura illegittima⁰⁸.

Insuscettibili di accoglimento si sono rivelate, invece, le censure riferite alla prescrizione che ha imposto a Unicredit di cessare le attività in Russia, consistenti nella raccolta di risparmio, nel collocamento di fondi e nei prestiti transfrontalieri. Il giudice ha infatti sancito come l'influenza del governo russo costituisca una minaccia per la sicurezza e l'ordine pubblico degli Stati Membri. Pertanto, l'attuale assetto normativo e regolatorio sono evidentemente ispirati a «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».

Non è sussistito alcun dubbio quanto all'inerenza della prescrizione agli interessi strategici del paese. La misura predisposta è parsa adeguata, proporzionata e, dunque, legittima.

Nella prospettiva che più attiene ai fini del presente studio, il profilo di maggior interesse che emerge della lettura della sentenza riguarda principalmente al primo argomento di censura, legato alla violazione e alla falsa applicazione dell'art. 2 del Decreto.

A tal proposito Unicredit ha ritenuto infatti che, poiché l'operazione censurata dal decreto presidenziale ha coinvolto due banche interamente italiane, operanti da tempo in Italia e sottoposte alle normative e alle vigilanze europea e interna, non sussisterebbe alcuna ragione di sicurezza o di ordine pubblico.

La ricorrente ha riscontrato l'estensione soggettiva del regime del *golden power* anche a soggetti appartenenti all'Unione europea. Al contempo, però, ha precisato che l'acquisizione è apparsa «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».

Il divieto imposto dal decreto presidenziale, inoltre, si porrebbe in contrasto con la cornice normativa europea, in particolare con le libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali sancite dal Trattato sul funzionamento.

Questo passaggio della sentenza insiste su un nodo interpretativo problematico e precondizione imprescindibile per comprendere l'an dell'intervento governativo nell'ipote-

⁰⁸ Il Tar rammenta che «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».

si di un'acquisizione tra due banche nazionali ad azionariato diffuso.

Considerato che il capitale degli operatori coinvolti nell'acquisizione è partecipato da società non italiane, sia europee che extraeuropee, è necessario considerare se esse assumano un'influenza dominante sulle partecipate ed eventualmente sul soggetto scaturente dall'operazione. In sintesi, il potere speciale si attiva laddove si realizzi un insediamento stabile dell'acquirente scaturente dal controllo di fatto che lo stesso esercita sulla partecipata.

Ed è appunto attraverso la leva del controllo degli azionisti di minoranza che potrebbe eventualmente comprendersi una simile ingerenza nell'autonomia d'impresa perfino in assenza di un'operazione transfrontaliera.

2.1. ... e la valutazione preliminare della Commissione europea del 14 luglio 2025

In verità le istituzioni europee hanno elaborato una posizione netta proprio con riferimento al rapporto tra assetti proprietari degli enti creditizi coinvolti ed esercizio del *golden power*.

Specificamente, in questo senso appare degna di nota la valutazione preliminare della Commissione europea del 14 luglio 2025, adottata in conformità all'art. 21 par. 4 del regolamento (Ce) n. 139/2004. In particolare, la Commissione ha valutato se le restrizioni predisposte dagli Stati Membri a fusioni e acquisizioni fossero compatibili con le norme sul mercato interno, soprattutto con la libera circolazione dei capitali regolata dall'art. 63 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

L'indirizzo eurounitario si è pertanto concentrato sull'analisi delle politiche degli Stati Membri in tema investimenti diretti e si è soffermato sull'impatto tra partecipazioni rilevanti, che consentono cioè all'acquirente effettivi gestione e controllo⁰⁹, e libera circolazione dei capitali¹⁰. La Commissione, più correttamente, ha ritenuto che il decreto presidenziale limitasse l'acquisto di azioni nelle imprese interessate o costituisse una misura quanto meno dissuasiva agli investimenti provenienti da altri Stati Membri.

L'incompatibilità del decreto con le ragioni di pubblica sicurezza e soprattutto con il divieto di restrizione ai movimenti di capitali ha ad oggetto l'assetto proprietario delle

⁰⁹ La Commissione riprende tale nozione di investimento diretto replicando le considerazioni espresse della più rilevante giurisprudenza eurounitaria, in particolare il riferimento corre a causa C-212/09, *Commissione/Portogallo*, punto 47 e cause riunite C-282/04 e C-283/04, *Commissione / Paesi Bassi*, punto 19; Causa C-112/05, *Commissione / Germania*, punto 18, Causa C-171/08, *Commissione / Portogallo*, punto 49; e causa C-543/08, *Commissione / Portogallo*, punto 46. In sintesi, gli investimenti diretti sono quelli che hanno lo scopo di creare o mantenere legami durevoli e diretti fra investitore e gestione dell'impresa. A tal proposito, e sulla giurisprudenza europea in materia, si leggano le considerazioni di C. CELLERINO, *Il Parere 2/15 della Corte di giustizia sull'accordo di libero scambio UE-Singapore: luci e ombre*, in *Eurojus.it*, 25 luglio 2017, spec. 8.

¹⁰ Relazione puntualmente approfondita da CGUE causa C-212/09, *Commissione/Portogallo*, p. 48 in part.

banche coinvolte.

La Commissione ha ritenuto che la sede in paesi terzi degli azionisti di Unicredit fosse del tutto irrilevante ai fini dell'intervento pubblico, giacché essi non esercitano un controllo né possono influenzare in modo significativo le attività dell'acquirente.

La valutazione infatti ha passato in rassegna la composizione azionaria dapprima di Unicredit, ricordando che molti dei suoi investitori sono stabiliti in Stati Membri diversi dall'Italia. In particolare, i principali investitori sono statunitensi, rispettivamente Blackrock, che detiene il 7,4% delle azioni, e Capital Research and Management Company, proprietaria del 5% delle partecipazioni. Il 21% degli azionisti istituzionali, che insieme detengono il 75% di Unicredit, ma che non devono comunicare le proprie partecipazioni, in quanto corrispondenti a una soglia inferiore al 5% del capitale, sono stabilite nel "resto d'Europa", senza contare cioè Italia e Regno Unito.

In seguito, l'atto della Commissione ha indagato la presenza di investimenti stranieri anche in seno al BBPM il cui principale azionista è Credit Agricole, che ha sede in Francia e detiene circa il 19,8 % delle azioni, seguito da Blackrock (5%), dal fondo britannico Davide Leone (5%) e dalla Bank of America (5,68%).

L'analisi effettuata in sede europea ha fornito una sintesi non solo quantitativa, ma anche qualitativa della titolarità azionaria. La Commissione ha notato infatti come non solo Unicredit e BPM abbiano una base di azionisti internazionali diversificata, ma che esse non siano soggette ad alcun controllo da parte di investitori terzi.

In virtù di simili considerazioni, pertanto, l'acquisizione di BPM non può costituire una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica, tanto più che il governo italiano non ha al momento ancora fornito una spiegazione adeguata in merito alle preoccupazioni che ne hanno giustificato l'intervento.

3. La nozione di controllo, tra art. 2359 c.c. e art 93 T.u.f.

La struttura proprietaria derivante dall'operazione, oggetto dapprima dell'intervento dell'esecutivo e in seguito della pronuncia del Tar, consente un approfondimento ulteriore che si concentra sul regime delle società controllate.

Più correttamente, la ricerca in questo senso non può che volgersi principalmente sul contenuto dell'art. 2 co. 5 del Decreto, emendato ai sensi dell'art. 25 del d.l. 21 del 2022. Esso sancisce l'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri dell'acquisto da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di partecipazioni in società che detengono attivi strategici ai sensi del co. 1 e co. 1-ter che determinino l'insediamento stabile dell'acquirente in virtù del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 c.c. e del regime positivo del Tuf.

La disposizione in esame prevede, inoltre, che nei settori finanziario, creditizio e assicurativo, il medesimo dovere sussista nell'ipotesi in cui gli acquisti di partecipazioni siano effettuati anche da soggetti appartenenti all'Unione europea, compresi quelli re-

sidenti in Italia.

Assunto il riferimento positivo, non può che constatarsi un'anomalia rispetto all'intervento governativo nel caso esaminato. L'operazione Unicredit-BPM rappresenta infatti un caso unico di iniziativa del Governo nel settore del credito e ciò perché, benché sussista la base giuridica attinente alla notifica e all'istruttoria, l'attivazione dei poteri impone che l'acquisto «un grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato cui al co. 3 ovvero un pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico»¹¹.

Appare discutibile che un'operazione tra due operatori domestici possa integrare i requisiti dell'art. 2 co. 6 del Decreto¹² e, in aderenza ai primi commenti sulla pronuncia del giudice¹³, sarebbe quanto meno dubbio considerare Unicredit una *public company* straniera esclusivamente in virtù della presenza di investitori internazionali.

Pertanto, per comprendere se l'offerta pubblica di scambio di Unicredit possa essere oggetto di un simile sindacato governativo, una previa riflessione sul significato di "controllo di fatto", per vero ripreso proprio al co. 5 dell'art. 2, deve essere svolta.

Va precisato innanzitutto che tale disposizione si riferisce a una nozione che fa capo sia, in termini più puntuali, al codice civile che, più genericamente, al Tuf e il richiamo al d.lgs. 58 del 1998 non può che riguardare l'art. 93, una prescrizione cioè che regola il fenomeno del controllo applicabile alla parte IV del Tuf, dedicata agli emittenti.

Al netto del dibattito dottrinale sviluppatosi attorno alla definizione tipologica o finalizzata¹⁴, l'accezione di "controllo", in questa sede, deve essere precisamente circoscritta.

Una perimetrazione più puntuale significa, innanzitutto, che il significato deve essere

¹¹ Art. 2 co. 6 del Decreto.

¹² M. PAGANO, *Golden power e operazioni bancarie: la sentenza del TAR Lazio sul caso Unicredit/Banco BPM*, in *Eurojus* it, 8 settembre 2025, spec. 8, ricorda come, nel suo ragionamento, il Tar sottolinei che la normativa interna sia destinata a garantire la sicurezza economica e del risparmio nazionale e che, contestualmente, anche e prima ancora quella europea spinga i medesimi obiettivi sistemici. L'A. rileva una discrasia tra l'oggetto della disciplina europea, cioè quello di introdurre un meccanismo di screening europeo che miri a al controllo degli investimenti esteri diretti, considerati come quelli effettuati da una persona fisica o da un'impresa di un paese terzo, e quello del regime interno. La normativa italiana infatti consente l'applicazione dei poteri speciali anche in caso di investimenti intraeuropei, realizzati perfino da soggetti residenti in Italia.

¹³ Ci si riferisce in particolare a L. PICOTTI, *Risiko bancario e Golden power: l'intervento del governo su Unicredit Banco BPM*, in www.osservatoriogoldenpower.it, p. 4.

¹⁴ Si fa riferimento in questo senso alla dibattito dottrinale tra chi ha sostenuto una visione funzionale di controllo, mutevole in corrispondenza dei settori nei quali tale nozione veniva accolta e dunque conforme agli scopi prefissati dai legislatori settoriali e chi, invece, ne ha elaborato una visuale tipologica. Secondo quest'ultima lettura il controllo rappresenterebbe un modello delimitato da due poli costituiti dall'art. 2359 c.c. e dall'art. 7 della legge *antitrust*. Per una panoramica sulla prima posizione, si consideri lo scritto di M. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, I, 457, mentre, quanto alla posizione contraria, si ponga mente allo scritto monografico di M. LAMANDINI, *Il "controllo". Nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995.

inteso nel contesto normativamente predisposto dal regime interno che consta nel più volte richiamato art. 2 co. 5 del Decreto. Inoltre, la nozione non può che essere accolta alla luce del quadro proprietario dei soggetti coinvolti nell'operazione, delineato dalla valutazione della Commissione (v. *supra* par. 2).

Tenuto conto infatti che nessuno degli investitori stranieri di Unicredit detiene percentuali di maggioranza, sembra opportuno approfondire la nozione di controllo di fatto. In sostanza, la struttura dell'azionariato dell'acquirente, come pure quella che potrebbe derivare dall'operazione, non prevede la presenza di azionisti di maggioranza e tanto meno sussistono accordi tra soci destinati a regolare gli assetti proprietari o a coordinare il voto in assemblea.

Considerato che, in aderenza ai commentatori che si sono occupati di questo specifico aspetto societario del *golden power*¹⁵, è preferibile accogliere una lettura unitaria o cumulativa del co. 5 dell'art. 2, appare pertanto necessario individuare alcuni tratti centrali del controllo di fatto. O, quanto meno, gli aspetti essenziali che possano rinvenirsi nel caso in esame e che, dunque, consentano di valutare Unicredit come attore extra-UE in quanto partecipato da società straniera che, pur detenendo una partecipazione di minoranza¹⁶, ne condizionino le decisioni e ne determinino le politiche imprenditoriali.

Poste le necessarie considerazioni di fatto, lo studio delle discipline del controllo non può che principiare da un elemento comune a entrambe e consistente nell'influenza dominante della controllante sulla controllata.

Più dettagliatamente, ai sensi dell'art. 2359, nella prospettiva del controllo di fatto previsto dal co. 1 lett. b), sono considerate controllate «le società in cui un'altra società

¹⁵ A tal proposito si leggano le considerazioni di V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019, 83; F. RIGANTI, *I golden powers italiani tra «vecchie» privatizzazioni e «nuova» disciplina emergenziale*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2020, IV, 896-897, laddove specifica il perché di una lettura "unitaria": «In merito, la diversità di vedute è concreta, così come concreto è uno spazio interpretativo che – come sopra detto al fine di tutela degli interessi protetti dalla norma – andrebbe tuttavia compresso a favore di una concezione che, al di là di sofismi, legga nel rinvio a diverse disposizioni non già l'intento di complicare la materia in più ipotesi operative (ad es. con l'applicazione del solo c.c. alle società chiuse, e del t.u.f. a quelle aperte) bensì, all'opposto, di ricomprendere nella propria sfera d'azione tutti i casi possibili, proprio al fine di sottoporre all'obbligo di notifica ogni operazione sostanzialmente intesa, attraverso al controllo, a «toccare» gli interessi nazionali protetti e quindi attivare la soglia d'attenzione dell'esecutivo». Infine, coerentemente a quanto sostenuto dai precedenti Aa., anche G. SERAFIN, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, II, 1037.

¹⁶ La dottrina ricorda infatti che per individuare il soggetto controllante non è di per sé sufficiente la titolarità o il possesso di partecipazioni. Al contrario, l'elemento costitutivo del controllo interno di diritto come di fatto è rappresentato dalla disponibilità dei voti in assemblea in misura idonea a consentire l'esercizio di un'influenza dominante sulla stessa. In questi termini, G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, in *Contr. impr.*, 1997, I, 329; M. MIOLA, sub art. 93 t.u.f., in G. F. Campobasso (dir.) *Testo unico della finanza. Commentario*, Torino, 2002, 708 ss.; M. NOTARI, J. BERTONE, sub. Art. 2359 c.c., in *Azioni M. Notari (a cura di)*, in *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 672.

dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria». L'art. 93 Tuf menziona alcune differenti fattispecie di controllo, scaturenti da un contratto o da una clausola statutaria (lett. a) o dall'accordo di un socio con altri soci (lett. b), benché rimanga fermo il riferimento, al co. 1, del regime codicistico¹⁷.

Da una breve panoramica dell'architettura normativa di riferimento emerge dunque come l'influenza dominante si consideri presunta laddove sussista la maggioranza dei voti in assemblea¹⁸. Diversamente, invece, se la partecipazione azionaria posseduta risulti inferiore alla metà del capitale sociale, appare doveroso valutare concretamente se il socio sia in grado di condizionare la formazione della volontà assembleare¹⁹.

Nonostante la ricorrenza del controllo di fatto sia tutt'altro che semplice da valutare²⁰, non mancano i fattori che consentono di individuare e "misurare" l'influenza dominante e le indicazioni provenienti dalla dottrina e dalla regolazione ne hanno facilitato la delimitazione.

In tal senso la mera verifica dei voti formalmente detenuti non appare un parametro sufficiente, al contrario, risulta fondamentale considerare una serie di fattori. Alcuni di stretto diritto, come la composizione dell'azionariato, i meccanismi di funzionamento dell'assemblea che garantiscono la prevalenza di un determinato soggetto sebbene non sia titolare della maggioranza dei diritti di voto²¹, la stipulazione di patti parasociali²². Altri, invece, di fatto, come il frazionamento del capitale sociale, l'andamento dei voti espressi in assemblea e il grado di assenteismo dei soci.

Inoltre, l'accertamento degli indici da cui può essere ricavato il controllo di fatto, richiede la coesistenza di due requisiti tra loro interconnessi.

17 Il co. 1 recita infatti «Nella presente parte sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate nell'articolo 2359, primo comma, numeri 1 e 2, del codice civile, anche: ... ».

18 La presunzione viene affermata peraltro anche da Cass., 23 maggio 2017, n. 10726, in *Riv. dir. soc.*, 2019, II, 380, con nota di N. CALVI,

19 A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – i gruppi*, in G. E. Colombo, G. B. Portale (dir. da) *Tratt. s.p.a.*, II, Torino, 1991, 582, n. 2.

20 G. MEO, *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in M. Bessone (dir. da) *Tratt. dir.priv.*, XVII, Torino, 2002, 8, lo spiega in termini puntuali quando ricorda che l'influenza dominante sia una situazione di fatto che per essere accertate concretamente necessitano di indici rilevatori non sempre univoci e che devono essere valutati caso per caso a seconda delle caratteristiche dell'assetto proprietario e delle dinamiche di esercizio dei poteri connessi alla partecipazione

21 Fattori che sono considerati nella Comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003 di Consob.

22 Si sofferma sia sugli elementi di fatto che di diritto necessari a determinare un'influenza determinante M. NOTARI, *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, 347 ss.

Il primo riguarda la stabilità²³, nel senso che il controllo di fatto non può essere occasionale, dipendente cioè da una situazione contingente, tantomeno derivante da un dominio temporaneo o casuale in assemblea. Il secondo, invece, attiene alla continuità dell'influenza dominante²⁴, pronosticabile in una prospettiva di lungo periodo e, pertanto, inevitabilmente desumibile sulla scorta di un'osservabilità storica²⁵.

Sulla scorta dunque delle condizioni e degli indici poc'anzi rammentati, non si cade in errore nell'intendere il controllo di fatto come il potere del socio, o di più soci congiuntamente, di determinare le scelte gestionali della controllata²⁶ e, infine e più generalmente, le sue politiche imprenditoriali.

4. Estensione applicativa del golden power, controllo di fatto e nozione funzionale (o sostanziale) di investitore estero. Considerazioni conclusive

Fissati i confini definitivi del controllo di fatto, risulta opportuno declinarne i contenuti nel contesto di riferimento, quello attinente al censurato esercizio dei poteri speciali nel caso Unicredit-Bpm.

La vicenda che ha condotto alla pronuncia del Tar del Lazio non solo ha dimostrato un certo grado di indeterminatezza dei presupposti oggettivi nell'applicazione dei poteri speciali, ma soprattutto ha reso evidente l'estensione dell'ambito applicativo dell'intervento governativo. In particolare, il *golden power* è stato adottato con riferimento a un'operazione domestica, che ha coinvolto cioè due operatori bancari aventi la propria sede legale in Italia. Non risulta perciò inappropriato interrogarsi sulla legittimità dell'ampliamento soggettivo del potere dell'esecutivo.

Il ragionamento condotto in merito all'influenza dominante degli azionisti di minoranza costituisce la chiave di volta per affrontare criticamente la decisione del giudice amministrativo.

Delimitare l'utilizzo del *golden power* ai soli casi in cui sussista un'effettiva minaccia agli

²³ M. SPOLIDORO, *Questioni in tema di controllo di società*, in G. A. Rescio, M. Speranzin (a cura di) *in Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, Torino, 2020, 181.

²⁴ *Ex multis*, M. MIOLA, *ult. op. cit.*, 769.

²⁵ Consob, Comunicazione n. 0106341 del 13 settembre 2017, p. 7. Consob peraltro sottolinea, riprendendo le parole della precedente comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003, come la stabilità del controllo di fatto «andrà necessariamente accertata attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo. Tale arco temporale, tuttavia, non deve essere necessariamente successivo al momento in cui il presunto controllante abbia acquisito la partecipazione, potendosi tenere in considerazione anche le assemblee precedenti al trasferimento della partecipazione in questione. In particolare, occorre effettuare un'indagine anche sulle passate vicende assembleari, per analizzare la percentuale di voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il quorum deliberativo».

²⁶ V. CARIELLO, *Tra non controllo e controllo: sul mimetismo e sull'occultamento del controllo c.d. di fatto*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, 34.

interessi essenziali dello stato passa anche e soprattutto dalla riduzione di un potere governativo eccessivamente discrezionale. Ciò significa, specificamente, che l'intervento bloccante del governo sussiste, primariamente, a fronte di investimenti extra-europei nel capitale sociale, in aderenza a quanto previsto sia dalla normativa del Decreto che dal Regolamento. In secondo luogo, l'iniziativa governativa può giustificarsi anche nel caso di un acquisto di partecipazioni da parte di un operatore nazionale²⁷. In quest'ultimo caso, però, il vaglio dei poteri pubblici deve estendersi sulla "qualità" della nuova composizione proprietaria.

A tal riguardo, dunque, sebbene l'acquisto sia stato concluso da una banca italiana, il cui azionariato è composto da intermediari stranieri capaci di esercitare un'influenza dominante, il decreto potrebbe considerarsi potenzialmente legittimo. In una simile ipotesi, infatti, benché la controllante sia un istituto di credito con sede in Italia e sottoposta alla supervisione delle autorità interne, l'influenza sul funzionamento degli organi apicali e la formulazione delle *policies* interne e commerciali è dipeso dagli investitori stranieri.

L'estensione della misura governativa può essere compresa dunque anche nel complesso di un'operazione nazionale, ma solo quando la potenziale controllante "domestica" risulti partecipata da azionisti stranieri capaci di condizionarne l'organizzazione interna e le strategie d'impresa.

Dunque, in ragione della specifica offerta pubblica di scambio oggetto del presente studio, l'adozione del *golden power* deve essere esclusa. Il modello proprietario, infatti, non prevede la presenza di un azionista o di un gruppo di azionisti di maggioranza, né di soci di controllo, come peraltro puntualmente precisato dalla sintesi fornita dalla Commissione. Per giunta, in termini di rapporti endosocietari, non sussistono né patti di sindacato né qualsiasi forma di patto di consultazione²⁸.

²⁷ Si riscontra quanto detto dalla lettura della seconda parte del co. 5 art 2 del d.l. 15 marzo del 2012, n. 21 laddove precisa che «nei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e 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, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58».

²⁸ Sia per quanto riguarda la composizione dell'azionariato che i patti parasociali, possono essere reperite le informazioni necessarie sul sito online di Unicredit: <https://www.unicreditgroup.eu/it/investors/equity-investors/shareholders-structure.html>.