

Golden power: alta amministrazione o politica?

Di Francesco Moroni

Introduzione

Secondo fonti di stampa, l'Italia sta negoziando con la Commissione europea alcune modifiche alle regole sul Golden power, per venire incontro ai rilievi di un uso distorto dello strumento, lontano dai suoi obiettivi originari. La questione trae origine, in particolare, dalla decisione - contestata dall'UE - di utilizzare il Golden power per condizionare l'offerta pubblica di scambio proposta da Unicredit sulle azioni di Banco BPM, ma si inserisce in dubbi più generali dell'Unione sulla legislazione italiana che disciplina questo istituto, che sarebbero pronti ad essere inseriti in una imminente lettera di messa in mora¹.

La vicenda Unicredit-BPM ha quindi assunto un rilievo di interesse generale, oltre il caso specifico, e merita perciò un approfondimento per comprendere fino a dove si è spinta la legislazione e l'applicazione da parte del governo della disciplina del Golden power e quali possono esserne le conseguenze.

Il caso è particolarmente interessante perché i poteri speciali sono stati esercitati in presenza di un'operazione di mercato tra due società entrambe stabilite all'interno dell'Unione Europea (addirittura, entrambe in Italia). Le ultime vicende sono espressione di una certa tendenza evolutiva e di un nuovo ruolo dello Stato dell'economia, anche nel contesto dello spazio economico europeo in cui dovrebbe vigere la regola della libertà di circolazione dei capitali tra gli Stati membri, oltre che la libertà di stabilimento.

Nel corso degli anni, a partire dalla nota vicenda Tim - Vivendi (il primo caso in cui sono state applicate sanzioni per omessa notifica), si è assistito a un progressivo incremento delle notifiche indirizzate al Governo, oltre che a un'estensione dell'ambito di applicabilità del d.l. 15 marzo 2012, n. 21 (conv., con mod., con l. 11 maggio 2012, n. 56),

KEY FINDINGS

- Il golden power equivale a un potere pressoché illimitato del governo
- Il caso Unicredit-BPM rappresenta un esempio illuminante della sua espansione e della sua difficile sindacabilità
- I tempi necessari alla giustizia amministrativa per pronunciarsi sono di fatto incompatibili con le esigenze delle imprese coinvolte
- La Commissione europea ha sottolineato questi aspetti e richiesto modifiche alla disciplina, in modo da renderne l'utilizzo meno arbitrario
- Le continue espansioni nel perimetro del golden power vanno messe in discussione, per tornare a una disciplina meno incerta e vaga

1 <https://www.reuters.com/business/finance/italy-is-ready-amend-golden-powers-appease-eu-sources-say-2025-10-29/>

Francesco Moroni è avvocato

recante “Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni” (d’ora in poi, il “Decreto Golden Power” e, assieme ai dPCM e ai dPR attuativi, la “Normativa Golden Power”), sia per effetto di modifiche normative², sia per effetto di innovative interpretazioni governative - amministrative, avallate dalla giurisprudenza³.

-
- 2 Per quanto riguarda le modifiche normative si pensi, esemplificativamente, a quanto rilevante nel caso di specie (il settore finanziario, ivi incluso quello bancario, creditizio e assicurativo). Viene adottato il Reg. (UE) 2019/452, volto a definire un quadro generale in materia di investimenti esteri diretti, il quale per la prima volta menziona il settore finanziario. Il d.l. 8 aprile 2020, n. 23, da parte sua, menziona l’obbligo di notifica (e la possibilità di applicare i poteri speciali, al ricorrere di determinati presupposti) anche per operazioni intra-UE, e anche con riferimento al settore finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo. Opzione, quest’ultima, stabilizzata “a regime” con il d.l. 21 marzo 2022, n. 21, a patto che comporti l’assunzione del controllo della società *target* (cfr. art. 2, comma 5, del Decreto Golden Power), ai sensi dell’art. 2359 c.c. e del d.lgs. n. 58/1998.
- 3 Si pensi, ad esempio, al c.d. caso *Cedacri* (T.A.R. Lazio, Roma, sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275). Si tratta(va) di una notifica effettuata in via prudenziale, nel contesto della costituzione di un pegno sulle azioni di una società operante nel settore finanziario. A fronte dell’imposizione di determinate prescrizioni da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri, Cedacri ricorreva innanzi al T.A.R. Lazio, lamentando che la costituzione di garanzie sulle azioni e sui conti correnti non rientrerebbe tra le operazioni prese di mira dalla Normativa Golden Power, non incidendo sulla disponibilità o sul controllo degli attivi strategici. Il giudice amministrativo ha ritenuto che la costituzione delle azioni in pegno, di contro, incide immediatamente sulla disponibilità e il controllo degli attivi strategici, richiamando esemplificativamente gli artt. 2796 ss. c.c.: in caso di pegno di azioni il creditore pignoratizio, al fine di realizzare la propria pretesa creditoria, può richiedere al tribunale la vendita delle azioni sottoposte a pegno, o l’assegnazione delle azioni in pagamento, sino alla concorrenza del debito, previo espletamento di una stima da effettuarsi con perizia svolta da perito nominato dal tribunale medesimo. Spostare al momento dell’inadempimento (e dell’escussione coattiva della garanzia) l’esigenza di notifica «... significherebbe, pertanto, svuotarne di portata pratica il contenuto [della Normativa Golden Power, ndr], poiché l’eventuale escussione, o assegnazione, della garanzia, presuppone che le obbligazioni non siano state adempiute e che, quindi, il creditore possa soddisfarsi sui beni oggetto della garanzia, senza necessità di ulteriori atti dispositivi da parte del debitore, di modo che l’intervento pubblico al momento dell’escussione sarebbe tardivo». Ciò anche in ragione della genericità e ampiezza della normativa, la quale testimonierebbe l’esigenza di monitorare preventivamente ogni operazione in grado di incidere sugli attivi ritenuti strategici, senza incentrarsi sullo strumento giuridico concretamente utilizzato.

Nel 2024, ad esempio, sono arrivate alla Presidenza del Consiglio dei Ministri 660 notifiche Golden Power, con un aumento delle operazioni notificate e sottoposte allo scrutinio del Golden Power del 14% rispetto al 2023 (577 notifiche) e del 9% rispetto al 2022 (608 notifiche)⁴.

Non interessa, in questa sede, soffermarsi sulle peculiarità del caso concreto e sulle possibili problematiche che pone, su un piano generale, in termini di possibile contrasto con il diritto dell'Unione Europea.

Ci si propone, viceversa, di utilizzare il caso concreto come spunto per svolgere alcune brevi riflessioni circa la tenuta, rispetto al diritto dell'Unione Europea, delle caratteristiche concrete del sindacato giurisdizionale dei provvedimenti con cui si esercita il *golden power*, qualificati dalla giurisprudenza come atti di alta amministrazione (T.A.R. Lazio, Roma, sez. I, 13 aprile 2022, n. 4488). Atti altamente discrezionali i quali postulano un sindacato giurisdizionale circoscritto alla manifesta illogicità, non proporzionalità e irragionevolezza delle decisioni assunte.

Non senza sottolineare che, al di là delle caratteristiche del sindacato, anche i tempi necessari all'emissione della decisione da parte dei competenti organi giurisdizionali evidentemente non hanno permesso di raggiungere certezza circa l'applicazione della Normativa Golden Power al caso concreto, spingendo Unicredit a ritirare la propria offerta.

Si svolgerà, dunque, una breve premessa circa l'evoluzione normativa in materia di poteri speciali, e sui *dicta* della Corte di Giustizia in merito, per poi giungere al cuore della tematica, analizzando anche la Sentenza, per le parti di interesse e per le parti in cui sembra porsi in contrasto con la recente lettera della Commissione europea.

Il caso Unicredit-BMP

Il Governo italiano ha esercitato i poteri speciali, imponendo vincoli (i) sulle modalità di gestione delle future attività creditizie e della liquidità dell'entità combinata, (ii) sul diritto di cedere partecipazioni e di gestire in modo appropriato gli *asset* in gestione di Anima e (iii) sulle attività di Unicredit in Russia⁵ (d'ora in poi, il "Provvedimento", il dPCM del 18 aprile 2025.).

Unicredit ha sin da subito presentato istanza di revisione in autotutela del Provvedimento, proponendo altresì ricorso al T.A.R. del Lazio avverso lo stesso, il quale lo ha accolto parzialmente con sentenza del 12 luglio 2025, n. 13748 (la

4 *Golden Power, notifiche in aumento nel 2024. Due i casi di veto/opposizione*, in *laRepubblica.it*, 4 marzo 2025.

5 L. Picotti, *La legge del più forte*, in *Osservatorio Golden power*, disponibile al dominio www.osservatoriogoldenpower.eu.

“Sentenza”).

Non solo: la Commissione europea ha inviato, il 16 luglio u.s., una lettera al Governo italiano per denunciare la illegittimità delle decisioni assunte nella operazione in discorso, dopo aver richiesto chiarimenti al Governo italiano nel contesto di una procedura di *Eu pilot* (lo stadio preliminare di una procedura di infrazione).

Ciò non è stato ritenuto sufficiente da Unicredit, che ha ritenuto di rinunciare all'operazione probabilmente per le lungaggini del processo decisionale delle istituzioni eurounitarie. Difatti, il 22 luglio scorso il Consiglio di Amministrazione di UniCredit S.p.A., il maggiore gruppo bancario italiano, ha annunciato il ritiro dell'offerta pubblica volontaria di scambio proposta sulla totalità delle azioni di Banco BPM S.p.A. in circolazione. Ciò in ragione dell'incertezza sull'applicazione della normativa relativa ai c.d. *golden powers* nel caso concreto.

L'Unione europea avrebbe, invero, sì potuto imporre la revoca del Provvedimento al Governo italiano, ma solo dopo aver valutato le sue osservazioni e ferma restando la possibilità di un ricorso dinanzi alla Corte di Giustizia. Non solo: anche la Presidenza del Consiglio dei Ministri avrebbe potuto ritardare l'operazione proponendo appello dinanzi al Consiglio di Stato avverso la Sentenza. In definitiva, Unicredit ha rinunciato all'operazione e tale scelta sembra essere dovuta alla difficoltà di addivenire a un quadro normativo certo, compatibilmente con le tempistiche dell'operazione. Al di là degli esiti del caso specifico, come si è detto in introduzione la vicenda rappresenta l'occasione per riflettere sulla natura e l'evoluzione della disciplina del Golden power in Italia, anche alla luce delle divergenze di prospettiva con l'Unione europea.

L'evoluzione della normativa in materia di poteri speciali e le pronunce della Corte di Giustizia

Va detto che l'esigenza di tutelare gli interessi generali, attraverso un intervento dello Stato in economia, è sempre stata presente. Nel 1933, in un periodo notoriamente caratterizzato da una forte impronta dirigista e protezionista, si scelse di assoggettare le iniziative industriali dei privati alla previa autorizzazione del Governo; con riferimento all'impresa pubblica, si scelse il modello dell'ente pubblico economico⁶.

Il codice civile del 1942 tentò di ricondurre l'esercizio dell'impresa pubblica a canoni privatistici, pur non obliterando del tutto le specialità derivanti dalla na-

6 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 Consob*, 2019. La previa autorizzazione del Governo era imposta dalla l. 12 gennaio 1933, n. 141, mentre l'opzione in favore dell'ente pubblico economico era contenuta nel r.d.l. 23 gennaio 1933, n. 5.

tura pubblica del soggetto che, in concreto, esercita l'attività imprenditoriale⁷.

Con la Costituzione repubblicana, si registra una difficile sintesi tra due anime e visioni opposte, entrambe presenti in Assemblea costituente: la prima, di stampo “dirigistico”, secondo cui l'attività economica ben avrebbe potuto esser interamente finalizzata all'esclusivo perseguimento del benessere collettivo e, dunque funzionalizzabile a fini sociali mediante appositi piani statali; la seconda, di stampo più individualista, secondo cui l'iniziativa economica privata avrebbe dovuto esser concepita come libera, a patto di non recar danno all'utile pubblico⁸.

Nel XX secolo, dunque, lo Stato è per lo più “pedagogo”: controlla, protegge ed interviene direttamente in campo economico. È nell'ultimo quarto di secolo, complice l'intessersi di relazioni mercantili al di là di confini nazionali, che il quadro muta⁹.

A partire dai primi anni '90 del secolo scorso entra in crisi, parallelamente all'affermarsi di un modello di sviluppo economico di anima relativamente più liberista, l'idea di Stato imprenditore. Il percorso di privatizzazione degli enti pubblici economici, formale e sostanziale, coadiuva la creazione di apposite autorità indipendenti, sganciate dal tradizionale modello di amministrazione ministeriale cavouriano. Si afferma lo Stato regolatore¹⁰.

La privatizzazione formale, tuttavia, lascia(va) impregiudicata un'esigenza di fondo: tutelare l'interesse pubblico in alcuni settori imprenditoriali ritenuti strategici, evitando “scalate” da parte di soggetti non graditi in determinate società.

Nasce così la *golden share*: volendo definirla, utilizzando le conclusioni presentate il 6 novembre 2008, nella Causa C-326/07 (*Commissione delle Comunità europee contro Repubblica italiana*), dall'Avvocato Generale Dàmaso Ruiz-Jarabo Colomer, si tratta di «qualsiasi struttura giuridica applicabile alle singole imprese, che conserva o contribuisce a mantenere l'influenza dell'autorità pubblica su tali società».

7 Ci si riferisce, nell'ordine: (i) alla soggezione dell'ente pubblico economico allo statuto generale dell'imprenditore; (ii) alla riconduzione della s.p.a. controllata o partecipata dallo Stato al regime generale ed ordinario; (iii) agli artt. 2458, 2561 (ora, rispettivamente 2449 e 2450 c.c.) e 2451 c.c. Su questi profili, si rinvia nuovamente a S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola, *op. cit.*, 7 e ss.

8 R. Niro, Art. 41, in *Commentario alla Costituzione*, vol 1, a cura di R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti, Milano, Utet, 2006, 846 e ss.

9 L'espressione “Stato pedagogo” è tratta da S. Cassese, *I rapporti tra Stato ed economia all'inizio del XXI secolo*, in *Giornale Dir. Amm.*, 2001, fasc. 1, 96 e ss.

10 G. Napolitano, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale dir. amm.*, fasc. 5, 2019, 249 e ss.;

La locuzione *golden share* derivava dalla soluzione adottata dal Regno Unito: quest'ultimo, in società cruciali e strategiche, dismetteva sì il pacchetto azionario, ma si riservava dei poteri speciali in sede assembleare con un'"azione d'oro", dal valore fondamentalmente simbolico.

Era proprio questo, in estrema sintesi, il nocciolo duro dell'istituto: l'obbligatoria introduzione, all'interno degli statuti delle società in via di dismissione, di previsioni tese a garantire al soggetto pubblico una quota azionaria fondamentalmente simbolica, ma a cui venivano connessi dei poteri estremamente rilevanti.¹¹

I poteri speciali, per come introdotti anche in Italia (d.l. 31 maggio 1994, n. 332, poi convertito con l. 30 luglio 1994, n. 474), costituivano un prodotto dell'interazione tra il vecchio regime ed il nuovo, ed erano specchio del mutato atteggiarsi del rapporto tra Stato e economia.

Si è addirittura detto che con la *golden share* lo Stato sopportava un sacrificio nell'interesse della collettività: il valore della partecipazione da dismettere nell'ambito del processo di privatizzazione, difatti, era minore per la sola presenza dell'azione d'oro.¹²

Il sistema, tuttavia, era destinato a mutare; sin dalla sua introduzione, difatti, da più parti si era dubitato della compatibilità della *golden share*, anche italiana, per come strutturata, con le libertà fondamentali garantite dall'ordinamento comunitario (la cui incidenza, sinora, è stata volutamente sottaciuta): la libertà di circolazione dei beni; quella dei servizi; quella dei capitali; la libertà di concorrenza. Si attribuivano relevantissimi poteri sganciati dall'entità della partecipazione in concreto detenuta dall'attore pubblico e, per ciò solo, in grado di falsare le usuali dinamiche di mercato.

Si è così determinato un conflitto tra Commissione e Stati membri, che prende le mosse da una comunicazione della Commissione europea del 1997 (la Comunicazione 97/C 220/06 del 19 luglio 1997). La Commissione in quell'occasione chiarì che determinati istituti, come la *golden share* ed i poteri ad essa connessi, possono essere ritenuti compatibili con il diritto dell'Unione soltanto a patto che siano giustificati da motivi imperativi di interesse generale, nonché siano corredati da criteri «obiettivi, stabili e resi pubblici», in quanto l'esercizio delle libertà fondamentali non "... può essere lasciato alla discrezionalità delle autorità amministrative».

11 R. Garofoli, *Golden power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle sanzioni amministrative*, in *Federalismi.it*, settembre 2019; F. Marconi, *L'intervento pubblico nell'economia e il mutevole ruolo dello Stato: il nuovo golden power tra competizione geopolitica e valutazioni strategiche*, in *Federalismi.it*, agosto 2021.

12 L. Ardizzoni, M. Vitali, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. Comm.*, fasc. 5, 2013, 919 e ss.

La Corte di Giustizia si allineò alla Commissione¹³: i poteri speciali (i) si devono applicare in modo non discriminatorio, (ii) devono essere giustificati da motivi imperativi di interesse generale, purché non sussistano misure di armonizzazione che esplicitino i provvedimenti necessari al perseguimento dell'interesse citato, (iii) devono essere idonei a garantire il conseguimento dell'obiettivo perseguito e (iv) non devono andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo¹⁴.

In estrema sintesi, le condizioni affinché i poteri speciali possano essere considerati legittimi, secondo la Corte di Giustizia e secondo le elaborazioni dottrinali in materia, sono i seguenti (i) debbono essere contenuti in una normativa conoscibile *ex ante*, che definisca compiutamente criteri, modalità e presupposti per il loro esercizio; (ii) non devono sostanziarsi, di base, in un potere di autorizzazione preventivo, ma oppositivo, il cui esercizio deve essere contenuto entro termini temporali ben precisi; (iii) deve essere previsto uno stringente onere motivazionale, affinché possano essere vagliate le ragioni di interesse generale sottese al loro esercizio; (iv) vi deve essere la possibilità di un controllo giurisdizionale¹⁵.

Esemplificativa, in questo senso, la sentenza con cui la Corte di Giustizia ha ritenuto la normativa belga compatibile con il diritto dell'Unione Europea. Ci si riferisce, in particolare, all'argomentazione – *inter alia* – secondo cui «[i]l regime in esame permette quindi, sulla base di *criteri oggettivi e controllabili dal giudice*, di garantire la disponibilità effettiva delle canalizzazioni che costituiscono le grandi infrastrutture di trasporto interno dei prodotti energetici nonché delle altre infrastrutture per il trasporto interno e lo stoccaggio di gas, compresi i punti di sbarco e transfrontalieri» (Corte di Giustizia CE, *Commissione c. Belgio*,

13 Peraltro condannando l'Italia (Corte Giust. CE, 23 maggio 2000, C-58/99, *Commissione contro Italia*).

14 Non si trattò di una condanna esclusivamente italiana: la Corte censurò l'*action spécifique française*, la quale prevedeva sia un potere di opposizione governativo, che un potere autorizzativo *ex ante*, attribuendo così un potere discrezionale eccessivamente ampio, in conflitto con la libera circolazione dei capitali. Stessa sorte con riferimento al Portogallo, alla Grecia e al Regno Unito. Nell'ordine: Corte Giust. CE, sentenza 4 giugno 2002, C-483/99, *Commissione c. Francia*; Corte Giust. CE, sentenza 4 giugno 2002, C-367/98, *Commissione c. Portogallo*; Corte Giust. UE, 10 novembre 2011, C-212/09, *Commissione c. Portogallo*; Corte Giust. UE, sentenza 8 novembre 2012, C-244/11, *Commissione c. Repubblica Ellenica*; Corte Giust. CE, sentenza 13 maggio 2003, C.98/01, *Commissione c. Regno Unito*.

15 G. Scarchillo, *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contr. impr. Eur.*, fasc. 2, 2015, 629 e ss.; E. Freni, *Golden share: raggiunga la compatibilità con l'ordinamento comunitario?*, in *Giornale dir. amm.*, fasc. 1, 2013, 25 e ss.

4 giugno 2002, C-503/99, par. 52).

Nel precedente più recente in materia di *golden power* (Corte di Giustizia U.E., *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. contro Innovációs és Technológiai Miniszter*, 13 luglio 2023, C-106/22), la Corte ha ribadito che:

- una restrizione ad una libertà fondamentale garantita dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) può essere ammessa unicamente a condizione che la misura nazionale di cui trattasi sia giustificata da un motivo imperativo di interesse generale, sia idonea a garantire il raggiungimento dell'obiettivo da essa perseguito e non vada al di là di quanto necessario per ottenerlo (par. 60);
- motivi di natura puramente economica, connessi alla promozione dell'economia nazionale o al buon funzionamento di quest'ultima, non possono servire come giustificazione di un ostacolo a una delle libertà fondamentali garantite dai Trattati. Rimane fermo, tuttavia, che motivi di ordine economico che perseguano un obiettivo di interesse generale o la garanzia di un servizio di interesse generale possono rappresentare un motivo imperativo di interesse generale in grado di giustificare una limitazione a una libertà fondamentale garantita dai Trattati;
- gli Stati membri restano sostanzialmente liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali, le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza, ma tali motivi, nel contesto dell'Unione, e in particolare in quanto autorizzano una deroga a una libertà fondamentale garantita dal Trattato FUE, devono essere intesi in senso restrittivo, di modo che la loro portata non può essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il controllo delle istituzioni dell'Unione. L'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possono essere quindi invocati solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività (parr. 64 – 66).

Il Decreto Golden Powers matura sulla spinta delle istituzioni europee, che a più riprese hanno ritenuto la normativa italiana incompatibile con il diritto unionale (per come sinteticamente interpretato dalla Corte di Giustizia nei precedenti citati poc'anzi).

I poteri speciali italiani, infatti, inizialmente in concreto erano sganciati dall'entità della partecipazione pubblica, e la discrezionalità in materia dell'esecutivo era amplissima. Si prevedeva esclusivamente che i poteri speciali sarebbero stati esercitati «tenuto conto degli obiettivi nazionali di politica economica e industriale»; certo non una formula idonea a circoscrivere la discrezionalità in materia. Gran parte della disciplina concreta, inoltre, era contenuta in normative di rango secondario, apparentemente non idonee a garantire il rispetto del requisito della certezza del diritto. Non vi erano, poi, congegni tali da delimitare la durata dei poteri speciali; poteri che, peraltro, si declinavano perlopiù nella

forma di una autorizzazione preventiva, vuoi come «gradimento da rilasciarsi espressamente», vuoi come potere di veto. La Commissione ha dunque costituito in mora il Governo italiano, con una lettera del 3 febbraio 1998; il Governo italiano si impegnavo pertanto, mediante parere motivato, ad ovviare alle criticità segnalate ma, stante la perdurante inerzia, la Commissione decideva di adire la Corte di Giustizia.

Quest'ultima, con la già citata sentenza del 23 maggio 2000 (Corte Giust. CE, 23 maggio 2000, C-58/99, *Commissione contro Italia*), ha condannato l'Italia, aderendo alle prospettazioni della Commissione. Ciò nonostante il Governo avesse tentato di ovviare alle criticità della Commissione e, con d.P.C.M. del 4 maggio 1999 (e successivo dell'11 febbraio 2000), avesse precisato la finalità sottesa all'esercizio dei poteri speciali – addirittura trasponendo il primo decreto nell'art. 66 della legge finanziaria 23 dicembre 1999, n. 48823, al fine di soddisfare i requisiti di certezza del diritto fatti valere dalla Commissione.

Il legislatore ed il Governo italiano, a seguito di una nuova lettera di messa in mora della Commissione del febbraio 2003, hanno poi provveduto ad una generale revisione della normativa in materia di poteri speciali. Venivano difatti adottate la legge 24 dicembre 2003, n. 350, da un lato, e il d.P.C.M. 10 giugno 2004, dall'altro. Pur rimanendo inalterati sia l'ambito di applicazione dei poteri speciali, sia la procedura di individuazione delle società in cui inserire le clausole attributive dei poteri speciali, sia l'autorità competente al loro esercizio (il Ministero dell'Economia e delle Finanze, già Ministero del Tesoro), le novità furono significative e di rilievo, al fine di restringere la discrezionalità dell'esecutivo in materia e di ottemperare alle indicazioni della Corte di Giustizia.

Venne eliminata, anzitutto, la previsione secondo cui i poteri speciali avrebbero dovuto esser esercitati «tenuto conto degli obiettivi di politica economica e industriale». Il potere di gradimento fu sostituito da un potere di opposizione *ex post*, con la contestuale previsione di un meccanismo di silenzio assenso, in caso di mancata espressione dell'opposizione entro dieci giorni dalla comunicazione dell'acquisto della partecipazione. Opposizione che, qualora espressa, avrebbe potuto esser impugnata dinanzi al T.A.R. Lazio entro 60 giorni. Il potere di veto rimase sostanzialmente immutato, ma il potere di nomina di uno o più amministratori fu sostituito dal potere di nomina di un solo amministratore, senza diritto di voto. Il d.P.C.M. del 10 giugno 2004, da parte sua, cercò di esplicitare i criteri per l'esercizio dei poteri speciali, utilizzabili esclusivamente per rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale (con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa), in forma e misura idonee e proporzionali, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione.

Le modifiche apportate, tuttavia, non vennero considerate sufficienti dalla Commissione. Venne inviato difatti un nuovo procedimento di infrazione, che si concluse con un'ulteriore sentenza di condanna della Corte di Giustizia del 26 marzo 2009 (Corte Giust. CE, sez. III, 26 marzo 2009, causa C-326/07, *Commissione c. Italia*).

È in questo contesto che matura il Decreto Golden Power, figlio di uno scenario radicalmente mutato.

Quanto al piano economico, il processo di privatizzazione avviato negli anni '90 era per lo più esaurito. Se la *golden share* si giustificava in ragione della necessità di assicurare un controllo pubblico nelle società che passavano di mano al privato, operanti nei settori strategici, i *golden powers* introdotti dal Decreto Golden Power registrano un ampliamento dell'ambito soggettivo di applicazione. I poteri speciali non sono applicabili esclusivamente a società precedentemente in mano pubblica, ma a tutte quelle operanti in determinati settori di attività, considerati strategici e vengono esercitati per controllare gli investimenti stranieri; e, difatti, essi prescindono da qualsivoglia partecipazione societaria.

Quanto all'ambito oggettivo, il Decreto Golden Powers aveva anche tentato di tipizzare i settori in cui i poteri speciali potevano essere esercitati, pur rinviando alla normativa secondaria per gli aspetti di dettaglio. Si introduceva infatti una struttura "a doppio binario"¹⁶: da una parte, l'art. 1, dedicato ai settori della difesa e della sicurezza nazionale; dall'altro, l'art. 2, dedicato ai settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Il sistema era costruito in una logica di ragionevolezza e proporzionalità: i poteri erano (e, sotto questo aspetto, sono) di intensità variabile, dall'imposizione di prescrizioni a, in determinati casi, l'apposizione del veto, e sono esercitabili in caso di minaccia di grave pregiudizio all'interesse nazionale tutelato (con la necessità di presupposti più stringenti per il concreto esercizio – fermo restando l'obbligo di notifica – in caso di operazioni infragruppo).

Su questo impianto si sono tuttavia innestate modifiche normative che hanno di molto ampliato i settori in cui è possibile l'esercizio dei poteri speciali. Esemplicativamente, sono state previste specifiche ipotesi di esercizio dei poteri speciali inerenti ai servizi di comunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G, basati sulla tecnologia cloud e altri attivi (cfr. l'art. 1-bis del Decreto Golden Powers)¹⁷; a seguito dell'epidemia da Covid-19, i poteri speciali sono

¹⁶ G. Scarchillo, *op. cit.*, 653 e ss.

¹⁷ Significativo sottolineare che tra le informazioni che le imprese che intendano acquisire, a qualsiasi titolo, beni o servizi relativi alla progettazione, alla realizzazione, alla manutenzione e alla gestione delle attività ritenute strategiche in materia di 5G rientrano anche i dati dei fornitori anche potenziali. Una valutazione, dunque, che si

esercitabili anche in caso di operazioni *infra* U.E. nei settori creditizio, ivi compreso quello finanziario e assicurativo, dell'acqua, agroalimentare e sanitario, sulla scia del reg. U.E. n. 452/2019 in materia di investimenti esteri diretti.¹⁸ L'estensione dell'ambito oggettivo di applicazione, inevitabilmente, ha portato con sé un ampliamento del ruolo dell'esecutivo, e la discrezionalità contratta con la versione originaria del Decreto Golden Powers si è, in qualche misura, espansa nuovamente. Non pare più possibile riferirsi a un "doppio binario".

L'attuale assetto normativo e caratteristiche del sindacato giurisdizionale. Alcune considerazioni critiche

Limitandosi all'analisi del caso concreto, per il settore finanziario viene in rilievo l'art. 2 del Decreto Golden Power. Anche operazioni tra società stabilite in Stati membri dell'Unione devono essere notificate, con particolare riferimento al settore finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo, a patto che l'operazione determini l'assunzione del controllo della società *target* (cfr. art. 2, comma 5, del Decreto Golden Power), ai sensi dell'art. 2359 c.c. e del d.lgs. n. 58/1998, ovvero il mutamento del controllo, della titolarità e della disponibilità degli attivi strategici individuati dai d.P.C.M. di riferimento (art. 2, comma 2-*bis*, Decreto Golden Power).

Gli *assets* strategici, nel settore in esame, vengono individuati dal d.P.C.M. 18 dicembre 2020, n. 179 (art. 8), in cui peraltro vengono incluse 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.

I poteri speciali devono essere esercitati sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori (art. 2, comma 7, del Decreto Golden Power), e presuppongono una minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato ovvero un pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico. Non solo: fermo restando l'obbligo di notifica dell'operazione al Governo, i poteri speciali si applicano là dove la tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore (art. 14 del dPCM 179/2020).

Questo, in estrema sintesi, il quadro normativo interno rilevante ai fini dell'e-

estende all'attività economica complessiva dell'impresa acquirente, onde valutare potenziali legami anche indiretti con soggetti ritenuti inaffidabili.

18 A. Saravalle, C. Stagnaro, *Contro il sovranismo economico. Storia e guasti di statalismo, nazionalismo, dirigismo, protezionismo, unilateralismo, antiglobalismo (e qualche rimedio)*, Rizzoli, Milano, 2020, pp. 80 e ss. per una ricostruzione diacronica delle modifiche normative e delle cause.

same del caso di specie. Nei rari casi in cui la giurisprudenza amministrativa, in sede di giurisdizione esclusiva (art. art. 133, lett. z *quinquies*), c.p.a) ha avuto modo di occuparsi della Normativa Golden Power, come anticipato, gli atti con cui il Governo decide di esercitare o meno i poteri speciali sono stati qualificati come atti di alta amministrazione.

La categoria di atti di alta amministrazione è per lo più individuata in contrapposizione rispetto all'atto politico, non conoscibile da parte del giudice amministrativo, in ossequio al principio di separazione dei poteri (art. 7 c.p.a.). L'interpretazione attualmente prevalente identifica due requisiti di tale atto (si veda, *ex plurimis*, Cons. St., sez. VI, 11 giugno 2018, n. 3550). Uno soggettivo, secondo cui l'atto politico è emanato da un organo di Governo incaricato della gestione della cosa pubblica ai livelli apicali. Uno oggettivo, secondo cui l'atto politico è libero nei fini, in quanto espressione delle scelte fondamentali che costituiscono l'*ubi consistam* dei pubblici poteri¹⁹.

L'atto di alta amministrazione, invece, «sottende una valutazione di opportunità politico-amministrativa, caratterizzata da un altissimo grado di discrezionalità nella valutazione dei fatti accertati e acquisiti al procedimento» (esemplificativamente, T.A.R. Lazio, Roma, sez. V *bis*, 30 maggio 2025, n. 10544). Sono atti amministrativi, e dunque vincolati al perseguimento di un interesse pubblico concreto (perciò non liberi nei fini), e il relativo potere non può essere esercitato per finalità diverse da quelle che ne giustificano l'attribuzione²⁰.

Con particolare riferimento alla Normativa Golden Power, si è affermato, ad esempio, che "l'apprezzamento della strategicità di un'operazione in relazione all'interesse nazionale da parte del Consiglio dei Ministri ha tratti altamente discrezionali, posto che lo stesso concetto di interesse nazionale non è un *prius*, ossia un dato oggettivo preesistente in natura, bensì un *posterius*, ossia la risultante di valutazioni ed opzioni politiche". E, ancora, che "il *limes* provvedimentale posto dalla legge a garanzia ultima dell'interesse nazionale nelle specifiche macro-aree economiche [...] 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 [...] la stessa valutazione di strategicità non costituisce un dato oggettivo e, per così dire, inconfutabile riveniente dalle caratteristiche dell'operazione in sé atomistica-

19 Sul punto, per tutti, si rinvia a C. Cudia, *Considerazioni sull'atto politico*, in *Diritto Amministrativo*, fasc. 3, settembre 2021, 621 e ss.

20 R. Garofoli, *Golden power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle sanzioni amministrative*, in *Federalismi.it*, settembre 2019

mente considerate, ma rappresenta la risultante di una ponderazione altamente discrezionale (se non apertamente politica)” (Cons. Stato, sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289²¹, in un caso in cui fu posto un veto all’acquisizione di una società da parte di una persona giuridica indirettamente riconducibile alla Repubblica Popolare Cinese). In questo caso, il Consiglio di Stato analizzò la motivazione, confermandone la logicità e la coerenza con l’istruttoria.

Il Governo gode di «un’amplissima discrezionalità sia nel valutare la compatibilità dell’operazione con le esigenze pubblicistiche, sia nell’individuare la specifica prescrizione da imporre ai soggetti privati» (T.A.R. Lazio, Roma, sez. I, 23 maggio 2025, n. 9992). Quest’ultimo precedente è particolarmente significativo, perché si tratta dell’impugnazione delle sanzioni applicate dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri a Tim e Vivendi per l’omessa notifica dell’operazione. Si è affermato che «l’esercizio dei poteri speciali nel settore delle comunicazioni è compatibile con le libertà europee [...] essendo solo da verificare la necessità e proporzionalità dell’intervento».

Dai precedenti citati sembra dunque emergere un quadro frastagliato. Si afferma tra le righe, non senza alcune ambiguità, infatti, che l’apprezzamento della strategicità di un’operazione è valutazione politica, per poi subito dopo vagamente precisare che si tratta di una «valutazione altamente discrezionale, se non politica» (così la citata sentenza del Consiglio di Stato).

Il giudice interno, dunque, a stretto rigore non potrebbe sindacare le valutazioni governative circa la strategicità dell’operazione, trattandosi di atto politico ai sensi dell’art. 7 c.p.a. Sarebbe politica, infatti, la sussunzione del fatto concreto (l’operazione) nella fattispecie astratta (e, quindi, il possesso da parte della società *target* di attivi rilevanti ai sensi dei regolamenti di riferimento, nel caso di Unicredit l’art. 8 del d.P.C.M. n. 179/2020). Il sindacato giurisdizionale si dovrebbe esercitare solo sul momento prescrittivo, e quindi sulla necessità e proporzionalità delle misure adottate per l’obiettivo perseguito, e anche su questo segmento provvedimentale sarebbe limitato, ma nei limiti propri dell’atto di alta amministrazione (e, quindi, un controllo circoscritto alla manifesta illogicità e irragionevolezza della decisione assunta).

Una simile interpretazione non appare compatibile con il diritto dell’Unione, nella misura in cui depotenzia il ruolo del giudice nazionale. Verrebbero meno, infatti, i criteri oggettivi e controllabili dal giudice, cui pure la Corte di Giustizia aveva fatto riferimento per “salvare” il regime belga dalla scure dell’incompatibilità comunitaria. D’altra parte, la Corte costituzionale ha chiarito la residualità della categoria di atto politico, evidenziando che essa non ricorre ogni qual

21 Il precedente di primo grado a cui ha fatto seguito la sentenza del Consiglio di Stato, peraltro, aveva affermato “*necessità di una rigorosa istruttoria ai fini della verifica della presenza di beni strategici e di operazioni riconducibili a quelle individuate dalla legge*”

volta l'ordinamento pone dei vincoli giuridici al potere di cui l'atto è espressione²². Sembra essere questo il caso, e dunque difetterebbe il requisito oggettivo dell'atto politico: la strategicità postula l'esigenza di proteggere un interesse fondamentale della collettività, e la scelta viene compiuta a monte nell'atto regolamentare di riferimento, sicché impedire il sindacato sulla sussunzione della fattispecie concreta nella fattispecie astratta non appare compatibile con il quadro normativo di riferimento.

Ci si dovrebbe interrogare, peraltro, anche circa potenziali profili di contrasto con il diritto a un ricorso effettivo e all'equo processo, di cui agli artt. 47 della Carta di Nizza e 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo.

È ben nota la giurisprudenza della Corte EDU che si è sviluppata a proposito delle sanzioni erogate dalle autorità amministrative indipendenti. Sul presupposto della loro natura sostanzialmente "penale", si è affermato che l'art. 6 della CEDU impone un sindacato di *full jurisdiction*. Vale a dire, un sindacato che comporta il potere del giudice di riesaminare, punto per punto, ogni questione di fatto e di diritto su cui si basa il provvedimento (Corte EDU, 4 marzo 2014, *Grande Stevens e altri c. Italia*, ric. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10). Non è questo l'aspetto che si intende sottolineare, perché postulerebbe l'assimilazione delle prescrizioni imposte mediante l'esercizio dei poteri speciali alle "pene". Operazione di dubbia compatibilità logica, ancor prima che giuridica, posto che mancherebbe l'illecito da sanzionare (s'intende, là dove non si versi in ipotesi di omessa notifica o di mancato rispetto delle prescrizioni governative).

Più interessanti gli spazi di riflessione che offre l'art. 47 della Carta della Nizza: l'effettività della tutela giurisdizionale, in uno con il principio di effettività del diritto dell'Unione. La Corte di Giustizia ha affermato più volte che l'effettività della tutela giurisdizionale è un principio fondamentale del diritto dell'Unione (Corte giust. UE, 16 luglio 2009, *Der Grüne Punkt Duales System Deutschland/Commissione*, causa C-385/07 parr. 177 e 178; Corte giust. 1 marzo 2011, *Chartry*, C - 457/09).

Il citato art. 47 fa riferimento alla tutela delle posizioni giuridiche derivanti dal

22 Corte costituzionale, 5 aprile 2012, n. 81: «ciò nondimeno, gli spazi della discrezionalità politica trovano i loro confini nei principi di natura giuridica posti dall'ordinamento, tanto a livello costituzionale quanto a livello legislativo; e quando il legislatore predetermina canoni di legalità, ad essi la politica deve attenersi, in ossequio ai fondamentali principi dello Stato di diritto. Nella misura in cui l'ambito di estensione del potere discrezionale, anche quello amplissimo che connota un'azione di governo, è circoscritto da vincoli posti da norme giuridiche che ne segnano i confini o ne indirizzano l'esercizio, il rispetto di tali vincoli costituisce un requisito di legittimità e di validità dell'atto, sindacabile nelle sedi appropriate».

diritto dell'Unione, e postula che il rimedio sia astrattamente idoneo sul piano giuridico a riparare la lesione, oltre che esso sia strutturato in modo che l'esercizio della posizione giuridica garantita dal diritto eurounitario non sia particolarmente difficile ovvero impossibile²³. L'affermazione ricorrente della Corte di Giustizia, con particolare riferimento agli ordinamenti processuali interni, è che «le modalità procedurali dei ricorsi intesi a garantire la tutela dei diritti spettanti ai singoli in forza del diritto dell'Unione non devono essere meno favorevoli di quelle che riguardano ricorsi analoghi di natura interna (principio di equivalenza), né devono rendere praticamente impossibile o eccessivamente difficile l'esercizio dei diritti conferiti dall'ordinamento giuridico dell'Unione (principio di effettività)» (Corte di Giustizia U.E., *TC contro Firma Haus Jacobus Alten- und Altenpflegeheim gGmbH*, C-284/23, 27 giugno 2024, par. 32).

La vagheggiata qualifica come atto politico dell'individuazione della strategicità parrebbe porsi in contrasto con i *dicta* della Corte di Giustizia, nella misura in cui precluderebbe all'interessato una porzione importante di giudizio per far valere, esemplificativamente, la libertà di circolazione dei capitali ovvero la libertà di stabilimento.

Qualche perplessità desta anche la qualificazione degli atti di esercizio dei poteri speciali come atti di alta amministrazione, specie se riguardata alla luce delle caratteristiche del sindacato di proporzionalità. Quest'ultimo postula tre fasi: occorre verificare se la misura restrittiva sia idonea rispetto all'obiettivo perseguito; in secondo luogo, che la stessa non vada oltre quanto necessario per realizzare la ragione imperativa di interesse pubblico a cui la misura è preposta; per ultimo, che essa non imponga all'interesse antagonista un sacrificio eccessivo se confrontato con il vantaggio conseguito, dovendosi sempre compiere un attento bilanciamento fra benefici e sacrifici derivanti dalla misura e interesse privato²⁴. L'atto di alta amministrazione, invece, postula un sindacato «sostanzialmente debole, e cioè circoscritto ad un controllo soltanto estrinseco e formale dell'impianto motivazionale» (T.A.R. Lazio, Roma, sez. II, 10 agosto 2022, n. 11143).

I due concetti viaggiano paralleli e, nella pratica, sembrano difficilmente compatibili. Si pensi al recente parere emesso dal Consiglio di Stato in sede di ricorso straordinario, proposto da Telecom Italia S.p.A. contro la Presidenza del Consiglio dei ministri e nei confronti di Vivendi Société Anonyme (Cons. Stato, Sezione I, Adunanza di Sezione del 12 marzo 2025, 8 maggio 2025, n. 454), questa volta avverso le prescrizioni.

23 G. Vitale, *Il principio di effettività della tutela giurisdizionale nella Carta dei diritti fondamentali*, in *Federalismi.it*, 28 febbraio 2018.

24 L. Belviso, *Golden power. Profili di diritto amministrativo*, Giappichelli, Torino 2023, pp. 41 e ss.

Il Consiglio di Stato, in quell'occasione, dopo aver sottolineato che le «prescrizioni imposte dall'Amministrazione costituiscono espressione della discrezionalità tecnico amministrativa», ha ribadito l'esigenza di verificare il rispetto del principio di proporzionalità. A quest'ultima affermazione, tuttavia, ha fatto immediatamente seguito un richiamo alla separazione dei poteri («[p]ur essendo l'attività tecnico-discrezionale opinabile, il giudice non potrà affatto annullare il provvedimento, perché se così non fosse si realizzerebbe una trasformazione da giudice amministrativo a giudice di amministrazione, non affatto concessa nel nostro ordinamento se non nei casi in cui vi sia una specifica previsione di giurisdizione nel merito»), e la censura relativa al presunto difetto di proporzionalità è stata rigettata sulla base di uno scarso impianto motivazionale:

- gli Stati membri, in base alla CEDU, sono liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali, le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza e che tali esigenze possono effettivamente valere a determinare una deroga alle libertà di circolazione in caso di minaccia effettiva ed abbastanza grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività;
- l'attuale normativa italiana nasce dai rilievi della Corte di Giustizia, e la Commissione ha ritenuto il Decreto Golden Power compatibile con la normativa eurounitaria, archiviando la procedura di infrazione, con decisione del 15 febbraio 2017;
- i «*provvedimenti relativi all'esercizio dei poteri speciali non comportano alcuna condizione ulteriore rispetto a quanto stabilito nella normativa italiana già approvata dalla Commissione ma si limitano a tradurre in pratica i contenuti nel rispetto del principio di proporzionalità*», sicché devono ritenersi legittimi.
- Nel caso di specie, tuttavia, Telecom Italia S.p.A. aveva svolto ben precise censure, lamentando che le prescrizioni imposte sarebbero state caratterizzate per l'eccessiva genericità e per il fatto di non essere circoscritte alle singole e specifiche attività strategiche svolte in concreto dalle società interessate. È agevole riscontrare come manchi del tutto quel giudizio trifasico richiesto dalla Corte di Giustizia, e come la motivazione poggia sull'asserita riproduzione del dato normativo primario da parte del provvedimento. Il che pare essere esso stesso illogico, posto che la legge è generale e astratta, mentre il provvedimento è puntuale e concreto: la prima regola indefiniti casi che ne richiedono l'applicazione, il secondo vicende concrete e si rivolge a ben precisi destinatari.

La Sentenza

La Sentenza rappresenta un *unicum* nel panorama giurisdizionale italiano. A quanto consta, infatti, sembra trattarsi di uno dei pochissimi casi in cui è stato accolto (sia pure parzialmente) un ricorso nella materia *de qua*.

La Sentenza, in particolare, ha accolto il ricorso relativamente a due prescrizioni:

- quella di non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali;
- non ridurre il livello del portafoglio attuale di *project finance* di Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia.

Quanto al primo profilo, la Sentenza ha ritenuto che la prescrizione relativa al mantenimento dell'attuale rapporto impieghi/depositi non fosse illegittima di per sé, ma lo fosse sul piano dell'efficacia quinquennale della prescrizione. Si è ritenuto, in particolare, che difettassero i caratteri di adeguatezza e proporzionalità della misura, nonché che mancasse una valutazione estesa al complesso di variabili, suscettibili di determinare nel tempo significative modificazioni delle condizioni di mercato. Ciò in quanto «[l']imposizione, vieppiù ove veicolata da una modalità attuativa “univoca” (quale la divisata media ponderale del rapporto impieghi/depositi dei due istituti di credito coinvolti), di un “accrescimento” dei volumi di impiego di una delle Parti verrebbe ad atteggiarsi quale intervento di autoritaria ridelineazione della politica industriale di UniCredit, la cui giustificazione non trova riscontro nella (appalesata) esigenza di mantenere i flussi di credito in atto assicurati (anche sotto il profilo direzionale) da Banco BPM».²⁵

Il riferimento alla media ponderata è particolarmente significativo. Il T.A.R. Lazio è consapevole che il criterio della “media ponderata” può introdurre elementi di modifica della strategia aziendale di Unicredit, innalzando i volumi di credito a PMI e famiglie. Questo punto viene ritenuto non giustificato dalla “sicurezza nazionale”, qualora fosse obbligatorio procedere in questo senso; e dalle difese erariali e dal corso del procedimento il T.A.R. ricava che non lo fosse. Si tratta di una sola delle modalità percorribili per raggiungere l'obiettivo, e in quanto tale viene considerato proporzionato e conforme.

Non è questo il caso per l'estensione quinquennale della prescrizione. Ciò per la sua eccessiva rigidità: Unicredit sosteneva – e il Collegio ha confermato la validità delle argomentazioni – che qualsiasi impegno potesse essere assunto soltanto *rebus sic stantibus*, stante l'ampiezza dei fattori che possono condizio-

25 Nella Sentenza si riportano le difese erariali, le quali avevano affermato che «la previsione dell'obbligo di mantenere un determinato rapporto impieghi/depositi concerne in via principale Banco BPM e la circostanza che sia menzionata anche UniCredit sta a significare che, fermo ovviamente il divieto di pratiche elusive, in caso di integrazione o fusione tra i due istituti di credito, la prescrizione potrà essere assolta tenendo conto della media ponderata tra i depositi e gli impieghi di UniCredit e BBPM, nel rispetto del generico obiettivo di proseguire nella linea di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali già perseguita da BBPM»

nare la politica industriale di una banca, quale la politica fiscale di un Paese, lo scenario geopolitico, l'andamento economico globale e così via.

Unicredit, peraltro, non aveva ancora elaborato un piano industriale, e il T.A.R. del Lazio lo ha sottolineato, ritenendo che la definizione della durata della prescrizione dovesse seguire, e non precedere, il completamento dell'analisi. La Sentenza richiede dunque alla Presidenza del Consiglio dei Ministri di rivalutare la misura, singolarmente indicando anche possibili strade, quali scadenze prefissate di osservazione congiunta delle dinamiche di mercato e la presenza di prefissate cadenze temporali di osservazione congiunta delle dinamiche di mercato, unitamente a «idonee (ed auspicabilmente virtuose) modalità di interlocuzione fra la pubblica Autorità e la parte ricorrente; le quali, non esclusivamente/necessariamente occasionate dal presupposto del ricorrere "di circostanze di natura oggettiva, che determinino, per il periodo in cui dispieghino i propri effetti, l'oggettiva impossibilità per la Società di adempiere alla prescrizione stessa", possano condurre, in presenza di congiuntamente apprezzati presupposti (principaliter appalesati dalle rilevabili dinamiche di mercato e dagli indicatori ordinariamente sottesi all'analisi della domanda di credito e delle connesse potenzialità di rischio; nonché da eventuali decisioni di politica economica e commerciale assunte anche in ambito extraeuropeo, aventi effetti sul quadro macroeconomico e, conseguentemente, sulle scelte programmatiche delle imprese), ad una rimodulazione della prescrizione in rassegna».

Se la trattazione relativa alla proporzionalità della durata quinquennale è senz'altro adeguata, questo punto della Sentenza suscita qualche perplessità. Vengono infatti direttamente indicate le misure che consentirebbero di ricondurre a legittimità il Provvedimento; il che appare porsi in contrasto proprio con la natura di atti di alta amministrazione, caratterizzati da un'ampia discrezionalità dell'esecutivo, nella materia *de qua*, su cui il giudice non può intervenire estensivamente pena l'invasione di un campo riservato all'esecutivo e la violazione del principio di separazione dei poteri.

Certo, si può obiettare che il Collegio indica solo una delle misure di esercizio del potere, e che l'unico obbligo giuridicamente cogente è la rivalutazione in sé e per sé, e non concrete modalità di essa. Resta però il fatto che in qualche misura il T.A.R. si sostituisce alla Presidenza, orientandone l'operato; ed è singolare che la natura di atti di alta amministrazione, normalmente, venga utilizzata per restringere il sindacato, e che invece non se ne faccia cenno nel momento in cui si accoglie una censura.

Ciò non toglie che la Sentenza rappresenti un caso in cui la proporzionalità è stata trattata seriamente, e ciò è particolarmente evidente con riferimento alla prescrizione sul *project finance*. Il T.A.R. sottolinea che per la prescrizione non è stato previsto nessun limite temporale, e che essa è stata estesa anche a Unicredit – non solo a Banco BPM. Si tratta, dunque, di «un diretto intervento

statale sulla politica aziendale di UniCredit», tale da condizionare la sua politica creditizia nel settore (il *project finance*) *sine die*. Anche con riferimento a questa statuizione, il T.A.R. estende le stesse considerazioni di cui sopra.

Viene invece giudicata irrilevante la mancata presentazione di un piano industriale, pur valorizzata dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri, e legittima la prescrizione – in capo a Unicredit – di mantenere il peso attuale degli investimenti di Anima SGR in titoli di emittenti nazionali, stante la rilevante quota di risparmio nazionale gestito da quest'ultima (quasi 200 miliardi di euro). Il T.A.R. ha rigettato le censure di Unicredit relativamente alla cessazione delle attività in Russia.

Altro profilo di interesse è la diversità di vedute tra il T.A.R. Lazio e la Commissione europea, la quale ha manifestato numerosi dubbi con la lettera del 16 luglio scorso già citata. Unicredit, infatti, aveva denunciato la violazione del Regolamento (CE) 139/2004 (il c.d. "Regolamento concentrazioni" o "Merger Regulation"); l'art. 21 di quest'ultimo attribuisce alla Commissione europea la competenza esclusiva per esaminare le concentrazioni di dimensione comunitaria (cfr. art. 21, par. 2) e stabilisce che gli Stati membri possono adottare opportuni provvedimenti per tutelare i propri "interessi legittimi", specificamente individuati in ragioni di pubblica sicurezza, di tutela della pluralità dei mezzi di informazione e delle norme prudenziali, purché tali provvedimenti siano necessari, proporzionati e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'UE (art. 21, par. 4, 1° e 2° periodo). Secondo Unicredit, nel caso di specie non ricorrerebbero i menzionati interessi legittimi, e non sarebbe intervenuta la notifica preventiva alla Commissione europea (come pure previsto dalla normativa applicabile) da parte del Governo italiano.

Il T.A.R. del Lazio non ha ravvisato profili di illegittimità; di gran lunga diversa l'opinione della Commissione che ha duramente criticato sia le singole prescrizioni, sia la sussistenza di ragioni di pubblica sicurezza tali da giustificarle, considerata la lunga operatività di Unicredit in Italia senza criticità di sorta. La Commissione, in particolare, ha ricordato come la Corte di Giustizia abbia escluso che ragioni puramente economiche possano giustificare l'intervento governativo. Le misure non sarebbero giustificate dalla presenza di investitori di Paesi terzi (al di fuori dell'U.E.) nell'azionariato di Unicredit, perché nessuno eserciterebbe un'influenza significativa sulla banca. Non solo: la Commissione sottolinea possibili profili di contrasto con le competenze della Banca Centrale Europea, unica autorità competente a valutare operazioni bancarie sotto il profilo della sana e prudente gestione, oltre a stigmatizzare l'assenza di notifica preventiva.

La situazione, dunque, è singolare: il Governo ha venti giorni di tempo per presentare osservazioni alla Commissione e quest'ultima, qualora non le ritenga soddisfacenti, può ordinare la revoca del Provvedimento.

Tutti scenari, a questo punto, che perdono di significato, alla luce della decisione di Unicredit di rinunciare all'operazione in discorso a causa dell'incertezza del quadro regolatorio in materia di *golden power*.

La decisione di Unicredit, probabilmente, è stata causata anche dai tempi necessari all'ottenimento di una decisione giurisdizionale definitiva, nel contesto di un'operazione di mercato che prevede tempistiche certe, a tutela degli azionisti della società *target*.

Conclusioni

Alla luce delle applicazioni concrete fatte sinora, le caratteristiche concrete del ricorso "effettivo" ai sensi dell'art. 47 della Carta di Nizza e il *test* di proporzionalità richiesto dalla Corte di Giustizia in presenza di una potenziale violazione delle libertà fondamentali dell'Unione Europea non sembrano ricorrere nelle pronunce del giudice amministrativo interno.

La Sentenza rappresenta un'eccezione: il *test* di proporzionalità è stato effettuato, pur non senza alcune contraddizioni, di cui si è visto. È un esempio tutto sommato virtuoso di sindacato, al netto di alcune contraddizioni, ma non ha risolto l'incertezza sottesa all'operazione: non sarebbero stati da escludere eventuali appelli dinanzi al Consiglio di Stato, e i rilievi della Commissione potenzialmente avrebbero potuto aprire alla possibilità di un ordine di revoca del Provvedimento.

Rimane, tuttavia, su piano generale il problema del sindacato giurisdizionale, che sembra non risiedere del tutto nell'utilizzo di concetti giuridici indeterminati da parte del Decreto Golden Power. Si tratta di un'opzione che in qualche misura il diritto dell'Unione ritiene compatibile. Si pensi esemplificativamente al *considerando* n. 8 del Reg. (UE) 452/2019, in cui si richiama l'esigenza di assicurare «la necessaria flessibilità per consentire agli Stati membri di controllare gli investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza e ordine pubblico, tenendo conto delle rispettive situazioni individuali e delle specificità nazionali».

Il problema risiede nell'estensione del controllo giudiziale. In questo senso, raccogliendo la suggestione contenuta nel parere del Consiglio di Stato poc'anzi citato, si potrebbe prevedere – quantomeno per operazioni *intra*-U.E. – una specifica ipotesi di giurisdizione di merito, similmente a quanto avviene in Francia²⁶.

Quello che è certo è che l'incertezza venutasi a creare nel sistema comporta un'esposizione rilevante dell'impresa all'alea delle decisioni governative; il che, unito alla difficile giustiziabilità delle decisioni, inevitabilmente depotenzia la libera circolazione dei capitali, anche alla luce delle differenze tra i vari ordina-

menti giuridici degli Stati membri dell'U.E.

Non è un caso, in questo senso, che Unicredit abbia rinunciato all'operazione, anche a seguito della dura lettera della Commissione europea. I tempi tecnici di svolgimento del giudizio e dell'emissione della Sentenza – unitamente al tempo che è stato necessario alla Commissione europea per intervenire – non sembrano aver consentito all'operazione di concludersi proficuamente. Si pone, dunque, potenzialmente anche per questo aspetto un tema di *effettività* della tutela giurisdizionale, specialmente in operazioni così complesse che prevedono il coinvolgimento di numerosi *stakeholders* e di tante autorità di settore. Ciò è particolarmente significativo considerando che il principio di effettività della tutela giurisdizionale è espresso e tutelato sia da fonti sovranazionali (la Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e la Carta di Nizza), sia dalla nostra Costituzione (con il diritto a un giusto processo, di cui all'art. 111 Cost.).

La diversità di vedute tra il T.A.R. Lazio e la Commissione europea, del resto, testimonia un quadro normativo di difficile interpretazione e complesso, che certo non giova agli operatori del settore.

IBL Briefing Paper

Chi Siamo

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

Cosa Vogliamo

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.

I Briefing Paper

I "Briefing Papers" dell'Istituto Bruno Leoni vogliono mettere a disposizione di tutti, e in particolare dei professionisti dell'informazione, un punto di vista originale e coerentemente liberale su questioni d'attualità di sicuro interesse. I Briefing Papers vengono pubblicati e divulgati ogni mese. Essi sono liberamente scaricabili dal sito www.brunoleoni.it.