

**DR****Diritto del  
Risparmio**

# **IL GOLDEN POWER ALLA PROVA DEL DIRITTO.**

## **RIFLESSIONI ALLA LUCE DELLA SENTENZA DEL TAR LAZIO SUL CASO UNICREDIT-BANCO BPM**

**di Luigi SCIPIONE\***

*Over the years, the golden power regime has undergone a profound transformation, evolving from an exceptional tool for the protection of strategic national interests into a structural and pervasive mechanism of public intervention in the economy. This paper critically examines the tensions accompanying the evolution of special powers in light of the recent UniCredit-Banco BPM case, which was the subject of a significant ruling by the Lazio Regional Administrative Court (TAR Lazio) on 12 July 2025. The court partially annulled the Prime Ministerial Decree (D.P.C.M.) of 18 April 2025. Through the lens of the issues raised by administrative jurisprudence, the article aims, on the one hand, to reconstruct the current legal framework, highlighting emerging protectionist trends; and on the other, to propose de iure condendo reforms aimed at enhancing transparency, predictability, and accountability in the exercise of the State's special powers.*

**Agosto**

**Fascicolo n. 2/2025**

\*Professore aggregato di Diritto bancario presso l'Università degli Studi di Napoli "Federico II".

# *Rivista di Diritto del Risparmio*

*Il golden power alla prova del diritto.*

*Riflessioni alla luce della sentenza del TAR Lazio sul caso  
UniCredit–Banco BPM \**

di Luigi SCIPIONE\*\*

---

*Over the years, the golden power regime has undergone a profound transformation, evolving from an exceptional tool for the protection of strategic national interests into a structural and pervasive mechanism of public intervention in the economy. This paper critically examines the tensions accompanying the evolution of special powers in light of the recent UniCredit–Banco BPM case, which was the subject of a significant ruling by the Lazio Regional Administrative Court (TAR Lazio) on 12 July 2025. The court partially annulled the Prime Ministerial Decree (D.P.C.M.) of 18 April 2025. Through the lens of the issues raised by administrative jurisprudence, the article aims, on the one hand, to reconstruct the current legal framework, highlighting emerging protectionist trends; and on the other, to propose de iure condendo reforms aimed at enhancing transparency, predictability, and accountability in the exercise of the State’s special powers.*

**Agosto**

**Fascicolo 2/2025**

---

\* Contributo approvato dai referee.

\*\*Professore aggregato di Diritto bancario presso l’Università degli Studi di Napoli “Federico II”.

**Abstract**

*Over the years, the golden power regime has undergone a profound transformation, evolving from an exceptional tool for the protection of strategic national interests into a structural and pervasive mechanism of public intervention in the economy. This paper critically examines the tensions accompanying the evolution of special powers in light of the recent UniCredit–Banco BPM case, which was the subject of a significant ruling by the Lazio Regional Administrative Court (TAR Lazio) on 12 July 2025. The court partially annulled the Prime Ministerial Decree (D.P.C.M.) of 18 April 2025. Through the lens of the issues raised by administrative jurisprudence, the article aims, on the one hand, to reconstruct the current legal framework, highlighting emerging protectionist trends; and on the other, to propose de iure condendo reforms aimed at enhancing transparency, predictability, and accountability in the exercise of the State's special powers.*

\*\*\*\*\*

*Nel corso degli anni, l'istituto del golden power ha subito una profonda trasformazione, passando da strumento straordinario per la tutela di interessi nazionali strategici a meccanismo strutturale e pervasivo di intervento pubblico nell'economia. Il contributo analizza criticamente le tensioni che si accompagnano a questa evoluzione dei poteri speciali alla luce del recente caso UniCredit–Banco BPM, oggetto di una rilevante sentenza del TAR Lazio (12 luglio 2025), che ha parzialmente annullato il D.P.C.M. del 18 aprile 2025. Attraverso il prisma dei rilievi formulati dalla giurisprudenza amministrativa, l'articolo si propone, da un lato, di ricostruire il quadro giuridico vigente evidenziando le derive protezionistiche emergenti; dall'altro, di avanzare proposte de iure condendo per una riforma organica della disciplina, finalizzata a rafforzare trasparenza, prevedibilità e accountability nell'esercizio dei poteri speciali dello Stato.*

## Il golden power alla prova del diritto.

### Riflessioni alla luce della sentenza del TAR Lazio sul caso UniCredit–Banco BPM.

SOMMARIO: 1. Note introduttive. - 2. Le origini del golden power e la sua evoluzione normativa. - 3. Il provvedimento impugnato e le misure contestate nell'OPS Unicredit-Banco BPM. - 4. La decisione del TAR Lazio e i principi giuridici applicati. - 4.1. La clausola sul rapporto impieghi/depositi: la proporzionalità come criterio-guida. - 4.2. Il vincolo sul project finance: una torsione del principio di legalità? - 4.3. Le prescrizioni ritenute legittime: Anima e disimpegno dalla Russia. - 5. Una decisione bifronte: garanzia della libertà economica e legittimazione dell'intervento pubblico. - 6. Il golden power nella prassi: dal caso Vivendi–Mediaset a TIM–Kkr. - 7. Tendenze evolutive del golden power tra prassi applicativa e orientamenti giurisprudenziali. - 7.1. Interesse nazionale vs sicurezza nazionale: ambiguità concettuali e derive protezionistiche. - 7.2. L'espansione oggettiva: settori strategici e logiche emergenziali. - 7.3. L'espansione soggettiva: operazioni domestiche e inversione della ratio originaria. - 8. Le implicazioni sul piano del diritto dell'Unione europea: tra autonomia strategica e rischio protezionistico. - 9. Prospettive di riforma: verso una razionalizzazione del golden power nel quadro del diritto europeo. - 10. Considerazioni finali.

#### 1. Note introduttive.

Negli ultimi anni, il ricorso da parte dello Stato italiano ai poteri speciali in materia di assetti societari strategici – comunemente noti come *golden power* – ha assunto contorni sempre più ampi, fino a delineare una progressiva evoluzione dello strumento da misura eccezionale di tutela dell'interesse nazionale a meccanismo ordinario e pervasivo di regolazione economica. Si assiste così a una sorta di “funzionalizzazione espansiva” del golden power, che sembra trascendere la propria funzione originaria per assumere tratti para-normativi, in assenza però di un fondamento legislativo sistematico e di una cornice costituzionale adeguatamente definita<sup>1</sup>.

Tale mutamento di funzione pone interrogativi significativi sotto il profilo dei principi dello Stato di diritto, della certezza del diritto, nonché della compatibilità con il diritto

---

<sup>1</sup> S. DE NITTO, *Il Golden power nei settori rilevanti della difesa e della sicurezza nazionale: alla ricerca di un delicato equilibrio*, in *Dir. amm.*, 2022, p. 553 ss; M. D'ALBERTI, *Il golden power in Italia: norme ed equilibri*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2019, p. 83 ss.

dell'Unione europea e con le libertà economiche sancite nella Costituzione. L'assenza di un *corpus* normativo sufficientemente determinato e la natura eminentemente discrezionale degli interventi pongono il rischio che il *golden power* si configuri come strumento di “regolazione implicita” del mercato, in contrasto con i canoni della legalità sostanziale e con le garanzie democratiche<sup>2</sup>.

In questo contesto si inserisce la vicenda dell'OPS di UniCredit su Banco BPM, divenuta oggetto di una significativa pronuncia del TAR del Lazio<sup>3</sup>, che ha parzialmente accolto il ricorso di UniCredit contro il D.P.C.M. del 18 aprile 2025, con cui il Governo aveva imposto una serie di prescrizioni vincolanti all'operazione di acquisizione. Si tratta di un precedente emblematico che solleva interrogativi cruciali circa la legittimità sostanziale dell'intervento pubblico, la proporzionalità delle misure adottate, e i limiti costituzionali e sovranazionali all'azione dello Stato nell'economia<sup>4</sup>.

L'assenza di un soggetto terzo estero e la natura meramente strategica delle prescrizioni imposte hanno spinto i primi commentatori a parlare di un abuso funzionale dello strumento, con rischi di centralizzazione impropria presso la Presidenza del Consiglio di poteri che eccedono le sue competenze in materia di vigilanza settoriale. Emerge su tutti il rischio di un utilizzo *espansivo* del *golden power*, non più circoscritto alla protezione da minacce esterne, bensì esteso a forme di interventismo economico che sfiorano la pianificazione strategica centralizzata. Questo fenomeno, già oggetto di attenzione nella letteratura accademica europea, apre scenari problematici in termini di compatibilità con il diritto dell'Unione europea, segnatamente con i principi di libertà di stabilimento, concorrenza e tutela del legittimo affidamento<sup>5</sup>.

Vieppiù, il precedente UniCredit–Banco BPM appare emblematico di una marcata tendenza verso la “*politizzazione*” degli strumenti di *governance* economica, con esiti distorsivi

---

<sup>2</sup> Cfr. B. RUSSO, *La tutela dell'integrità dei mercati e ruolo proattivo dello Stato nell'evoluzione della disciplina golden power: le possibili criticità applicative dei nuovi profili operativi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl al n. 1/2024, p. 49 ss.; G. DIBATTISTA, *La geometria (imprevedibilmente) variabile del “golden power”*, in *Soc.*, 6, 2024, p. 657 ss.; G. SCARCHILLO, A. IMPERIA, *Golden powers: una terza via per l'intervento pubblico in mercati internazionali strategici*, in *Dir. comm. int.*, 3, 2023, p. 591 ss.; A. SANDULLI, *La febbre del Golden Power*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 3, 2022, p. 745 ss.; B. ARGIOLOS, *Il golden power tra Stato e mercato*, in *Gior. dir. amm.*, 6, 2022, p. 723 ss.; R. SPAGNUOLO VIGORITA, *Golden power: per un nuovo paradigma di intervento dello Stato nell'economia*, in *Riv. inter. dir. amm. pubbl.*, 4, 2021, p. 112 ss. A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, p. 151 ss.

<sup>3</sup> TAR Lazio, sentenza del 12 luglio 2025, n. 13748.

<sup>4</sup> G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, 2022; M. BENVENUTI, *La spada e lo scudo. Prime note sulle nuove forme di intervento diretto dello Stato nell'economia con finalità di politica industriale*, in *Dir. cost.*, 2021, p. 35 ss.

<sup>5</sup> CGUE, grande sezione, causa C-212/06, 1 aprile 2008, in cui si legge che queste “costituiscono norme fondamentali per la CE e [...] è vietato ogni ostacolo a queste libertà, anche se di minore importanza”.

per il mercato, per la certezza del diritto e per la stessa credibilità dell'azione pubblica in campo economico<sup>6</sup>.

Sulla base di tali rilievi, l'obiettivo dell'indagine è duplice. Da un lato, si intende ricostruire criticamente il quadro giuridico vigente, evidenziando le tensioni emergenti tra protezione e protezionismo, tra interesse nazionale e libertà economica. Dall'altro, si propone una riflessione *de iure condendo* sulla necessità di una riforma organica della legge n. 56/2012 (di conversione del d.l. 21/2012), che assicuri maggiore trasparenza, prevedibilità e *accountability* nell'esercizio dei poteri speciali.

## **2. Le origini del *golden power* e la sua evoluzione normativa.**

---

Il plesso normativo dei poteri speciali si inserisce in una più ampia tensione strutturale tra l'esigenza di garantire la libertà degli scambi internazionali, da un lato, e quella di preservare la sovranità economica e la sicurezza nazionale, dall'altro. Esso si configura come una risposta normativa alla crescente interconnessione tra economia globale, competizione strategica e rischi geopolitici.

L'esercizio del *golden power* consente l'adozione di misure interdittive o prescrittive nei confronti di operazioni societarie – acquisizioni ostili o destabilizzanti da parte di attori esterni all'Unione europea – aventi ad oggetto *asset* localizzati in settori considerati strategici, al fine di salvaguardare l'interesse nazionale.

La normativa in materia di *golden power* è stata introdotta con il D.L. n. 21/2012, convertito con modificazioni dalla L. n. 56/2012<sup>7</sup>, e successivamente ampliata in modo

---

<sup>6</sup> G. MOCAVINI, *Il sostegno alle imprese*, in F. BASSANINI, G. NAPOLITANO, L. TORCHIA (a cura di), *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, Bologna, 2021, p. 98 ss.

<sup>7</sup> Lo strumento del *golden power* trova la sua genesi nel contesto delle pressioni esercitate dalla Commissione europea e dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea, volte a limitare l'uso indiscriminato di poteri speciali da parte degli Stati membri. In particolare, con la nota sentenza C-174/04, *Commissione c. Italia*, la Corte ha dichiarato incompatibili con gli articoli 49 e 63 TFUE le disposizioni italiane che attribuivano allo Stato poteri speciali (*golden shares*) in alcune società operanti nei settori dell'energia e delle telecomunicazioni, in quanto lesive della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali. In risposta a tale orientamento giurisprudenziale, il legislatore italiano ha adottato il d.l. n. 21 del 15 marzo 2012, convertito con modificazioni dalla legge n. 56/2012, che rappresenta la prima formalizzazione organica dello strumento del *golden power*. A differenza delle *golden shares*, il nuovo meccanismo introduce una disciplina astratta, preventiva e non arbitraria, formalmente coerente con i principi europei di proporzionalità, trasparenza e non discriminazione. Per alcuni spunti ricostruttivi cfr., tra gli altri, C. SAN MAURO, *La disciplina della nuova golden share*, in *Federalismi.it*, 21, 2012, p. 1 ss.; A. SCOGNAMIGLIO, *Lo stato stratega (o lo stato doganiere) affila le armi: le disposizioni emergenziali in materia di controllo sugli investimenti esteri*, in G. PALMIERI (a cura di), *Oltre la pandemia*, I, Napoli, 2020, p. 170; A. COMINO,

significativo, soprattutto in risposta alla crisi pandemica del 2020 (D.L. n. 23/2020, c.d. “Decreto Liquidità”), nonché nel contesto delle tensioni geopolitiche legate alla guerra in Ucraina e alla sicurezza tecnologica<sup>8</sup>. Tali interventi hanno esteso l’ambito soggettivo e oggettivo di applicazione, includendo settori non solo tradizionalmente strategici (difesa, energia, telecomunicazioni), ma anche ambiti come l’intelligenza artificiale, i dati sanitari, la robotica, le tecnologie quantistiche<sup>9</sup>.

---

*Golden powers per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2014, p. 1019 ss.; A. ANGELINI, *Stato dell’arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, p. 681 ss.; L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 919 ss.; 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, p. 57 ss.; V. DONATIVI, *Golden Powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019, *passim*; S. MEZZACAPO, *I nuovi “poteri speciali” del Governo italiano sulle attività d’impresa e sugli assetti di “rilevanza strategica” (per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, nonché per i settori dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni)*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2012, I, p. 703 ss.; A. SACCO GINEVRI, *I “golden powers” dello Stato nei settori strategici dell’economia*, in *federalismi.it*, 2016, n. 22, p. 2 ss.; A. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 733 ss.; C. SAN MAURO, *I poteri speciali del Governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici: dalla golden share ai golden powers*, in *Foro amm.*, 2015, p. 2951 ss.; L. TORCHIA, *Politica industriale e regolazione*, in *Riv. reg. merc.*, 2015, 1, p. 4 ss.; A. SACCO GINEVRI, F.M. SBARBARO, *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *NLCC*, 2013, p. 1 ss.; F. GASPARI, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici. La nuova golden share tra diritto interno comunitario e comparato*, Torino, 2015, p. 14 ss.; M. LAMANDINI, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello Stato: dalla golden share al golden power*, in *Dir. soc. eur. int.*, 2016, p. 107 ss.; A. ARESU, *Dalla golden share al golden power: la dimensione strategica*, in G. DELLA CANANEA, L. FIORENTINO (a cura di), *I poteri speciali del Governo nei settori strategici*, Napoli, 2020, p. 63 ss.; F. ANNUNZIATA, A. SACCO GINEVRI, C. SAN MAURO, *I golden powers fra Stato e mercato*, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura), *Sistema produttivo e finanziario post covid-19: dall’efficienza alla sostenibilità*, “Voci dal diritto dell’economia”, Pisa, 2021, p. 433 ss.

<sup>8</sup> Si fa riferimento alla disciplina emergenziale: art. 15 del D.L. 8 aprile 2020, n. 23 (cd. “Decreto Liquidità”), convertito con modificazioni dalla L. 5 giugno 2020, n. 40 la cui applicazione era stata prorogata dall’art. 17 del D.L. 30 dicembre 2021, n. 228, fino al 31 dicembre 2022, salvo poi le sopra menzionate disposizioni transitorie divenire, con il D.L. 21 marzo 2022, n. 21 (c.d. “Decreto Ucraina”), norme a regime (inserite nel D.L. n. 21/2012). Per un’analisi più approfondita, si vedano E. CHITI, *Guerra e Diritto amministrativo*, in *Giur. dir. amm.*, 3, 2022, p. 293 ss.; M. MANNA, *I Golden Powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l’eterno ritorno dello Stato nell’economia*, in *Riv. dir. risp.*, 2022, p. 3; A. SACCO GINEVRI, *I goldenpowers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 282 ss.; A. SANDULLI, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al goldenpower*, in *Dir. pubbl.*, 2020, p. 405 ss.; L. VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Merc. conc. reg.*, 1, 2020, p. 119 ss.; E. RIMINI, M. RESCIGNO, “Golden power” e coronavirus: regole per l’emergenza o per il futuro, in *An. giur. eco.*, 2, 2020, p. 517 ss.; V. MACCARONE, *I poteri speciali dopo il decreto legge “liquidità”: un’analisi e alcune note in prospettiva*, in *Osservatorio costituzionale*, 1, 2021, p. 137 ss.; F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d’emergenza: riflessioni a margine dell’estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contr. impr.*, 1, 2022, p. 202 ss.; R. MAGLIANO, *La ricerca di equilibrio tra investimenti esteri diretti e interventi emergenziali a tutela dell’interesse strategico nazionale: una sfida per l’Unione europea*, in *Dir. comm. int.*, 2021, p. 1057 ss.; A. ILACQUA, *L’ascesa dei golden powers. Dalla Stato imprenditore alla Stato protettore*, in *Dir. econ.*, 1, 2023, p. 429 ss.; M.R. MAURO, *L’effetto del Covid-19 sull’accesso degli investimenti stranieri: le recenti modifiche introdotte nel regime di “golden power”*, in P. ACCONCI, E. BARONCINI (a cura di), *Gli effetti dell’emergenza Covid su commercio, investimenti e occupazione, una prospettiva italiana*, Bologna, 2020, p. 193 ss.

<sup>9</sup> Per vero, già la Relazione della Presidenza del Consiglio dei Ministri in materia di esercizio di poteri speciali relativa al 2018 ed illustrata al Parlamento nell’aprile 2019 presentava l’esercizio dei poteri speciali come strumento, non solo di presidio per le attività strategiche che fanno capo ad alcune imprese, ma anche come strumento di tutela del tessuto industriale del Paese.

Tale processo di dilatazione, si inserisce in un contesto di crescente attenzione — a livello sia nazionale sia sovranazionale — alla resilienza economica, alla sovranità industriale e alla tutela dell'autonomia strategica, concetti che hanno progressivamente rimodellato i tradizionali equilibri tra mercato, Stato e Unione Europea<sup>10</sup>. Merita opportuna menzione l'estensione, con il “Decreto Ucraina”, dell'ambito di applicazione dei poteri speciali a settori che ne erano stati fino a quel momento esclusi e l'applicazione gli obblighi di notifica preventiva anche ad operazioni realizzate da soggetti esteri *intra-UE* (c.d. “*golden power rafforzato*”)<sup>11</sup>.

In questa traiettoria espansiva, l'istituto è venuto a perdere la propria originaria funzione difensiva, per assumere tratti sempre più selettivi e direttivi, anche attraverso l'imposizione di condizioni e prescrizioni molto ampie – talvolta di natura strutturale – a operazioni economiche lecite ma ritenute “sensibili”. Ciò avviene spesso in assenza di criteri oggettivi predeterminati o di parametri tecnici rigorosi, con conseguente ampliamento del margine di discrezionalità dell'esecutivo.

È osservando queste tendenze che si può cominciare a parlare di funzione *para-normativa* del *golden power*: una forma di regolazione che non si esplicita attraverso fonti del diritto generali e astratte, ma si attua per mezzo di atti amministrativi individuali, spesso sottratti a un controllo democratico effettivo e soggetti a scrutinio giurisdizionale limitato (soprattutto in ragione della natura politica e sensibile delle valutazioni in gioco)<sup>12</sup>.

Riguardo ai nodi giuridici e alle problematiche applicative che tale fenomeno solleva, la genericità delle prescrizioni imposte, la carenza di motivazioni tecnico-economiche trasparenti e la mancanza di un *corpus* consolidato di prassi giurisprudenziale contribuiscono a generare un clima di incertezza normativa, che appare incompatibile con i principi di prevedibilità e stabilità delle regole del gioco, essenziali in un ordinamento liberale e concorrenziale.

---

<sup>10</sup> Sull'argomento si vedano F. MARCONI, *L'intervento pubblico nell'economia e il mutevole ruolo dello Stato: il nuovo golden power tra competizione geopolitica e valutazioni economico strategiche*, in *federalismi.it*, 2021, p. 5 ss.; G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giorn. dir. amm.*, 2019, p. 549 ss.

<sup>11</sup> F. DI CARLO, *Decreto Ucraina e restringimento del Golden power: verso la creazione di un'autorità nazionale?*, in *diritto.it*, 25 maggio 2022; R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power*, cit., p. 10; R. GAROFOLI, “*Golden Power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*”, cit., p. 13.

<sup>12</sup> Cfr. M. CLARICH, *La “mano visibile” dello Stato nella crisi economica e finanziaria*, in *Riv. reg. merc.*, 2, 2015, p. 1 ss.; G. NAPOLITANO, *Espansione o riduzione dello Stato? I poteri pubblici di fronte alla crisi*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, 2012, p. 471 ss.

La giurisprudenza amministrativa, pur riconoscendo l'ampio margine valutativo spettante al governo, ha più volte sottolineato l'esigenza di un adeguato supporto motivazionale e di coerenza nell'applicazione del potere. In linea generale i giudici hanno inteso ribadire che l'intervento pubblico deve conformarsi ai canoni del diritto europeo e costituzionale, evitando derive protezionistiche, arbitrarie o funzionali a obiettivi eterogenei rispetto alla *ratio* originaria dello strumento<sup>13</sup>.

Tuttavia, la stessa giurisprudenza si è mostrata spesso deferente, limitandosi a un controllo formale degli atti, con conseguente rafforzamento di una "zona grigia" dell'azione pubblica, poco permeabile ai principi della *rule of law*.

È in tale cornice che si inserisce la sentenza del TAR Lazio che, pur riconoscendo la centralità del tema della sicurezza nazionale, afferma chiaramente che il potere speciale non può essere strumentalizzato per indirizzare le politiche aziendali o finanziare obiettivi di politica economica interna sotto forma di vincoli normativi surrettizi.

### **3. Il provvedimento impugnato e le misure contestate nell'OPS Unicredit-Banco BPM.**

Il *golden power*, originariamente concepito per salvaguardare gli *asset* strategici nazionali da acquisizioni ostili o da operazioni suscettibili di compromettere la sicurezza e l'interesse nazionale, è stato nel caso in esame invocato in un contesto endogeno, tra due primari gruppi bancari italiani. Tale scelta ha rappresentato un'estensione inedita dell'ambito applicativo del meccanismo, ponendo una tensione evidente tra la tutela dell'interesse pubblico e la garanzia della libertà d'impresa, peraltro in un settore — quello bancario — già sottoposto a un articolato sistema di regolazione prudenziale e di vigilanza, sia a livello nazionale sia sovranazionale.

Il provvedimento governativo oggetto di impugnazione ha imposto una serie di prescrizioni vincolanti all'operazione di fusione, motivate dalla necessità di preservare la stabilità finanziaria e la sovranità economica del Paese. Le misure imposte comprendevano, tra l'altro: 1) l'obbligo di mantenere invariato per cinque anni il rapporto impieghi/depositi

---

<sup>13</sup> Con riferimento alla natura dei poteri speciali riservati allo Stato, M. ALLENA, *Un nuovo ambito di giurisdizione del giudice amministrativo nel diritto dell'economia: la competenza esclusiva in materia di esercizio dei golden powers*, in *Dir. econ.*, 2012, p. 643, precisa che si è optato per un chiaro regime amministrativo superando "ogni tentativo di dare una veste privata ai poteri dello stesso, riconoscendo chiaramente la natura amministrativa".

rispetto ai livelli preesistenti alla fusione; 2) il divieto di riduzione del portafoglio di *project financing* detenuto dal gruppo bancario risultante dall'operazione; 3) il mantenimento del livello di investimenti in titoli di Stato da parte di Anima SGR, società di gestione del risparmio controllata da Banco BPM; 4) l'obbligo di completo disimpegno dalla Federazione Russa entro un termine di nove mesi dall'autorizzazione dell'operazione.

Tali condizioni sono state ritenute da UniCredit eccessivamente gravose e sproporzionate rispetto agli obiettivi dichiarati. In particolare, la banca ha contestato la violazione del principio di proporzionalità e di determinatezza, sottolineando come alcune clausole risultassero formulate in termini generici o ambigui, tali da creare un contesto di incertezza giuridica e operativa. Ciò, a sua volta, avrebbe rischiato di comprimere in modo indebito l'autonomia strategica e decisionale della società, alterando le normali dinamiche di mercato e influenzando negativamente sulla capacità di allocazione efficiente delle risorse.

#### **4. La decisione del TAR Lazio e i principi giuridici applicati.**

---

Il TAR Lazio ha pronunciato una sentenza articolata e fortemente motivata, che si distingue per il tentativo di riequilibrare l'interesse pubblico alla sicurezza economico-strategica con i diritti delle imprese private all'autonomia imprenditoriale e alla libertà di iniziativa economica, ai sensi dell'art. 41 della Costituzione.

Questa valutazione tocca un nodo cruciale: il confine tra controllo pubblico e libertà d'impresa, che deve restare invalicabile salvo in presenza di ragioni eccezionali, specifiche e documentate. L'interpretazione estensiva della norma, in questo caso, si avvicina a una applicazione *praeter* o *contra legem* del d.l. 21/2012, snaturando la *ratio* originaria dello strumento, nato per contrastare scalate ostili di soggetti *extra-UE*.

Nel dettaglio, il giudice amministrativo ha: 1) annullato le prime due prescrizioni; 2) reinterpretato la terza clausola; 4) confermato la quarta prescrizione.

##### **4.1. La clausola sul rapporto impieghi/depositi: la proporzionalità come criterio-guida.**

---

Tra i profili oggetto di accoglimento parziale, il TAR ha ritenuto illegittima la previsione unilaterale e anticipata di un vincolo quinquennale sul rapporto impieghi/depositi in Italia, destinato a garantire la continuità del credito alle famiglie e alle PMI. Il Collegio ha

sottolineato l'irragionevolezza della misura, soprattutto in relazione al difetto di proporzionalità temporale, nonché l'assenza di una valutazione concreta del rischio sistemico che essa mirava a contenere<sup>14</sup>.

Nel dettaglio, il TAR ha chiarito che sebbene l'obiettivo pubblico di salvaguardare l'accesso al credito nel tessuto economico italiano sia legittimo, la misura adottata risulta sproporzionata rispetto a tale fine: "Non è ragionevole l'assunto secondo cui la fissazione di un termine quinquennale risulti proporzionata al fine di mitigare i rischi per la sicurezza nazionale, soprattutto considerando che l'eventuale riallineamento delle politiche creditizie potrebbe avvenire in maniera progressiva e non immediata". Aggiungasi che nel gravato provvedimento non vi è alcuna spiegazione del perché dell'imposizione di un arco di durata quinquennale.

Così come non risulta essere in linea con il criterio di proporzionalità, principio cardine cui la Corte di Giustizia europea ha espressamente subordinato il legittimo esercizio del potere *de quo*, l'imposizione – tanto più se veicolata attraverso una modalità attuativa rigida e univoca, quale la determinazione della media ponderata del rapporto impieghi/depositi (*loan-to-deposit ratio*) riferito ai due istituti di credito coinvolti – di un incremento dei volumi di impiego a carico di una sola delle parti.

Tale prescrizione verrebbe a configurarsi non già come misura di riequilibrio tecnico, ma piuttosto come un intervento eteronomo e autoritario di ridisegno della strategia industriale di UniCredit. Si tratterebbe, in sostanza, di una forma di pianificazione forzata, in cui l'autorità – o la controparte negoziale, se dotata di analoga forza contrattuale – si sostituisce all'autonomia imprenditoriale dell'intermediario, determinandone *ex ante* le linee di allocazione del credito.

Siffatta ricostruzione solleva plurimi profili problematici. In primo luogo, sul piano del diritto della concorrenza, vi è il rischio di una violazione del principio di neutralità dell'intervento pubblico rispetto alle dinamiche di mercato, sancito, tra l'altro, dall'art. 107 TFUE. Laddove una misura, anche se formalmente neutra, incida in modo asimmetrico sugli operatori, essa può alterare gli equilibri competitivi, imponendo oneri non giustificati ad uno solo di essi.

---

<sup>14</sup> TAR Lazio, sez. I, sent. 6256 del 12 luglio 2025, par. 14.1.

In secondo luogo, sotto il profilo del diritto amministrativo interno e dell'ordinamento bancario, un simile intervento potrebbe tradursi in una compressione ingiustificata della libertà d'impresa, nonché dei criteri prudenziali di gestione bancaria, che includono anche la valutazione autonoma del rischio da parte dell'intermediario.

Va quindi rilevato che la giustificazione a monte addotta – ossia la necessità di garantire la continuità dei flussi di credito, anche sotto il profilo direzionale, da parte di Banco BPM – appare, alla luce dei dati, non pienamente convincente. La pretesa di mantenere inalterati flussi e assetti precedenti, in assenza di un vincolo normativo o contrattuale specifico, potrebbe costituire un obiettivo meramente conservativo, non sufficiente a giustificare un intervento tanto incisivo sulla sfera decisionale altrui. Anzi, essa rischia di tradursi in un freno all'efficienza allocativa, ostacolando possibili strategie di ottimizzazione del portafoglio impieghi da parte di UniCredit.

Il Collegio ha quindi disposto la rinnovazione dell'istruttoria da parte dell'autorità governativa, invitandola ad adottare un approccio più calibrato, basato su un dialogo virtuoso tra pubblico e privato, in linea con i principi del diritto amministrativo contemporaneo orientato alla co-regolazione.

#### **4.2. Il vincolo sul *project finance*: una torsione del principio di legalità?**

---

*Mutatis mutandis*, è stata censurata la disposizione relativa al mantenimento *sine die* del portafoglio di *project finance*, considerata un'intrusione indebita nella libertà d'impresa, priva di limiti di durata e di parametri di adattabilità<sup>15</sup>. Secondo il TAR, tale misura travalica l'obiettivo di tutela dell'interesse nazionale, trasformandosi in un vincolo di politica industriale imposto senza base normativa esplicita e in assenza di un rischio effettivamente accertato per la sicurezza nazionale.

Il TAR ha evidenziato che l'obbligo imposto non solo eccede la finalità del *golden power*, ma si configura come una direttiva sulla strategia di investimento di lungo periodo, dunque,

---

<sup>15</sup> TAR Lazio, sent. 6256/2025, cit., par. 14.2, ove, tra l'altro, si legge: “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*)”.

come nel caso precedente, un'ingerenza nell'autonomia imprenditoriale in assenza di una base legale specifica e di un rischio imminente per la sicurezza nazionale.

L'illegittimità della prescrizione in oggetto deve essere valutata nei medesimi termini – quanto a limiti logico-giuridici e implicazioni sistematiche – delineati dal Collegio nella parte motivazionale sub § 14.1.5, là dove si discuteva dell'orizzonte temporale prefissato per la prescrizione relativa al mantenimento del rapporto depositi/impieghi. In entrambe le ipotesi, infatti, si evidenzia una tensione tra l'obiettivo regolatorio perseguito e i principi di legalità, proporzionalità e ragionevolezza che governano l'esercizio del potere amministrativo, specialmente in materia di vigilanza e regolazione economica.

Nel caso specifico, l'estensione temporale (senza limiti) della prescrizione – che incide direttamente sulla strategia allocativa e sulle scelte imprenditoriali dell'istituto coinvolto – si configura quale vincolo di durata non sufficientemente giustificato alla luce delle esigenze concrete sottese all'intervento. La reiterazione, senza un'adeguata motivazione aggiornata o una verifica di attualità del contesto economico e operativo, rischia di trasformare lo strumento regolatorio da misura puntuale e contingente in una forma di disciplina permanente, surrettiziamente imposta, che altera l'equilibrio tra autorità e autonomia privata.

Va inoltre rilevato che l'imposizione di limiti operativi o obiettivi gestionali per un arco temporale eccessivamente lungo, senza un costante aggiornamento fondato su evidenze tecniche e istruttorie, è in contrasto con i criteri della buona amministrazione (art. 41 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea e art. 97 Cost.), i quali richiedono che l'azione pubblica sia non solo legittima in astratto, ma anche adeguatamente giustificata in concreto. Ciò vale a maggior ragione nei settori regolati come quello bancario, nei quali l'autonomia gestionale degli intermediari è al tempo stesso soggetta a vigilanza e garantita come principio cardine per l'efficienza del sistema.

Di conseguenza, anche nel presente caso, l'illegittimità della prescrizione discende non tanto da un vizio formale, quanto piuttosto da un difetto strutturale di coerenza e proporzionalità, che mina la legittimazione sostanziale dell'intervento. La misura in parola, infatti, non appare essere stata calibrata in modo da tenere conto delle variabili macroeconomiche e micro-strategiche evolutive, né è supportata da un apparato motivazionale sufficiente a dimostrare la necessità e l'attualità della sua reiterazione nel tempo.

Sul piano sistematico, si potrebbe sostenere che il Collegio abbia inteso ribadire – anche attraverso il richiamo al precedente punto (*sub* 14.1.5) – un principio di carattere generale: le prescrizioni amministrative che limitano la libertà economica devono essere soggette a scrutinio periodico, e non possono consolidarsi nel tempo in assenza di un rinnovato fondamento fattuale e giuridico. In caso contrario, esse rischiano di trasformarsi in una forma di regolazione surrettizia e non trasparente, incompatibile con i principi dello Stato di diritto e del mercato concorrenziale.

### **4.3. Le prescrizioni ritenute legittime: Anima e disimpegno dalla Russia.**

---

Il TAR ha invece rigettato le censure relative a due ulteriori misure contenute nel decreto governativo: a) l'obbligo di mantenere il livello attuale degli investimenti in titoli pubblici italiani da parte del gruppo Anima, considerato “coerente con la finalità di stabilizzazione del debito sovrano” e non lesivo, in quanto non imposto in via coercitiva; b) l'obbligo di cessare ogni attività nella Federazione Russa entro nove mesi, misura che, alla luce del contesto geopolitico e delle tensioni internazionali (sanzioni UE, minacce ibride), è stata giudicata proporzionata e legittima.

In merito alla prescrizione concernente gli investimenti del gruppo Anima in titoli di Stato italiani, il giudice amministrativo ha adottato un'interpretazione non vincolante della relativa clausola, qualificandola in termini programmatici e orientativi, piuttosto che come disposizione immediatamente cogente. Tale lettura è stata fondata sulle precisazioni fornite dal Governo in sede difensiva, le quali hanno chiarito che l'indicazione in questione non avrebbe avuto natura imperativa, ma si configurerebbe piuttosto come raccomandazione strategica, coerente con le finalità di indirizzo politico-economico generale.

Nel pronunciamento in esame, il TAR Lazio ha quindi ritenuto che la misura non determini un'imposizione giuridica diretta sulla libertà gestionale dell'operatore economico coinvolto, in quanto priva di un vincolo coercitivo tale da incidere concretamente sull'autonomia imprenditoriale del gruppo. Si tratterebbe, piuttosto, di una misura volta a indirizzare comportamenti conformi agli obiettivi di stabilizzazione finanziaria del sistema economico nazionale, in un contesto di elevata incertezza macroeconomica<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> TAR Lazio, sent. 6256/2025, cit., par. 14.3. Il Collegio esclude che “il mantenimento del peso degli investimenti in titoli di emittenti italiani e l'obbligo di supportare lo sviluppo della società perseguono, parimenti, l'intento di garantire che il risparmio gestito continui ad essere impiegato a beneficio dell'economia

Tale orientamento giurisprudenziale si inserisce in un quadro di bilanciamento tra l'esigenza di tutela della sicurezza economica nazionale e il rispetto dei principi costituzionali e unionali in materia di libertà d'impresa, libera circolazione dei capitali e proporzionalità dell'azione pubblica. In particolare, il giudice amministrativo ha confermato la legittimità dell'intervento governativo, sottolineando che esso deve comunque sottostare a rigorosi principi di ragionevolezza, necessità e temporaneità, criteri che fungono a livello europeo da parametro di legittimità sostanziale in ogni forma di compressione della libertà economica<sup>17</sup>.

Con riferimento alla seconda prescrizione oggetto di impugnazione, il Collegio ritiene non sussistere alcun dubbio circa l'inerenza della stessa a interessi fondamentali dello Stato. La misura imposta si inserisce infatti in un quadro di intervento emergenziale volto alla tutela della sicurezza economica nazionale e della stabilità finanziaria, alla luce dei riflessi sistemici potenzialmente derivanti dal protrarsi di relazioni economiche con un ordinamento ritenuto strategicamente ostile<sup>18</sup>.

In tale prospettiva, l'intervento amministrativo si configura come esercizio legittimo del potere di indirizzo strategico in materia economica, espressione della sovranità statale, il cui fondamento normativo può essere rintracciato non solo nella disciplina interna (tra cui gli artt. 41 e 43 Cost., letti in chiave sistemica), ma anche nel diritto dell'Unione europea e nel diritto internazionale generale, che riconoscono agli Stati membri ampi margini di discrezionalità nelle misure adottate per la salvaguardia della sicurezza pubblica, degli interessi essenziali e dell'ordine pubblico<sup>19</sup>.

Donde, la misura in esame, pur comportando una significativa compressione dell'autonomia imprenditoriale, si presenta come legittima sia sotto il profilo formale che sostanziale, in quanto coerente con i limiti costituzionali, eurounitari e internazionali all'esercizio della libertà economica e proporzionata rispetto all'obiettivo strategico perseguito. In particolare, sotto il profilo della proporzionalità, la misura risulta coerente con

---

nazionale, si traduca in alcun tipo di ingerenza nei poteri gestori di UniCredit, piuttosto venendo ad integrare una tutela degli attivi strategici detenuti da Anima Holding S.p.A.”.

<sup>17</sup> I concetti di **ragionevolezza**, **necessità** e **temporaneità** richiamano i principi generali del diritto amministrativo e del diritto UE (cfr. art. 52 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea), fungendo da garanzie contro misure sproporzionate o arbitrarie.

<sup>18</sup> TAR Lazio, sent. 6256/2025, cit., par. 14.4.

<sup>19</sup> Si veda, in tal senso, l'art. 65 TFUE; cfr. anche l'art. XIV GATS e la giurisprudenza CGEU, *Commission v. Belgium*, C-503/99.

i tre criteri canonici elaborati dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea e dalla dottrina prevalente:

1) “idoneità”, in quanto la cessazione delle attività bancarie in un territorio considerato “non cooperativo” o “ostile” riduce i rischi sistemici derivanti da un'esposizione finanziaria politicamente sensibile;

2) “necessità”, giacché non risultano individuabili misure alternative, meno restrittive, che offrano analoga efficacia nella neutralizzazione dei rischi;

3) “proporzionalità in senso stretto”, essendo l'intervento limitato nel tempo (nove mesi) e specificamente circoscritto a determinate attività ritenute ad alto impatto strategico.

La determinazione di un termine certo per la cessazione delle attività assume, inoltre, rilievo positivo sotto il profilo della certezza del diritto e dell'effettività amministrativa. In assenza di un vincolo temporale, infatti, la prescrizione rischierebbe di tradursi in un comando generico o indeterminato, in contrasto con i principi di precisione e determinatezza dell'azione amministrativa.

Non si può trascurare, infine, un'ulteriore considerazione di ordine sistemico: l'ingerenza dell'autorità pubblica nelle dinamiche imprenditoriali private, pur costituendo un'eccezione al principio della libertà d'impresa (art. 41 Cost.), è ammissibile – e in taluni casi doverosa – quando siano in gioco interessi superiori dell'ordinamento, quali la sicurezza nazionale, la stabilità economico-finanziaria o il rispetto degli obblighi internazionali assunti dallo Stato. In tal senso, la prescrizione non si configura come un arbitrario atto di condizionamento, bensì come uno strumento di attuazione del principio di precauzione applicato alla sfera economica e bancaria.

Del resto, la stessa Commissione europea, in risposta alla crisi geopolitica innescata dall'aggressione militare della Federazione Russa nei confronti dell'Ucraina, ha significativamente intensificato la propria attenzione sui meccanismi di *screening* degli investimenti esteri diretti (IED), con particolare riferimento a quelli provenienti da soggetti russi e bielorusi. In tale contesto, l'attenzione si è estesa non solo agli investimenti diretti in senso stretto, ma anche agli investimenti di portafoglio, ossia a partecipazioni minoritarie e strumenti finanziari non necessariamente idonei, di per sé, a conferire controllo o influenza significativa sulla *governance* societaria. Tuttavia, in determinate circostanze, anche tali operazioni possono assumere rilievo ai fini della tutela dell'ordine pubblico e della sicurezza

nazionale, specie nei settori strategici (es. energia, difesa, infrastrutture critiche, tecnologie *dual use*).

In particolare, nella Comunicazione del 2022, la Commissione ha evidenziato la necessità di considerare con attenzione gli investimenti da parte di entità giuridiche formalmente private ma sottoposte a influenza statale o riconducibili, direttamente o indirettamente, a soggetti inseriti nelle liste sanzionatorie dell'UE, sottolineando come la provenienza geografica e la struttura proprietaria dell'investitore costituiscano elementi cruciali per la valutazione dei rischi connessi all'operazione<sup>20</sup>.

Nell'occasione, l'esecutivo Ue ha, altresì, ribadito che, sebbene l'apertura agli investimenti esteri rappresenti un pilastro fondamentale per la crescita economica, la competitività, l'occupazione e l'innovazione dell'Unione europea, tale apertura non è assoluta né incondizionata. Essa è, infatti, soggetta a limiti giustificabili in base all'articolo 65 TFUE, che consente agli Stati membri di introdurre restrizioni alla libera circolazione dei capitali e alla libertà di stabilimento, purché tali restrizioni siano proporzionate, non discriminatorie e giustificate da motivi di ordine pubblico o pubblica sicurezza.

A tal fine, la Commissione ha richiamato l'attenzione degli Stati membri sull'importanza di rafforzare i controlli preventivi sugli IED, in linea con quanto previsto dal Regolamento (UE) 2019/452, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione.

## **5. Una decisione bifronte: garanzia della libertà economica e legittimazione dell'intervento pubblico.**

---

La decisione del TAR Lazio si distingue per l'alto grado di tecnicità e articolazione giuridica, nonché per il rilievo sistemico delle questioni affrontate. La pronuncia non si limita a risolvere un contenzioso amministrativo, ma assume un rilievo più ampio nella ricostruzione dei criteri di legittimità sostanziale applicabili all'esercizio dei poteri speciali ex d.l. n. 21/2012.

In linea generale, il TAR ha confermato l'orientamento secondo cui, nell'esercizio dei poteri speciali, l'interesse pubblico alla sicurezza economica può giustificare interventi

---

<sup>20</sup> COMMISSIONE UE, *Comunicazione del 6 aprile 2022* - «Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni» (2022/C 151 I/01).

selettivi, purché fondati su un'adeguata istruttoria e non lesivi dell'essenza dell'iniziativa economica privata (*ex art. 41 Cost.*).

Il Collegio, nel valutare le singole prescrizioni imposte con il D.P.C.M. del 18 aprile 2025, contribuisce a delineare un quadro interpretativo più rigoroso e garantista, ancorato a principi fondamentali dello Stato di diritto economico e del diritto europeo.

La pronuncia presenta un duplice significato sistemico, che si presta a una lettura di bilanciamento tra interessi costituzionali contrapposti<sup>21</sup>.

Da un lato, riconosce il diritto dell'impresa a non subire limitazioni eccessive, arbitrarie o indefinite della propria autonomia strategica e operativa, riaffermando principi già evocati dalla giurisprudenza europea in tema di restrizioni alla libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali. Tra i parametri ermeneutici valorizzati dalla pronuncia, si possono pertanto enucleare tre direttrici di fondo.

Innanzitutto, il principio di proporzionalità delle misure adottate rispetto al rischio concreto per la sicurezza nazionale: ogni intervento deve fondarsi su un'analisi puntuale, documentata e non ipotetica delle minacce da neutralizzare.

Quindi, la temporalità e reversibilità degli obblighi imposti: le prescrizioni non possono assumere carattere permanente, ma devono essere suscettibili di revisione, in linea con l'evoluzione del contesto economico e geopolitico;

Infine, la coerenza strutturale tra le condizioni imposte e la natura dell'operazione notificata: il controllo pubblico non può deformare la logica industriale sottesa all'operazione, né piegare la concentrazione societaria a finalità esogene.

Dall'altro lato, il TAR non esclude la legittimità dell'intervento pubblico anche in operazioni "domestiche", purché le misure siano strettamente collegate a esigenze effettive di sicurezza economica, e non fungano da surrogato per obiettivi di politica industriale generica o redistributiva. In tal modo, il giudice conferma che la nazionalità dell'operatore economico non costituisce, di per sé, garanzia sufficiente a escludere rischi sistemici, specie in settori ad alta interconnessione come quello bancario e finanziario.

## **6. Il *golden power* nella prassi: dal caso Vivendi–Mediaset a TIM–Kkr.**

---

<sup>21</sup> In questi termini v. F. VELLA, *Golden power non fa rima con mercato unico dei capitali*, in *lavoce.info*, 18.7.2025.

Il caso UniCredit–Banco BPM non costituisce un episodio isolato, bensì si inserisce in un trend giurisprudenziale e amministrativo che, negli ultimi anni, ha evidenziato la mutazione del *golden power* da strumento di difesa passiva dell’interesse nazionale a leva attiva di politica economica pubblica. Ciò è avvenuto non sempre in modo coerente con i principi del diritto dell’Unione.

Un precedente emblematico è costituito dalla vicenda Vivendi–Mediaset, nella quale il Governo italiano ha esercitato poteri speciali (DPCM 16 ottobre 2017) in relazione alla scalata del gruppo francese Vivendi nel capitale di Mediaset (attraverso la partecipazione in Telecom Italia e l’acquisizione indiretta di Mediaset Premium). Il provvedimento imponeva obblighi di *governance*, separazione tra le attività editoriali e infrastrutturali, e nomina di amministratori indipendenti. Il TAR Lazio e successivamente il Consiglio di Stato hanno confermato l’impostazione governativa, ritenendo legittima l’estensione del *golden power* anche a operatori europei, in virtù del ruolo della comunicazione come settore strategico e della particolare struttura di controllo esercitata da Vivendi. Tuttavia, la giurisprudenza ha anche riconosciuto la necessità che le misure fossero limitate a quanto strettamente necessario, e che la sicurezza nazionale non diventasse un pretesto per difendere asset “identitari” da concorrenza *intra-UE*<sup>22</sup>.

Diverso, ma altrettanto significativo, è il caso TIM–Kkr: l’OPA lanciata dal fondo statunitense Kkr su Telecom Italia ha riaperto il dibattito sull’opportunità e sui limiti dell’intervento pubblico in settori infrastrutturali sensibili (reti 5G, cloud, fibra). Dopo mesi di valutazioni tecniche e politiche, il Governo ha deciso, con decreto del 31 ottobre 2022, di non opporsi all’operazione, ma di imporre una serie articolata di prescrizioni su controllo dei dati, *governance* e infrastrutture critiche. In questo caso, il *golden power* è stato esercitato in chiave preventiva e dialogica, sulla base di un confronto strutturato con le parti, evitando l’annullamento dell’operazione. La vicenda ha rappresentato una applicazione “matura” dello strumento, che potrebbe costituire un modello procedimentale virtuoso<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> TAR Lazio, sez. I, sent. n. 9347/2019 e Cons. Stato, sent. n. 6793/2020. Sulla vicenda vedi L. FIORENTINO, *Verso una cultura del golden power*, in *Golden Power, Sistema di Informazione per la Pubblica Sicurezza*, 2019, p. 20 ss.

<sup>23</sup> V. DONATIVI, *I golden powers nel ‘decreto-legge Liquidità’*, reperibile all’indirizzo web: [https://blog.ilcaso.it/news\\_918/24-04-20/I\\_golden\\_powers\\_nel\\_“D.L.liquidita”](https://blog.ilcaso.it/news_918/24-04-20/I_golden_powers_nel_“D.L.liquidita”). 40 ; A. ARESU, *Golden power e interesse nazionale: tra geodiritto e geotecnologia*, in *Golden Power (GNO SIS)*, 2019; L.V.M. SALAMONE, G. PACIFICO, *La disciplina giuridica dei poteri speciali dello Stato sugli assetti societari e i trasferimenti tecnologici nei settori strategici alla luce del decreto-legge n. 23/2020 (c.d. “Decreto liquidità”)* e dei DD.PP.CC.MM. 18 dicembre 2020, n. 179 e n. 180, *Il diritto amministrativo Rivista giuridica*, 2022, p. 2 ss.

## 7. Tendenze evolutive del *golden power* tra prassi applicativa e orientamenti giurisprudenziali.

Il confronto tra i casi esaminati consente di individuare almeno tre tendenze di fondo, emblematiche dell'evoluzione recente dello strumento del *golden power* nel contesto italiano ed europeo.

1. Flessibilità – talora ambigua – della nozione di “interesse nazionale”, che costituisce il fondamento giuridico-teleologico dell'intervento pubblico ma, al contempo, si presta a un ampio margine interpretativo.

2. Progressiva estensione soggettiva e oggettiva dello strumento, che tende a espandersi oltre le fattispecie originariamente previste dal legislatore, includendo operazioni non riconducibili a investimenti *extra*-UE o a tentativi di acquisizione ostile.

3. Emersione di una giurisprudenza di bilanciamento, esemplificata dalla sentenza del TAR Lazio nel caso *UniCredit*, che si sforza di delineare i limiti esterni (costituzionali ed eurounitari) e interni (di ordine procedurale e motivazionale) all'esercizio dei poteri speciali. Questa giurisprudenza appare orientata a temperare l'ampliamento della discrezionalità amministrativa mediante un controllo giudiziale volto ad affermare i principi di proporzionalità, ragionevolezza e trasparenza dell'azione pubblica<sup>24</sup>.

Con riferimento a tale ultimo aspetto, un precedente rilevante è costituito dalla vicenda Verisem–Syngenta Syngenta<sup>25</sup>. Chiamati a pronunciarsi sulla presunta violazione del principio di legalità in relazione all'asserita assenza di una precisa e tassativa individuazione

---

<sup>24</sup> Cons. Stato, sez. V, 17 gennaio 2023, sentenza n. 583. Per la letteratura in argomento si rinvia a V. VALAGUZZA, *Il golden power nella prospettiva del diritto amministrativo: osservazioni sullo strumento e sulle sue dinamiche*, in *Dir. eco.*, 2024, p. 293 ss.; A. PACCIONE, *Il Golden Power e il principio di legalità*, in *Gior. dir. amm.*, 5, 2022, p. 659 ss.; E.M. TEPEDINO, *Golden powers: i poteri speciali del Governo al vaglio del giudice amministrativo (Nota a T.A.R. Lazio, Roma, Sez. I, 13 aprile 2022, nn. 4486 e 4488)*, in *Amministrazione In Cammino*, 21 giugno 2022; D. IELO, *Riflessioni sul sindacato del giudice amministrativo sui cosiddetti “golden powers”*, in *Ceridap*, 4, 2021, p. 64, a detta del quale “il potere speciale (se esercitato) è un vincolo prescrittivo teso a garantire allo Stato potestà, rispetto a società (anche) private, che esulano dalla normale disciplina privatistica societaria: controllo sui cambiamenti di proprietà e/o diritto di veto all'adozione di alcune decisioni strategiche, prescrizioni alle operazioni straordinarie ecc. Si parla, quindi, di altissima amministrazione. Quelli di alta amministrazione sono atti di raccordo tra la funzione di governo e la funzione amministrativa, rappresentando il primo grado di attuazione dell'indirizzo politico nel campo amministrativo. In questo caso, l'ambito è innervato da una componente politica amplissima, perché riguarda un terreno di confine con la tutela di essenziali interessi statali. Lo si evince dal soggetto chiamato a operare (Presidenza del Consiglio), dal ruolo istituzionale e dagli interessi in gioco: la minaccia alla sicurezza nazionale o un grave pregiudizio alla collettività”.

<sup>25</sup> Nel caso di specie il governo italiano aveva opposto un veto all'acquisizione del gruppo sementiero da parte di un'impresa cinese (Syngenta, controllata dal gruppo ChemChina), motivandolo con esigenze di “sicurezza agroalimentare nazionale”.

normativa degli attivi strategici nel settore agroalimentare giudici di primo grado, – suscettibili di essere oggetto dell’esercizio dei poteri speciali previsti dal D.L. n. 21/2012 – i giudici di primo grado hanno adottato una posizione particolarmente significativa e, sotto molti profili, innovativa.

Rispetto ad un orientamento iniziale in cui, tenuto conto anche delle posizioni ufficiali si escludeva tassativamente che l’esercizio dei poteri potesse riguardare operazioni diverse da quelle previste dalla legge, ovvero *asset* non individuati tra quelli “strategici”<sup>26</sup>, la sentenza del T.A.R. Lazio n. 4486/2022 legittima un’impostazione più flessibile, in cui il riferimento a “beni e rapporti di rilevanza strategica” è lasciato volutamente indeterminato e aperto ad una valutazione casistica e discrezionale da parte dell’Amministrazione, specie ove questa sia finalizzata alla tutela di interessi vitali della collettività, quali appunto quelli connessi alla sicurezza alimentare. Per inciso, con formula alquanto discutibile, il T.A.R. Lazio ha affermato che: “la tecnica redazionale adoperata per individuare gli *asset* nel settore agroalimentare rappresenta un adeguato compromesso tra la tutela della libertà di impresa e la garanzia della sicurezza nazionale e tiene conto dell’impossibilità di una catalogazione puntuale e minuta degli attivi strategici”<sup>27</sup>.

Questa ricostruzione si fonda sull’assunto che, in determinati settori caratterizzati da dinamismo economico e complessità funzionale, come quello agroalimentare, non sia realisticamente possibile né opportuno vincolare l’esercizio dei poteri speciali ad una tipizzazione *ex ante* e rigorosamente tassativa degli *asset* strategici. La *ratio* è individuabile nell’esigenza di garantire un efficace presidio dell’interesse pubblico alla sicurezza nazionale

---

<sup>26</sup> Cfr. T.A.R. Lazio, sez. I, 24 luglio 2020, n. 8742, dove il Collegio ha insistito sull’indispensabilità di una **precisa qualificazione normativa del settore** come “strategico”, quale condizione necessaria e sufficiente per la **legittima attivazione della disciplina *golden power***. Emblematica, in tal senso, è anche la sentenza del **T.A.R. Piemonte, sez. I, 13 luglio 2021, n. 727**, che parimenti ha escluso la legittimità di un esercizio dei poteri speciali in settori non espressamente e puntualmente ricompresi nella normativa di riferimento.

<sup>27</sup> T.A.R. Lazio-Roma, sez. I, 13 aprile 2022, n. 4486 confermata da Cons. Stato n. 289/2023 in cui si legge “il potere di *golden power* [...] rappresenta il *limes* provvedimento posto dalla legge a garanzia ultima dell’interesse nazionale nelle specifiche macro-aree economiche prese in considerazione; come tale, e proprio in quanto dettato a tutela di interessi fondamentali (“strategici”) della collettività nazionale come discrezionalmente apprezzati dal Consiglio dei Ministri, esige un fondamento normativo altrettanto ampio, elastico, flessibile ed inclusivo, che consenta di apprestare la massima e più efficace tutela agli (assai rilevanti) interessi sottostanti: in tale specifica ottica, esula qualunque addebito di indeterminatezza e genericità”. Più avanti osservando come l’esercizio di tale potere si ponga “al di fuori della materia *lato sensu* penale (che impone, come noto, la necessità di una particolare tassatività nell’enucleazione della fattispecie normativa), esulando dalla normativa sul *golden power* qualsivoglia finalità afflittiva”, per poi concludere come non ricorra “l’imposizione di una prestazione patrimoniale *ex art. 23 Cost.* [...], ma la mera previsione legislativa di un presidio di verifica della compatibilità dell’iniziativa economica privata con l’utilità sociale (art. 41 Cost.), espressione ampia in cui certo rientra l’interesse nazionale in ordine a “beni e rapporti strategici” come individuati dalla legge”.

— intesa in senso ampio, comprensiva cioè anche della sicurezza alimentare e della resilienza delle filiere critiche — in un contesto internazionale in rapida evoluzione.

Ancorché siffatta svolta interpretativa sia stata colta favorevolmente da una parte della dottrina, che ha letto nella pronuncia una scelta consapevole di riequilibrio tra legalità formale e tutela sostanziale della sicurezza nazionale<sup>28</sup>, detto orientamento è indice di un cambiamento di approccio di assoluto rilievo: si assiste ad un allentamento del rigore del principio di legalità, mediante la rinuncia ad una catalogazione dettagliata e tassativa dei settori strategici, in favore di una maggiore latitudine valutativa riconosciuta all'Amministrazione nell'esercizio dei poteri speciali.

Si tratta, tuttavia, di un'impostazione che, seppur coerente con una lettura prudentiale della sovranità economica, evidenzia una criticità strutturale: la difficoltà per il giudice amministrativo di sindacare nel merito decisioni connotate da forte politicità, di fatto sottraendo l'atto amministrativo a un controllo giurisdizionale pieno, con conseguente erosione del principio di legalità sostanziale. Una lettura che, pur offrendo maggiori strumenti di tutela dell'interesse nazionale in contesti critici e mutevoli, impone tuttavia una riflessione seria sui contro-limiti costituzionali ed europei che devono necessariamente presiedere all'esercizio di poteri pubblici ad alto tasso di discrezionalità.

Tale stato di cose richiama, implicitamente, la necessità di mantenere, anche in ambito *golden power*, un delicato equilibrio tra il principio di legalità (art. 97 Cost., art. 1 l. n. 241/1990) e i margini di discrezionalità amministrativa, che — se privi di un adeguato ancoraggio normativo e procedurale — rischiano di sfociare in forme di potere arbitrario, incompatibili con lo Stato di diritto e con i principi del diritto europeo, in particolare con quelli di certezza del diritto, prevedibilità dell'azione amministrativa e parità di trattamento<sup>29</sup>.

### **7.1. Interesse nazionale vs sicurezza nazionale: ambiguità concettuali e derive protezionistiche.**

---

<sup>28</sup> Secondo A. PACIONE, *Il Golden Power e il principio di legalità*, cit., p. 665, la sentenza: “esprime una tesi precisa: la necessità di sacrificare parzialmente la predeterminazione rigorosa dei presupposti applicativi dei poteri golden power per garantire una efficiente tutela dell'interesse pubblico alla sicurezza (nel caso di specie, alla sicurezza agro-alimentare)”, pur segnalando al contempo il rischio “di una fuga dell'esercizio di poteri autoritativi dalla cornice dei principi costituzionali e euro-unitari che regolano l'attività amministrativa”

<sup>29</sup> Sul punto è utile rinviare a V. CERULLI IRELLI, *Politica e amministrazione tra atti “politici” e atti “di alta amministrazione”*, in *Dir. pubbl.*, 1, 2009, p. 101 ss.; V. GIOMI, *L'atto politico nella prospettiva del giudice amministrativo: riflessioni su vecchi limiti e auspici di nuove aperture al sindacato sul pubblico potere*, in *Dir. proc. amm.*, 1, 2022, p. 21 ss.

Uno dei nodi concettuali più rilevanti e controversi nel dibattito sul *golden power* riguarda la progressiva sostituzione, non sempre esplicitata ma chiaramente rinvenibile a livello interpretativo, del riferimento alla “sicurezza nazionale” con quello più ampio e indeterminato di “interesse nazionale”<sup>30</sup>. Si tratta di una nozione evolutiva che, specie dopo le crisi pandemiche e geopolitiche, è stata interpretata in modo estensivo fino a ricomprendere anche profili di stabilità del mercato dei capitali, sostenibilità del debito sovrano e resistenza del sistema bancario e assicurativo a *shock* esogeni.

E, in effetti, tra i passaggi più significativi della pronuncia del TAR nel caso Unicredit-Banco BPM vi è il riconoscimento della legittimità del *golden power* a salvaguardia della sicurezza e dell’ordine pubblico, sicurezza che si qualifica anche come sicurezza economica per tutelare interessi di carattere strategico, nel novero dei quali, dicono i giudici, vi sono “operazioni direttamente coinvolgenti la tutela del risparmio nazionale e con esso, la erogazione del credito verso settori e/o bacini di utenza ritenuti, con apprezzamento invero indenne da mende, affatto rilevanti come le piccole e medie imprese e le famiglie”.

Tuttavia, ciò che rileva e che preoccupa, è l’assenza di una definizione univoca o di criteri normativi dettagliati consente un’applicazione adattiva ma anche potenzialmente arbitraria dell’istituto, a rischio di uso strumentale o politico-contingente. La stessa giurisprudenza costituzionale ha da tempo evidenziato la necessità che concetti come “interesse strategico” e “sicurezza nazionale” siano soggetti a un bilanciamento tra discrezionalità politica e garanzie giurisdizionali<sup>31</sup>.

Tale mutamento semantico ha determinato una dilatazione significativa e strutturale dell’ambito applicativo del potere speciale, trasformandolo — secondo un’espressione ricorrente nella dottrina — da strumento di “difesa passiva” contro operazioni ostili provenienti da soggetti *extra*-UE, in un dispositivo di intervento attivo nella *governance* economica, potenzialmente impiegabile anche per operazioni *intra*-UE o interamente domestiche, in assenza di minacce concrete alla sicurezza pubblica o all’ordine costituzionale.

In questa direzione, vanno sottolineati i rischi di uno slittamento funzionale dello strumento del *golden power*, impiegato per finalità “extra-sistemiche” e talvolta estranee al

---

<sup>30</sup> Rispetto all’istituto della *golden share*, il D.L. 21/2012 circoscrive con precisione i presupposti, le modalità e i criteri per l’esercizio dei poteri speciali «nei settori della difesa e della sicurezza nazionale»: in tal modo, limitando e, comunque, conformando meglio, rispetto al pregresso, i poteri in parola, secondo le indicazioni della Corte di Giustizia UE del 26 marzo 2009, emessa a definizione della causa C-326/07. In tal senso cfr. Cons. Stato, sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289.

<sup>31</sup> Sul principio (“test”) di proporzionalità in materia di poteri eccezionali dello Stato v. Corte cost. n. 1/2014.

perimetro originario della sicurezza: non più, dunque, un potere destinato a neutralizzare minacce provenienti da soggetti terzi, ma un meccanismo di selezione politica degli assetti proprietari, funzionale a indirizzare la struttura industriale nazionale in assenza di un quadro programmatico pubblico e condiviso<sup>32</sup>. Come rilevato da un'autorevole dottrina, la deriva concettuale rischia di avvicinare la disciplina italiana a forme di “*interventismo selettivo*”, dove lo Stato agisce secondo logiche di sovranismo economico, difficilmente conciliabili con la cornice giuridica dell'Unione Europea e con l'obiettivo di rafforzare l'attrattività del sistema Paese<sup>33</sup>. In altri termini, l'ambiguità definitoria dell'“interesse nazionale” si presta a usi discrezionali e a finalità di politica industriale surrettizia, spesso prive di una visione coerente e organica<sup>34</sup>.

Oltre a indebolire la coerenza normativa e la prevedibilità regolatoria, tale uso espansivo introduce elementi di asimmetria concorrenziale, accrescendo la distorsione del mercato e comprimendo i diritti soggettivi degli operatori.

Il fenomeno descritto è aggravato dalla politicizzazione delle decisioni economiche che, in un contesto di elevata competizione geopolitica, rischia di trasformare il *golden power* in una forma di controllo autoritativo *extra legem* o, per richiamare un'espressione utilizzata da Savona, un potere che “ufficialmente introdotto come *extra-ordinem* è diventato *multi-purpose*”<sup>35</sup>, privo dunque dei necessari contrappesi costituzionali e democratici. In un'economia di mercato regolata dai principi della libertà di iniziativa economica e delle libertà fondamentali dell'Unione, la distinzione tra protezione legittima e protezionismo dissimulato non può essere affidata alla mera discrezionalità dei governi nazionali.

---

<sup>32</sup> F. VELLA, *Golden power e politica industriale: un'ibridazione imperfetta*, in *lavoce.info*, 2022.

<sup>33</sup> Come osservato da S. CASSESE, *La golden power economy: ritorno allo Stato interventista?*, in *Il Sole 24 Ore*, 2023, la normativa vigente sembra rivelare un'involuzione verso una “logica autarchica” o, quantomeno, una forma di “*sovranismo economico amministrato*”, in contrasto con le esigenze di apertura al mercato globale e attrazione degli investimenti diretti esteri. L'A. evidenzia come, pur essendo legittimo un controllo statale in nome della sicurezza nazionale, il rischio attuale è quello di un'applicazione estensiva e opaca, che finisce per ostacolare l'integrazione economica dell'Italia nell'architettura europea e internazionale dei mercati finanziari.

<sup>34</sup> In tal senso v. TAR Lazio n. 6256/2025, parr. 11.6 e 12.2, ove si precisa che la saldatura, sul piano ricostruttivo, tra esercizio del controllo e tutela degli interessi nazionali, deve formare oggetto di attenta e prudente interpretazione: “il carattere di incontrovertibile ‘specialità’ che connota l'esercizio del *golden power* ne preclude l'espansione ad ambiti o soglie che non incontrino necessaria giustificazione nella volontà di salvaguardia del supremo interesse nazionale rappresentato dalla tutela della sicurezza e/o dell'ordine pubblico: per l'effetto, dovendosi escluderne l'esportabilità all'interno di una volontà ‘regolatoria’ del mercato e nel quadro di interventi incidenti sulla libertà negoziali, non presidiati: i) dalla dimostrata configurazione di un pregiudizio, quale sopra indicato; ii) dal carattere di proporzionalità ed adeguatezza, che le misure ‘eccezionali’, espressione del potere *de quo*, devono sempre dimostrare, con riferimento all'interesse che si sia inteso preservare”.

<sup>35</sup> P. SAVONA, *Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente*, Milano, 20 giugno 2025, p. 12.

## 7.2. L'espansione oggettiva: settori strategici e logiche emergenziali.

La nozione di “settore strategico” ha conosciuto nel tempo una significativa espansione concettuale, a partire dal 2020, sotto l’impulso della pandemia da COVID-19 e delle indicazioni della Commissione europea contenute nella Comunicazione del 25 marzo 2020, nella quale si invitavano gli Stati membri a impedire che la crisi sanitaria si traducesse in un’occasione per acquisizioni predatorie da parte di soggetti terzi.

In particolare, il D.P.C.M. n. 179/2020 ha ampliato il perimetro dei settori vigilati, includendo finanza, assicurazioni, sanità, agroalimentare e tecnologie digitali, trasformando di fatto il *golden power* in uno strumento di governo economico generale, piuttosto che un meccanismo emergenziale limitato a casi eccezionali<sup>36</sup>.

L’inclusione del settore bancario tra quelli strategici, benché inizialmente giustificata da esigenze transitorie di stabilità sistemica, è progressivamente divenuta una misura permanente<sup>37</sup>. La stabilizzazione normativa del nuovo assetto — priva di un adeguato inquadramento sistemico — ha sollevato non poche perplessità in merito alla sua proporzionalità, necessità e adeguatezza, soprattutto laddove l’intervento pubblico si sovrappone o si sostituisce a meccanismi già consolidati di vigilanza settoriale (Banca d’Italia, BCE, IVASS)<sup>38</sup>. Il *golden power* si configura, secondo parte della dottrina, come un dispositivo

---

<sup>36</sup> A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e funzionamento delle imprese strategiche*, in G. NAPOLITANO (a cura di), cit., p. 153 ss.

<sup>37</sup> Sul dibattito conseguente alla ricomprensione delle infrastrutture finanziarie nel perimetro dei settori rilevanti ai fini dell’esercizio dei poteri speciali, per la verità già previsti dall’art. 14 della l. n. 172/2017 e poi confluita tra i settori di cui al Regolamento europeo sugli investimenti esteri diretti, cfr. S. ALVARO, M. LAMANDINI, A. POLICE, I. TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici Consob*, febbraio 2019, p. 45 ss.; S. VELLUCCI, *The new regulation on the screening of FDI: the quest for a balance to protect EU’s essential interest*, in *Dir. comm. int.*, 1, 2019, 1, p. 142 ss.; F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit., 105 ss.

<sup>38</sup> A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell’economia*, in *Riv. reg. merc.*, 1, 2021, p. 55 ss.; D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell’Unione europea: il caso delle banche*, in *Riv. reg. merc.*, 1, 2021, p. 27 ss.; L. SCIPIONE, *Il rafforzamento dei golden powers nel contesto dell’emergenza pandemica: profili regolatori e di mercato*, in G. ROTONDO, M. RISPOLI FARINA (a cura di), *Il diritto dell’economia tra contesto emergenziale e nuovi paradigmi regolatori*, Roma, 2021, p. 59 ss.

di intervento strutturale nel settore finanziario, privo però di una cornice organica di politica industriale e spesso privo di coerenza con gli altri strumenti di regolazione settoriale.

L'ampliamento della sfera di rilevanza delle operazioni soggette a notifica, spesso fondato su presupposti preventivi o mere potenzialità lesive piuttosto che su effettivi rischi concreti, manifesta una tendenza alla dilatazione interpretativa dei presupposti applicativi, favorita anche dall'elasticità della normativa secondaria e dalla natura discrezionale dei poteri esercitati.

### **7.3. L'espansione soggettiva: operazioni domestiche e inversione della ratio originaria.**

Non meno problematico, rispetto all'estensione oggettiva delle attività strategiche soggette a controllo, è il fenomeno dell'ampliamento soggettivo dell'ambito di applicazione del meccanismo di *golden power*, che ha comportato l'assoggettamento a tale regime anche di operazioni interne tra soggetti pienamente italiani, in assenza di qualsivoglia partecipazione o interesse riconducibile a investitori esteri. Un esempio emblematico è rappresentato dal caso UniCredit–Banco BPM, dove la notifica dell'operazione alla Presidenza del Consiglio si è basata su presupposti puramente interni, suscitando ampio dibattito tra gli interpreti.

Sebbene, in via meramente formale, il dettato normativo – in particolare l'art. 2 del d.l. n. 21/2012 – non escluda esplicitamente un simile utilizzo del potere speciale anche in assenza di investimenti esteri diretti, tale prassi appare estranea alla *ratio legis* originaria del provvedimento. Quest'ultimo, come già ricordato, nasceva con l'intento di porre un argine al crescente attivismo economico di operatori *extra*-UE in settori strategici del sistema-Paese, in un contesto geopolitico mutato e in forte tensione (si pensi, ad esempio, alla penetrazione di capitali sovrani cinesi in Europa nella seconda metà degli anni 2000).

Si è dell'idea che l'uso del *golden power* in assenza di investitori esteri diretti costituisca una forzatura interpretativa del sistema, che rischia di alterarne l'equilibrio originario e di comprometterne la legittimità giuridica. Pur riconoscendo la necessità di aggiornare e adattare gli strumenti di difesa economica in un contesto globale in continua evoluzione, è essenziale che tali strumenti siano utilizzati in modo conforme ai principi costituzionali e sovranazionali, evitando derive arbitrarie o improprie che possano minare la fiducia degli operatori nel sistema normativo.

L'estensione soggettiva si presta, dunque, a fondati rilievi critici, tanto sul piano della costituzionalità interna, quanto su quello della compatibilità con il diritto dell'Unione Europea.

Sul versante interno, tale prassi rischia di entrare in tensione con l'art. 41 della Costituzione, che tutela la libertà di iniziativa economica privata, subordinandone i limiti a ragioni di utilità sociale che devono essere espressamente tipizzate, necessarie e proporzionate allo scopo perseguito. In questo senso, l'uso del *golden power* per interferire in operazioni tra soggetti nazionali, senza l'intervento di investitori esteri, potrebbe rappresentare un'ingerenza sproporzionata, difficilmente giustificabile in assenza di una minaccia concreta per la sicurezza nazionale o per l'ordine pubblico. Inoltre, tale prassi rischia di alterare gli equilibri di mercato e di introdurre margini di discrezionalità potenzialmente lesivi della certezza del diritto e dell'autonomia privata.

Sul piano sovranazionale, l'estensione soggettiva del *golden power* solleva interrogativi in relazione agli articoli 49 e 63 TFUE. Sebbene questi articoli siano, in linea di principio, volti a proteggere gli operatori transfrontalieri, il principio generale di non discriminazione tra imprese appartenenti al mercato interno impone che anche le imprese nazionali non siano soggette a restrizioni arbitrarie o ingiustificate. In particolare, l'invocazione di strumenti di controllo tipici degli investimenti esteri diretti (*Foreign Direct Investments*, FDI), al di fuori del perimetro per cui tali strumenti sono concepiti – ossia la difesa da acquisizioni esterne potenzialmente ostili o destabilizzanti – appare incongruente rispetto allo spirito e agli obiettivi della disciplina europea in materia, come cristallizzati nel Regolamento (UE) 2019/452.

Come sottolineato dalla Commissione europea nelle proprie linee guida sull'attuazione del Regolamento FDI, i meccanismi di screening devono essere proporzionati, trasparenti, non discriminatori e giustificati da motivi di sicurezza o ordine pubblico chiaramente identificati (considerando 6 e 7 del Regolamento). L'estensione del controllo a operazioni interne potrebbe dunque porsi in contrasto con tali principi, introducendo forme di protezionismo mascherato, potenzialmente lesive della coerenza del mercato unico e della parità di trattamento tra gli operatori.

## **8. Le implicazioni sul piano del diritto dell'Unione europea: tra autonomia strategica e rischio protezionistico.**

---

L'evoluzione italiana del *golden power*, così come tratteggiata nel formante giurisprudenziale e nella prassi amministrativa, non può essere compresa pienamente senza collocarla all'interno di una più ampia riconfigurazione della *governance* economica europea, nella quale la tutela della resilienza sistemica e dell'autonomia strategica è divenuta un principio guida della politica industriale e commerciale dell'Unione. Il ricorso sempre più frequente a strumenti di controllo sugli investimenti diretti esteri (*Foreign Direct Investments*, FDI), come il *golden power*, non è più un'eccezione nazionale ma una prassi ormai consolidata a livello sovranazionale e comparato<sup>39</sup>.

Questa tendenza è la manifestazione di una nuova fase del capitalismo regolato, in cui la liberalizzazione degli scambi è temperata da misure volte a preservare *asset* sensibili da minacce esterne — reali o percepite.

A livello dell'Unione, il riferimento normativo è costituito dal Regolamento (UE) 2019/452, istitutivo di un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione (*EU FDI Screening Regulation*). Il regolamento non armonizza i regimi nazionali, ma stabilisce una procedura di cooperazione tra Stati membri e Commissione che prevede l'obbligo, per i singoli Paesi, di notificare le operazioni potenzialmente critiche e di tenere conto dei pareri ricevuti nel processo decisionale<sup>40</sup>.

L'obiettivo dichiarato è duplice: da un lato, rafforzare l'autonomia strategica dell'Unione in un contesto internazionale caratterizzato da concorrenza asimmetrica e dalla

---

<sup>39</sup> Sulla compatibilità tra disciplina nazionale ed europea cfr. M. CLARICH, *La disciplina del golden power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, p. 115 ss.; S. MELE, *Il perimetro di sicurezza nazionale cibernetica e il nuovo "golden power". Dalla compliance delle aziende e della pubblica amministrazione alla sicurezza nazionale*, in G. CASSANO, S. PREVITI (a cura di), *Il diritto di Internet nell'era digitale*, Milano, 2020, p. 185 ss.; G. SCARCHILLO, *Golden Powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al Regolamento (UE) 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Dir. comm. int.*, 2020, p. 569 ss.; R. MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e controllo degli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Dir. comm. int.*, 2018, p. 699 ss.; B.P. AMICARELLI, *Il controllo degli investimenti stranieri nel regolamento europeo del 2019*, in *Giorn. dir. amm.*, 2019, p. 753 ss.; G. NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit., p. 121 ss.; M. RESCIGNO, *Il nuovo Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giur. comm.*, 2020, I, p. 847 ss.

<sup>40</sup> In tema cfr. V. SQUARATTI, *I limiti imposti dal diritto dell'Unione europea all'intervento pubblico nell'economia: la neutralità delle modalità di perseguimento di obiettivi imperativi di interesse generale*, in *Dir. comm. int.*, 2014, 4, p. 1073 ss.; R. GAROFOLI, *Golden Power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *federalismi.it*, 2019, p. 4 ss.; G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Riv. reg. merc.*, 1, 2019, p. 2 ss.; C. MANN, *The global rush toward foreign investment screening: lesson from the United States*, in *Foreign Direct investment screening*, cit., p. 112.

politicizzazione del commercio globale; dall'altro, garantire il rispetto delle libertà fondamentali del mercato interno, evitando che le misure restrittive si traducano in barriere non giustificabili alla libera circolazione.

L'articolo 4 del Regolamento specifica che i motivi di intervento devono riferirsi a minacce effettive e specifiche alla sicurezza o all'ordine pubblico, tra cui figurano anche la sicurezza energetica, la continuità dei servizi essenziali, la protezione dei dati sensibili e l'integrità delle infrastrutture critiche. La norma lascia un margine di discrezionalità significativo agli Stati membri, senza tuttavia prevedere un meccanismo autorizzativo vincolante da parte della Commissione.

Ciononostante tale prerogativa non è illimitata. L'intervento statale deve rispettare i principi cardine dell'ordinamento europeo: in particolare, la non discriminazione, la proporzionalità e la trasparenza. L'Esecutivo europeo ha ribadito in più occasioni che i meccanismi di controllo sugli investimenti non possono essere utilizzati in modo da costituire protezionismo mascherato o interferenze arbitrarie nell'allocazione dei capitali all'interno del mercato unico.

Come si è esaminato, nel contesto italiano si registra un uso del *golden power* che oltrepassa i limiti strutturali fissati dal Regolamento europeo, sia sotto il profilo soggettivo (con applicazioni a operazioni esclusivamente interne, come nel caso UniCredit–Banco BPM), sia sotto il profilo procedurale, per l'assenza in tali casi di un sistema di notifica o consultazione multilaterale, sia sotto il profilo oggettivo dato che la disciplina italiana ha via via incluso settori e operazioni non coperti da FDI, generando un'asimmetria rispetto all'impianto europeo<sup>41</sup>.

L'esperienza italiana dimostra come l'effettività della disciplina europea in materia di "FDI screening" dipenda non solo dalla cooperazione tra Stati, ma anche dalla chiarezza e vincolatività delle regole di base. Senza una cornice normativa armonizzata e una supervisione giurisdizionale effettiva (a livello tanto nazionale quanto europeo), i meccanismi di controllo rischiano di trasformarsi in strumenti di interventismo selettivo, con potenziale impatto negativo sull'integrità del mercato interno e sulla fiducia degli investitori.

---

<sup>41</sup> J. SPORTOLETTI, *Il golden power, tra compatibilità europea e prospettive di riforma*, in *Nomos*, 3, 2023, p. 17 ss.; S. SANTAMARIA, *Il controllo degli investimenti esteri diretti tra la protezione degli assets strategici e la tutela degli investitori. Questioni di compatibilità*, in *Federalismi.it*, 6, 2023, p. 196 ss.

È pertanto augurabile, in un'ottica di integrazione strategica, che si proceda verso una armonizzazione rafforzata dei regimi nazionali, eventualmente mediante l'adozione di un regolamento vincolante di secondo livello o l'estensione delle competenze della Commissione in materia di valutazione degli atti restrittivi. In assenza di tale evoluzione, si rischia una frammentazione normativa che mina l'efficacia dello spazio economico europeo e accentua le asimmetrie competitive tra gli Stati membri.

### **9. Prospettive di riforma: verso una razionalizzazione del *golden power* nel quadro del diritto europeo.**

---

Ricapitolando, alla luce di tali elementi si può osservare una tendenza verso una funzionalizzazione estensiva del *golden power*, il quale sembra progressivamente assumere una funzione para-normativa, in assenza di un chiaro fondamento legislativo o costituzionale che ne definisca finalità, limiti e modalità applicative<sup>42</sup>.

La genericità delle prescrizioni imposte, la carenza di motivazione tecnica e la mancanza di criteri predeterminati contribuiscono a compromettere i principi di certezza del diritto e prevedibilità regolatoria, essenziali in un sistema economico improntato alla libertà di iniziativa e alla concorrenza.

L'emergere di un uso multifunzionale e polisemico del *golden power* – che da strumento di tutela nazionale si trasforma in leva di politica economica selettiva – impone l'urgenza di una maggiore tipizzazione normativa e di un consolidamento della prassi giurisprudenziale. Solo attraverso una codificazione più rigorosa dei presupposti applicativi, accompagnata da un rafforzamento dei meccanismi di *accountability* politica e giurisdizionale, si potrà evitare che lo strumento degeneri in una forma surrettizia di protezionismo regolatorio o di pianificazione industriale mascherata.

In assenza di una riforma organica della disciplina – che chiarisca i confini applicativi, delimiti con precisione le nozioni di “interesse strategico” e “sicurezza nazionale”, e renda effettivi i controlli democratici – il *golden power* rischia di trasformarsi in una forma di interventismo discrezionale, potenzialmente incompatibile con i principi dello Stato di

---

<sup>42</sup> Sul punto v. S. CASSESE, *Dal mercato guidato al mercato regolato*, in *Bancaria*, 2, 1986, p. 5 ss.

diritto, con la disciplina del mercato interno europeo e con le libertà economiche garantite dall'ordinamento costituzionale<sup>43</sup>.

L'esercizio del *golden power* richiede un apparato normativo chiaro e predeterminato, soggetto a scrutinio giurisdizionale pieno e accompagnato da meccanismi strutturati di *accountability* politica, quali il coinvolgimento sistematico del Parlamento, la pubblicazione motivata degli atti e la tracciabilità delle valutazioni strategiche. Solo in questo modo si può evitare che lo strumento evolva in un meccanismo potenzialmente incompatibile con l'equilibrio costituzionale e con la logica dell'economia sociale di mercato<sup>44</sup>.

In quest'ottica, si impone una riforma organica della legge n. 56/2012, finalizzata a:

1) definire con maggiore precisione i settori e i presupposti oggettivi di attivazione dei poteri speciali: è indispensabile specificare in modo più dettagliato i concetti di “minaccia alla sicurezza nazionale” e di “settore strategico”, evitando formulazioni eccessivamente elastiche o residuali. In tal senso, si potrebbe prevedere un elenco tassativo (o almeno esemplificativo rigoroso) di casi in cui il potere può essere attivato, in coerenza con l'art. 4 del Regolamento (UE) 2019/452;

2) distinguere chiaramente tra misure legate alla sicurezza nazionale e politiche di indirizzo economico;

3) introdurre una procedura trasparente e partecipativa, con obblighi di consultazione pubblica e pubblicazione delle motivazioni: andrebbe introdotta una fase obbligatoria di interlocuzione preventiva tra governo, autorità europee e soggetto notificante, sul modello di *pre-notification dialogue* già previsto in ambito “FDI screening europeo”. Ciò permetterebbe di costruire soluzioni condivise, di calibrare le misure proporzionalmente e di evitare sorprese regolatorie, rafforzando la certezza del diritto;

4) rafforzare il controllo giurisdizionale e parlamentare sull'operato dell'Esecutivo: Sottoposizione a sindacato rafforzato e trasparenza degli atti: si propone l'introduzione di obblighi motivazionali più stringenti per gli atti governativi che esercitano il potere speciale, nonché la previsione di una relazione annuale al Parlamento, che consenta un controllo democratico sulla coerenza e sull'effettività dell'intervento pubblico. Inoltre, si potrebbe

---

<sup>43</sup> B. RUSSO, *La tutela dell'integrità dei mercati e ruolo proattivo dello Stato nell'evoluzione della disciplina golden power*, cit., p. 64.

<sup>44</sup> G. ALPA, *Interesse nazionale e golden power: profili costituzionali e tensioni sistemiche*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2023, p. 255 ss.

istituire un organismo tecnico di valutazione indipendente, dotato di poteri istruttori e consultivi, per garantire imparzialità e qualità tecnico-economica delle decisioni.

5) garantire un coordinamento multilivello con le istituzioni europee, anche in assenza di investitori esteri, onde evitare frizioni regolamentari e conflitti di competenza. Il bisogno di un'armonizzazione più compiuta tra la normativa nazionale e il quadro regolatorio europeo, peraltro attraversato da un processo di epocale trasformazione anche alla luce delle nuove politiche dell'Unione in tema di autonomia strategica aperta, digitalizzazione e sicurezza economica. In un contesto in cui la protezione degli interessi nazionali non può tradursi in chiusura protezionistica, ma deve svilupparsi come forma di sovranità regolatoria compatibile con il mercato unico, il *golden power* italiano necessita di una razionalizzazione normativa che ne riaffermi la legittimità costituzionale e la compatibilità europea, salvaguardando al contempo libertà economica, attrattività del sistema Paese e prevedibilità dell'azione pubblica.

In tale prospettiva, la revisione del Regolamento FDI costituisce un passaggio cruciale verso una integrazione più coerente delle politiche di sicurezza economica in UE<sup>45</sup>. Gli elementi fondamentali sono: i) una tipizzazione chiara dei settori critici e dei concetti di sicurezza e ordine pubblico; ii) procedure garantiste e prevedibili, in linea con il principio di legalità e proporzionalità; iii) ruolo centrale della Commissione per evitare divergenze strategiche e assicurare coerenza a livello europeo; iv) trasparenza operativa e responsabilità democratica attraverso report e linee guida pubbliche<sup>46</sup>.

Il nuovo Regolamento FDI rappresenta un avanzamento significativo verso una strategia di *governance* economica più integrata e responsabile, purché affiancata da meccanismi di revisione giurisdizionale e legislativa costante. Il bilanciamento fra apertura agli investimenti e tutela degli interessi strategici resta un punto delicato: serve evitare derive

---

<sup>45</sup> Nel **gennaio 2024**, la Commissione europea ha proposto una **revisione sostanziale** del Regolamento per colmare le criticità emerse (non armonizzazione, lacune sugli investimenti indiretti, procedure inefficaci) .

Il **Parlamento europeo**, l'**8 maggio 2025**, ha approvato in sede plenaria le nuove disposizioni, rifacendosi alla relazione di Raphaël Glucksmann (S&D), che ha evidenziato la necessità di un sistema più uniforme ed efficace a tutela della sovranità economica UE. A seguire, il **Coreper**, l'**11 giugno 2025**, ha definito il mandato negoziale del Consiglio, dando avvio alle *trilogue* interistituzionali

<sup>46</sup> In parallelo, la Commissione ha ampliato l'uso anche del **Foreign Subsidies Regulation (FSR)** per contrastare le distorsioni causate da sovvenzioni estere nel mercato unico. Altri strumenti di sicurezza economica, come i controlli sulle esportazioni di tecnologia *dual use* e la strategia sull'**outbound investment**, rafforzano il quadro di difesa economica europea.

regolatorie troppo restrittive che possono ostacolare l'innovazione o minacciare la competitività europea.

---

## 10. Considerazioni finali.

---

Il caso UniCredit–Banco BPM rappresenta un precedente giurisprudenziale fondamentale per il futuro dell'esercizio dei poteri speciali in Italia. Esso dimostra che il *golden power*, lungi dal costituire una “clausola di salvaguardia” a uso discrezionale del decisore politico, deve essere interpretato come strumento giuridico dotato di presupposti rigorosi, procedure trasparenti e limiti costituzionali invalicabili.

Il rischio, in assenza di una chiara politica industriale, è che il *golden power* venga utilizzato come surrogato selettivo di intervento economico, fondato su logiche estemporanee e non su strategie sistemiche di lungo periodo. La conseguenza è un clima di incertezza normativa e instabilità operativa per gli operatori economici, che disincentiva investimenti strutturali, fusioni strategiche e processi di consolidamento bancario, come dimostrato proprio dal caso *de quo*.

Ancora più preoccupante è il ricorso al *golden power* in situazioni in cui lo Stato non detiene alcuna partecipazione diretta nei soggetti coinvolti, configurando di fatto un potere di veto *extra-corporate*, esercitato senza diritti di *governance* e al di fuori delle logiche ordinarie della regolazione economica. Tale uso si avvicina a una forma di controllo autoritativo extralegale, difficilmente conciliabile con i principi dello stato di diritto, della certezza giuridica e della economia sociale di mercato.

Per evitare tali derive, è necessario ricondurre l'intervento pubblico a criteri obiettivi, predeterminati e giustiziabili, che assicurino una distinzione chiara tra esigenze di sicurezza nazionale e intervento di natura politico-economica. A partire dalla definizione di “interesse nazionale” che necessita di essere ancorata a standard verificabili, sottoponibili a controllo giurisdizionale e parlamentare, affinché non si traduca in una clausola generale di eccezione.

Il confronto con altri casi emblematici — come *Vivendi–Mediaset*, ove il *golden power* è stato esercitato *ex post* in un contesto di scalata ostile, o *TIM–Ker*, che ha visto l'adozione di prescrizioni bilanciate in sede negoziale — evidenzia la necessità di orientarsi verso un

modello di *co-governance* pubblico-privata, fondato su dialogo preventivo, proporzionalità e visione strategica.

La decisione del TAR del Lazio qui in commento, pur riconoscendo la legittimità astratta dell'intervento governativo, ha operato un'importante delimitazione dei confini sostanziali entro cui i poteri speciali possono essere esercitati, richiamando i criteri fondamentali della proporzionalità, della motivazione adeguata e della ragionevolezza amministrativa. In tal modo, la pronuncia non solo tutela i diritti della parte ricorrente, ma contribuisce a costruire una cornice giurisprudenziale più strutturata per il controllo sull'uso del *golden power*.

L'evoluzione della giurisprudenza amministrativa italiana sembra, pertanto, orientarsi verso una cultura della "legalità strategica", in cui la protezione dell'interesse nazionale convive con: i) il rispetto delle regole del mercato; ii) la tutela dell'autonomia imprenditoriale; iii) l'integrazione nel quadro normativo europeo.

Il punto di equilibrio, fragile ma essenziale, consiste nel non sacrificare la libertà economica sull'altare della sicurezza, né trasformare la tutela dell'interesse strategico in uno strumento non trasparente di politica economica interventista. È su questa linea di tensione, tra efficienza di mercato e sovranità economica, che si gioca oggi il futuro del *golden power* come istituto giuridico<sup>47</sup>.

In conclusione, il *golden power* potrà assolvere legittimamente e efficacemente alla sua funzione solo se inquadrato in una visione istituzionale fondata su legalità costituzionale, coerenza europea e responsabilità pubblica. Esso non può divenire un pretesto per forme surrettizie di dirigismo o per il consolidamento di prerogative opache dell'Esecutivo. Al contrario, deve evolversi come strumento regolativo responsabile, capace di bilanciare in modo sostenibile le esigenze di sicurezza nazionale e le libertà economiche, nel quadro di una globalizzazione selettiva e di una sovranità economica compatibile con l'ordinamento europeo e costituzionale.

---

<sup>47</sup> Si vedano, in proposito, le riflessioni di L. FIORENTINO, *Verso una cultura del golden power*, in *Quaderno del Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica-Golden power*, 2021, p. 21 s.

