amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo (Classe A)

Pubblicata in internet all'indirizzo www.amministrativamente.com

Rivista di Ateneo dell'Università degli Studi di Roma "Foro Italico"

Direzione scientifica
Gennaro Terracciano, Gabriella Mazzei, Julián Espartero Casado

Direttore Responsabile
Gaetano Caputi

Redazione
Carlo Rizzo

FASCICOLO N. 3/2026

Estratto

Iscritta nel registro della stampa del Tribunale di Roma al n. 16/2009

ISSN 2036-7821

amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Comitato scientifico

Annamaria Angiuli, Antonio Barone, Vincenzo Caputi Jambrenghi, Francesco Cardarelli, Enrico Carloni, Maria Cristina Cavallaro, Guido Clemente di San Luca, Andry Matilla Correa, Chiara Cudia, Gianfranco D'Alessio, Mariaconcetta D'Arienzo, Ambrogio De Siano, Ruggiero Dipace, Valentina Maria Donini, Luigi Ferrara, Pierpaolo Forte, Gianluca Gardini, Biagio Giliberti, Emanuele Isidori, Bruno Mercurio, Francesco Merloni, Giuseppe Palma, Alberto Palomar Olmeda, Attilio Parisi, Luca Raffaello Perfetti, Fabio Pigozzi, Alessandra Pioggia, Helene Puliat, Francesco Rota, Josè Manuel Ruano de la Fuente, Leonardo J. Sańchez-Mesa Martĭnez, Ramón Terol Gómez, Antonio Felice Uricchio.

Comitato editoriale

Jesús Avezuela Cárcel, Giuseppe Bettoni, Sveva Bocchini, Salvatore Bonfiglio, Dariusz Brakoniechi, Vinicio Brigante, Dariusz Budrowski, Sonia Caldarelli, Giovanni Cocozza, Andrea Marco Colarusso, Sergio Contessa, Beatrice Coppa, Giuseppe Doria, Manuel Delgado Iribarren, Fortunato Gambardella, Flavio Genghi, Jakub Handrlica, Margherita Interlandi, Laura Letizia, Giuseppina Lofaro, Federica Lombardi, Gaetano Natullo, Carmen Pérez González, Giovanni Pesce, Benedetta Piazza, Marcin Princ, Sara Pugliese, Bianca Nicla Romano, Antonio Saporito, Giuliano Taglianetti, Esper Tedeschi, Simona Terracciano, Stefania Terracciano, Salvatore Villani.

Coordinamento del Comitato editoriale

Valerio Sarcone.

ISSN 2036-7821

amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Le linee evolutive del *golden power* nei più recenti interventi normativi e giurisprudenziali

di **Alessandro De Santis**

(Magistrato della Corte dei Conti, già Magistrato ordinario)

e **Lorenzo Maria Pappalardo**

(Praticante avvocato, Tirocinante presso il TAR Campania – Napoli)

Sommario

1. Introduzione. 2. La vicenda Cedacri. 3. La sentenza del T.A.R. Lazio, sezione I, 22 maggio 2024, n. 10275. 4. La sentenza del Consiglio di Stato, sezione IV, 5 dicembre 2025, n. 9619. 5. Il nuovo *zietgeist*: l'ascesa della sicurezza nazionale. 6. L'effettiva portata della sentenza n. 9619/2025 del Consiglio di Stato. 7. Il caso Unicredit-Banco BPM ed il "nuovo" golden power *ex* d.l. n. 175/2025, come modificato dalla l. n. 4/2026. 8. Un raffronto tra le pronunzie sui casi Unicredit e Cedacri e la novella legislativa. 9. Conclusioni.

Abstract

Italian FDI screening mechanism saw two relevant judicial decisions in 2025. In particular, the Council of State (judgment 9619/2025) quashed a measure on substantive grounds, in contrast to the traditional judicial deference to executive discretion. This work aims to assess the ruling's significance — less revolutionary than it appears — comparing it with the evolution of Italian FDI screening in the financial sector, specifically, the 2026 legislative amendment and the Unicredit judgment.

* *Il presente lavoro è stato sottoposto al preventivo referaggio secondo i parametri della double blind peer review*

1. Introduzione.

I poteri speciali (o *Golden Powers*) di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21 sono stati oggetto di una graduale perimetrazione operativa, parallela all'aumento della loro centralità, di derivazione principalmente pretoria; nel contempo, l'istituto è stato più volte rimodellato da interventi legislativi, secondo le direttrici, da una parte, dell'ampliamento del suo ambito applicativo e della sua incisività e, dall'altra, della sua conformità alla normativa euro-unitaria.

In siffatto panorama, la pubblicazione della sentenza del Consiglio di Stato, sezione IV, 5 dicembre 2025, n. 9619 ha generato attenzione tra gli operatori del diritto per la sua apparente innovatività. Essa è, infatti, la prima pronunzia di annullamento di un provvedimento d'esercizio dei poteri speciali non fondata sul rilievo di "meri" vizi procedurali.

La decisione in argomento, in realtà, presenta molteplici profili di interesse: in primo luogo, offre un'ampia panoramica ricostruttiva dell'istituto, poco dopo oggetto di una ulteriore riforma intervenuta nel 2026 e volta a limarne i punti di frizione col diritto unionale. Ancora, la sentenza pare anticipare lo spirito della summenzionata riforma e il riassestamento della disciplina derivante dalla presente congiuntura storica, in parallelo, su un altro versante, con il principale caso giudiziario inerente all'esercizio dei poteri speciali intervenuto nel corso dell'ultimo anno, ossia il *caso Unicredit*. In ultimo, sembrerebbe costituire una almeno parziale inversione rispetto all'asserita tendenza, da parte della giurisprudenza amministrativa, ad esercitare un sindacato sui provvedimenti d'esercizio dei poteri speciali particolarmente rispettoso delle prerogative governative[1] e, dunque, connotato da un atteggiamento di *self-restraint*.

In tale ottica, con il presente lavoro, svolto un necessario riepilogo della vicenda sottesa e delle divergenti pronunce di primo e secondo grado, si tenterà di inquadrare il più ampio fenomeno dei poteri speciali nell'ambito delle principali linee di tendenza emergenti con riferimento all'istituto in parola, tenendo conto dell'aumento del "peso" di tale strumento in una fase di "ritorno della storia" e rinnovata attività statuale, cui corrisponde l'estensione del concetto di sicurezza nazionale; nonché di cogliere la portata del sindacato giudiziale su questo peculiare atto d'alta amministrazione e la sovrapposizione e i possibili profili di conflitto della normativa di scrutinio degli investimenti esteri (e, ormai, anche comunitari e nazionali) con la normativa posta a tutela di altri interessi.

In ultimo, si opererà un raffronto con la sentenza del T.A.R. Lazio – Roma, 12 luglio 2025, n. 13748, relativa al caso che ha visto contrapposti la Presidenza del Consiglio e Unicredit e che ha dato l'abbrivio ad una procedura di infrazione avviata dalla

[1] In tal senso, L. BELVISO, *Il caso Cedacri: la continua espansione del perimetro del golden power e il sindacato del giudice amministrativo sui poteri speciali*, in *Diritto Processuale Amministrativo*, 2024, fasc. 4, p. 950 ss., commentando la sentenza di primo grado (TAR Lazio, 22 maggio 2024, n. 10275).

ISSN 2036-7821

Commissione UE, cui l'Italia ha inteso porre argine attuando una parziale riforma della disciplina d'esercizio dei poteri speciali.

2. La vicenda *Cedacri*

Il caso trae origine da una duplice operazione finanziaria attuata dal gruppo ION, un conglomerato di diritto lussemburghese con sede operativa a Londra[2].

Il gruppo, nel 2021, acquisì – tramite la propria società veicolo Cedacri MergeCO s.p.a., controllata a sua volta dalla DGB Bidco Holdings Limited, facente capo al gruppo ION – la Cedacri s.p.a., società fornitrice di servizi informatici in ambito bancario e finanziario; l'operazione era stata previamente notificata alla Presidenza del Consiglio e attuata a seguito della delibera di non esercizio dei poteri speciali.

Nel 2022, MergeCO emise titoli obbligazionari fungibili con quelli del prestito obbligazionario originario, conseguentemente lievitato. Ancora, nel medesimo anno, Cedacri aveva inviato notifica alla Presidenza del Consiglio, volendo attuare una fusione per incorporazione di MergeCO nella stessa Cedacri, cui venne trasferito il sopraddetto debito, mentre l'azionista di controllo di Cedacri aveva garantito il rimborso dei suddetti prestiti mediante il rilascio di pegni sulle azioni di Cedacri; l'operazione fu autorizzata dall'Amministrazione senza prescrizioni.

In data 8 maggio 2023, il consiglio d'amministrazione della controllata Cedacri ha approvato l'emissione di un prestito obbligazionario a tasso variabile con estensione, a garanzia del prestito stesso, di pegni sulla totalità delle azioni societarie detenute dalla DGB, di pegni su dei conti correnti di Cedacri e, in ultimo, su eventuali crediti di DGB verso Cedacri; è venuta così a delinearsi una duplice operazione, composta dall'operazione di finanziamento (un mutuo) e dalla costituzione di un pegno sul proprio capitale azionario.

Occorre rilevare che lo scopo principale dell'iniziale emissione di titoli per 275 milioni di Euro era la distribuzione di dividendi straordinari agli azionisti e che la costituzione di pegni sulle azioni societarie derivava dall'estensione di pegni già vagliati dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri. Inoltre, l'atto costitutivo dei pegni prevedeva che i diritti relativi alle azioni gravate da tale "peso" rimanessero in capo all'emittente sino a che non si fosse verificato un inadempimento di quest'ultima e che, in tal caso, essi fossero esercitabili solo in conformità alla normativa in materia di poteri speciali di cui al d.l. n. 21/2012.

L'operazione di costituzione dei pegni è stata notificata il 29 maggio seguente alla Presidenza del Consiglio, che, a seguito di una complessa istruttoria, ha concluso il

[2] Sebbene la questione della nazionalità nel caso di specie non abbia avuto particolare rilievo, data l'indeterminatezza a priori dei creditori pignoratizi, si rammenta che la disciplina in materia di poteri speciali dedica, in base al settore in cui si svolge l'operazione scrutinata, particolare attenzione alle tre categorie nazionali di soggetto italiano, unionale ed extracomunitario, pur ammettendo la possibilità di sindacare anche l'operazione attuata da un soggetto nazionale.

procedimento con l'emissione del d.P.C.M., 27 luglio 2023, n. 3978, con il quale veniva prescritto che i prestiti garantiti dai pegni sui conti correnti e sulle azioni fossero utilizzati al solo fine di effettuare gli investimenti previsti dal piano industriale di Cedacri e quelli funzionali a garantire continuità, sviluppo e rafforzamento degli attivi strategici detenuti. Inoltre, per permettere il controllo sull'attuazione delle citate disposizioni, il provvedimento ha imposto l'invio all'Amministrazione competente di relazioni trimestrali che dessero conto dell'implementazione del succitato piano.

3. La sentenza del T.A.R. Lazio, sezione I, 22 maggio 2024, n. 10275

La Cedacri s.p.a. ha impugnato il predetto d.P.C.M., nonché la relazione tecnica del Ministero dell'Economia e delle Finanze acquisita nell'ambito dell'attività istruttoria, innanzi al competente TAR Lazio, formulando una serie di censure riassumibili come segue:

1) l'esercizio dei poteri avrebbe esorbitato l'ambito applicativo della normativa, atteso che l'operazione *de quo* non avrebbe integrato alcuna modifica della titolarità, del controllo o della disponibilità di attivi strategici, in quanto una modifica si sarebbe avuta solo in caso di *default* della ricorrente, che, peraltro, avrebbe potuto esercitare il diritto di voto nella sola assemblea straordinaria; per di più, la ricorrente non sarebbe da considerarsi operatore finanziario e l'Amministrazione avrebbe mancato di considerare che la quota di fatturato connesso all'area *core banking* non raggiungerebbe la soglia di rilevanza di cui al d.P.C.M. n. 179/2020.

2) L'art. 2 del d.l. n. 21/2012 sarebbe stato violato anche perché l'istruttoria del M.E.F. avrebbe preso in considerazione fattori estranei all'oggetto della notifica, quali la sostenibilità dell'operazione.

3) Vieppiù, non si evincerebbe dal d.P.C.M. impugnato il ricorrere del pregiudizio all'interesse nazionale, il quale è posto dalla normativa a fondamento dell'esercizio di tali eccezionali e residuali (rispetto ad altri positivizzati rimedi) poteri; dunque, un rischio di lesione dell'interesse nazionale parrebbe non configurabile nel caso oggetto di esame, in virtù della concorrenzialità del settore in cui opera Cedacri, atteso che un rischio siffatto sarebbe ipotizzabile solo in presenza di regimi monopolistici o similari.

4) Infine, emergerebbe un profilo di contraddittorietà del provvedimento, nella parte in cui evidenzia la difformità tra le informazioni fornite da Cedacri nel procedimento in parola e quelle fornite attraverso precedenti notifiche – atteso che delle differenze sono fisiologiche in ragione del decorrere del tempo – nonché una sua illogicità, derivante dalla pretesa di invio di rapporti periodici volti alla verifica dell'utilizzo dei ricavi dell'operazione per i fini prescritti, la quale sarebbe impossibile per la naturale fungibilità del danaro.

L'adito Tribunale amministrativo ha reputato infondate le censure della ricorrente.

In primo luogo, il giudice amministrativo ha ritenuto la società emittente rientrante nell'ambito di applicazione soggettivo dei poteri speciali, stante la riconducibilità delle sue attività alle tecnologie critiche del settore bancario e considerata la non sostenibilità, alla luce del dato letterale, della tesi per cui il fatturato-soglia andrebbe computato con esclusivo riferimento alle attività *core banking*[3].

I giudici di prime cure hanno, altresì, evidenziato che, ai sensi dell'art. 2, co. 2-*bis*, d.l. n. 21/2012, la previsione di una notifica alla Presidenza del Consiglio in fase patologica non può ritenersi sufficiente a sterilizzare i rischi dell'operazione, poiché il creditore in garanzia non soddisfatto avrebbe potuto ottenere l'alienazione o assegnazione dei beni senza necessitare di un ulteriore atto dispositivo da parte del debitore inadempiente[4]. Peraltro, in tale ricostruzione, non rileverebbe l'attuata deroga di cui all'art. 2352 c.c. – inerente al mantenimento in capo al debitore dei diritti di voto – per tre ordini di ragioni: essa sarebbe modificabile pattiziamente in fase successiva; il diritto di voto non è l'unica prerogativa connessa alla titolarità delle quote azionarie; in fase patologica, un diritto di voto (in assemblea straordinaria) sarebbe pur sempre stato esercitabile[5]. In altre parole, ad avviso del Tar Lazio, l'estensione dei pegni su azioni e conti correnti produce effetti significativi sull'assetto patrimoniale della società e sulla sua capacità di gestione degli attivi strategici, poiché la costituzione del pegno attribuisce al creditore pignoratizio una causa legittima di prelazione, con una particolare modalità di soddisfacimento del credito e con una chiara incidenza sul patrimonio del debitore; di talché, posticipare la notifica al momento dell'assegnazione in garanzia integrerebbe una elusione della disciplina dei poteri speciali, rendendo l'intervenuto pubblico non efficace.

Inoltre, il consesso di primo grado ha ritenuto infondata anche la censura inerente al regime non monopolistico, ma concorrenziale, in cui operava la ricorrente, atteso che l'intervento dei poteri speciali poteva essere giustificato alla luce della dipendenza di molti istituti bancari nazionali dai servizi erogati dalla stessa.

In ultimo, sono state ritenute prive di pregio pure le doglianze riguardanti la presunta sproporzione dei vincoli d'utilizzo dei ricavi dell'operazione in quanto non indebitamente afflittive e volte a stigmatizzare una operazione inutile (la

[3] Questa interpretazione del dato normativo è ritenuta da L. BELVISO, *Il caso Cedacri*, *cit*., p. 961, esempio del supporto pretorio alle decisioni governative, essendo, peraltro, il parametro di strategicità delineato da una disposizione secondaria di origine governativa.

[4] *Ivi*, p. 961, che inquadra anche tale affermazione circa l'applicabilità della disciplina *Golden Power* come derivante da una eccessiva accondiscendenza alle tesi governative, che darebbe vita ad una interpretazione estensiva e teleologica della relativa disciplina.

[5] M. MECATTI, *Golden Power: i nuovi confini del controllo pubblico*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2025, fasc. 4, p. 834, ove si rileva come il giudice di prime cure abbia ampliato significativamente il perimetro applicativo dell'istituto, posto che era in passato orientamento pacifico presso il TAR Lazio quello secondo cui sono assolutamente tassative le operazioni suscettibili di scrutinio, non essendo la modifica in esame incidente sull'assetto strutturale dell'ente societario.

ISSN 2036-7821

distribuzione dei dividendi)[6].

Per tali motivi, il TAR Lazio ha respinto il ricorso di primo grado.

4. La sentenza del Consiglio di Stato, sezione IV, 5 dicembre 2025, n. 9619

Avverso la pronuncia di prime cure la parte soccombente ha instaurato giudizio d'appello, articolato su cinque censure, e segnatamente: 1) l'operazione non rientrerebbe nell'ambito di applicazione della disciplina di cui al d.l. n. 21/2012; 2) non sarebbe stato preso in esame nella prefata pronuncia il motivo di impugnazione vertente sulle valutazioni inerenti alla sostenibilità del piano industriale di Cedacri; 3) l'istruttoria del M.E.F., presupposto del d.P.C.M., sarebbe afflitta da criticità riverberatesi sul provvedimento; 4) l'inquadramento da parte del giudice amministrativo del mercato in cui opera Cedacri sarebbe erroneo; 5) il d.P.C.M. impugnato costituirebbe una mera riedizione di un potere già esercitato precedentemente, con conseguente necessario assoggettamento alla disciplina in materia di autotutela di cui alla legge 7 agosto 1990, n. 241, non rispettata nel caso di specie.

Il Consiglio di Stato ha accolto il primo motivo d'appello, annullando l'impugnato provvedimento, senza esaminare i successivi motivi, essendo il primo assorbente.

Nello specifico, il motivo era fondato su due argomenti, vertenti, rispettivamente, sulla non riconducibilità delle azioni societarie agli *attivi strategici* di cui all'art. 2 del d.l. n. 21/2012 e sull'estraneità dell'operazione finanziaria rispetto al perimetro assoggettato a notifica ai sensi del comma 2-*bis* del medesimo articolo, in forza della deroga pattizia alla normale disciplina in materia di pegno. Il Consiglio di Stato ha ritenuto infondata la prima parte del motivo, militando in tal senso il rilievo che le azioni sono ritenute dai recenti arresti della giurisprudenza di legittimità quali beni di secondo grado, non completamente distinti dal patrimonio sociale; nel contempo, è stata accolta la seconda parte del motivo attraverso una ampia ricostruzione degli istituti coinvolti.

La sentenza delinea la natura del procedimento d'esercizio dei poteri speciali come bifasica, trattandosi di procedimento innescato dalla notifica dell'operazione, da cui scaturisce una fase istruttoria – avviata d'ufficio ove sia inadempiuto l'obbligo di notifica – seguita da una fase decisoria, nella quale si stabilisce se l'operazione rientri nel perimetro di esercizio dei poteri (in base a criteri oggettivi e soggettivi) o si ponga al di fuori di esso (cd. *operazioni escluse*), e, in caso di valutazione positiva, se debba essere esercitato il potere nelle sue varie forme e declinazioni.

I giudici d'appello inquadrano la fase istruttoria come caratterizzata da due verifiche, di natura rispettivamente soggettiva e oggettiva. La prima è imperniata su un controllo di strategicità dell'impresa, a sua volta inerente ai due aspetti dell'operare

[6] In riferimento a tale profilo, la dottrina ha condivisibilmente ravvisato una ulteriore stigmatizzazione, non solo da parte dell'Amministrazione, ma anche da parte del giudice amministrativo, di una condotta ritenuta economicamente irresponsabile; in tal senso, *Ivi*, p. 837.

ISSN 2036-7821

l'ente *de quo* in un settore strategico e della titolarità di attivi superiori alla soglia di legge; con riguardo alla strategicità di Cedacri, viene confermato quanto statuito dal giudice di primo grado, anche alla luce del rilievo della mancata reiterazione della tesi dello scorporo delle attività strategiche da parte dell'appellante.

Quanto alla verifica dell'ambito d'applicazione oggettivo, viene rilevato come la normativa preveda un elenco di operazioni nominate, sottoposte ad obbligo di notifica, cui si affianca la categoria residuale delle operazioni che abbiano come effetto la modifica di titolarità, controllo o disponibilità degli attivi strategici. Si osserva che contro l'interpretazione teleologica estensiva adottata dal T.A.R. Lazio militano vari argomenti, tra cui il tenore letterale dell'art. 2, comma 2-*bis*, il quale assoggetta al potere interdittivo sia alcune operazioni individuate in base all'oggetto (ad es. fusione societaria), sia tutte le operazioni, pur non individuate espressamente, che determinano quale effetto "*modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità*" degli attivi strategici.

Ebbene, la complessa operazione realizzata da Cedacri si compone di due momenti. Il primo è rappresentato dall'emissione e vendita di obbligazioni, ovverosia di un'operazione finalizzata al finanziamento dell'attività societaria; il secondo è costituito dalla creazione di una garanzia reale al fine di assicurare l'adempimento degli obblighi di restituzione del suddetto prestito obbligazionario, consistente nella costituzione di un pegno sulla maggioranza del proprio capitale azionario.

Tale complessa operazione, ad avviso del Collegio, assume una incidenza solo potenziale sul controllo della società *target* e come tale si pone al di fuori dell'ambito di applicazione della normativa sul *golden power*.

Infatti, l'art. 2, comma 2, d.l. n. 21/2012, letto in combinazione con il successivo comma 5, deve essere interpretato nel senso che un trasferimento di partecipazioni a titolo di garanzia, che non comporti modifiche nell'assetto di controllo di una società strategica, non rientri nei presupposti applicativi della disciplina in esame, non implicando un mutamento del controllo della *governance* societaria.

Del resto, la costituzione di un pegno su azioni determina di regola il trasferimento dei diritti patrimoniali e amministrativi in capo al creditore pignoratizio. E, quando ciò avvenga, non vi è dubbio che sorga l'obbligo di notifica in quanto ciò determina immediatamente un mutamento nella disponibilità (giuridica oltre che di fatto) degli attivi, avendo il creditore pignoratizio titolo per intervenire in assemblea e concorrere alla formazione della volontà dell'organo. Ma a conclusioni opposte deve giungersi quando le parti, come nel caso oggetto di esame, con una apposita convenzione, deroghino espressamente al regime legale sopra esposto. In particolare, quando, come è avvenuto nel caso del pegno costituito da Cedacri, si prevede, sul piano negoziale, che sia i diritti di natura patrimoniale sia quelli di natura amministrativa restino in capo al titolare della partecipazione sociale, si fuoriesce del campo di applicazione della normativa sul *golden power*, perché non si verifica

ISSN 2036-7821

nessuna conseguenza sulla struttura proprietaria dell'impresa.
In definitiva, il giudice d'appello chiarisce che la normativa in parola, eccezionale e fisiologicamente dotata di una certa indeterminatezza, non può ammettere interpretazioni estensive al punto tale da impedire un ragionevole margine di prevedibilità applicativa del quadro regolatorio della materia e da trasformare lo strumento da presidio per la sicurezza nazionale a leva di politica industriale. Ciò anche e soprattutto alla luce di un raffronto con analoghe normative estere e di una interpretazione conforme alle indicazioni della Consulta e della Corte di Giustizia[7], volta ad evitare una compressione eccessiva della libertà d'iniziativa economica privata e della libertà di stabilimento, riferibili agli operatori economici comunitari.
Pertanto, il collegio ha annullato l'impugnato d.P.C.M.
La pronuncia del Consiglio di Stato sembra recepire le tendenze interpretative di matrice euro-unitaria: la pronuncia, infatti, pur confermando l'ampiezza dello *spatium operandi* di cui dispone il Governo nell'esercizio dei poteri speciali, opera una penetrante delimitazione operativa degli stessi, partendo dal presupposto per cui la certezza del quadro regolatorio di riferimento costituisce un valore fondamentale nella materia oggetto di esame, perché consente di assicurare la calcolabilità del diritto, esigenza particolarmente avvertita proprio con riferimento all'attività di impresa. D'altra parte, va letta in tale ottica anche l'introduzione – ad opera del d.l. n. 21/2022 – dell'istituto della cd. pre-notifica, la cui *ratio* risiede proprio nella presa d'atto delle oggettive difficoltà in cui le imprese di frequente versano nel decifrare il concreto ambito applicativo della disciplina.
Vi è però chi[8] ha osservato criticamente che l'ulteriore requisito richiesto dal Consiglio di Stato (mutamento del controllo degli *asset* societari) non risulta del tutto coerente con il dato normativo, dal momento che tra le operazioni testualmente ricomprese fra quelle rilevanti ve ne sono alcune che non comportano alcun effetto immediato e diretto sulla disponibilità delle risorse strategiche: si pensi al trasferimento della sede sociale all'estero o alla modifica delle clausole statutarie concernenti le limitazioni del diritto di voto. Trattasi di modifiche che senz'altro riguardano l'assetto organizzativo della società, ma non incidono direttamente sulla struttura della *governance*.

[7] La quale, con sentenza del 13 luglio 2023, causa C-l06/22, *Xella Magyarorszàg Épftóanyagipari Kft*, ha affermato che "*ricade nella sfera di applicazione delle norme in materia di libertà di stabilimento e non in quelle relative alla libera circolazione dei capitali una norma nazionale destinata ad applicarsi alle partecipazioni che consentano di esercitare una sicura influenza sulle decisioni di una società e di determinarne le attività*". Ebbene, secondo regole e principi consolidati ricavabili dall'ordinamento europeo, le discriminazioni dirette fondate sulla nazionalità – nelle quali certamente sono da annoverare i provvedimenti di esercizio dei poteri governativi speciali in esame – possono ritenersi ammissibili, oltre che in presenza delle deroghe tassativamente previste dai Trattati, solo al ricorrere di esigenze imperative di interesse generale.

[8] F. BIANCONI, *Golden power e pegno di azioni: il caso Cedacri e i limiti applicativi dei poteri speciali*, in *Le società*, fasc. 4, 2026, p. 434.

ISSN 2036-7821

5. Il nuovo *zietgeist*: l'ascesa della sicurezza nazionale.

Peraltro, pare emergere dalla sentenza del Consiglio di Stato anche una visione sostanzialistica dei poteri *de quo*, che lega l'operatività degli stessi alla verifica del concreto impatto dispiegato dall'operazione sull'equilibrio degli assetti societari. Tale approccio sembra coerente con la traiettoria evolutiva dell'istituto e, in un certo senso, anticipa la parziale riforma intervenuta nel 2026.

Attualmente, si può cogliere l'esito di due processi evolutivi: su un primo versante, può osservarsi che ci si colloca in una fase storica in cui le capacità industriali e tecnologiche, e quindi il sostrato tecnico-economico di un paese, possono influire radicalmente sulla sua competitività, ma anche sulla sua capacità di deterrenza rispetto a condotte che possano minarne la sicurezza; parallelamente, si è assistito negli ultimi anni, ad un'accelerazione dei conflitti cinetici (rappresentata, a titolo meramente esemplificativo dallo scoppio della guerra russo ucraina, dagli avvenimenti del quadrante m.e.n.a., dalle recrudescenze conflittuali nel corno d'Africa), tale da lasciar anche presagire l'apertura di nuovi fronti bellici (in particolare con riguardo al triangolo USA-Cina-Taiwan); a ciò è corrisposto, sin dal periodo pandemico, un forte incremento dell'area di conflittualità in settori anche diversi da quello militare[9].

Ancora, una risultanza di questi due fenomeni è l'ascesa della attenzione riservata al valore giuridico della sicurezza nazionale[10], in parte contrapposta alle logiche di mercato, tale da far rientrare nel suo alveo una molteplicità di settori afferenti a domini non prettamente militari.

Dal disegno brevemente cennato è possibile inferire come sia aumentata esponenzialmente la valenza di strumenti giuridici nell'ambito del cd. *lawfare*, quale "*the strategy of using – or misusing – law as a sub stitute for traditional military means to achieve an operational objective*"[11]. Tale fenomeno, legato soprattutto allo strumento delle sanzioni e visto come frutto della "*giuridificazione delle relazioni internazionali*" e della proliferazione di attori non statali ma dal respiro internazionale, vulnerabili all'azione giuridica, è passato dall'incontrare una relativa ostilità da parte degli apparati di sicurezza[12] che lo vedevano come limitativo, a tramutarsi in un normale

[9] In un certo qual modo preconizzato (*rectius,* postulato) da QIAO L, WANG X., *Guerra senza limiti*, Gorizia, 2019,

[10] Il riferimento vuole essere al concetto di sicurezza nazionale per come inquadrato da A. ARESU, *Il dominio del XXI secolo*, Milano, 2022, p. 94 ss, nonché da L. PICOTTI, *La legge del più forte*, Roma, 2023, p. 29 s.

[11] C.J. DUNLAP jr., *Law and Military Interventions: Preserving Humanitarian Values in 21st Conflicts*, Carr Center for Human Rights Policy, Kennedy School of Government, Harvard University, Washington 2001 p. 146 ss., citato da A. ALI, *L'utilizzo del diritto per il conseguimento di obiettivi politico strategici,* in *Gnosis*, 2020, fasc. 2, p. 174.

[12] Che se ne vedevano anche bersaglio, come nel caso dell'utilizzo da parte di paesi terzi delle norme di diritto internazionale per contrastare le attività militari statunitensi (v. A. ALI, *op. ult. cit.,* p. 174).

strumento funzionale al perseguimento degli obiettivi politici[13].
Alla luce di un quadro così delineato, può sostenersi che le varie forme di controllo degli investimenti esteri – pure nate negli Stati Uniti, alla luce di logiche mercantili[14], volte a preservare il vantaggio tecnico industriale statunitense – possano oggi almeno in parte ricondursi al *lawfare* difensivo o *counterlawfare*.
Può quindi ben mettersi in luce come, da un lato, tali strumenti rischino di essere adoperati per fini di mera politica industriale, mentre, dall'altro, pur essendo considerati come atti di natura non autenticamente politica, siano tendenzialmente assoggettati a un sindacato estrinseco, non potendo il Giudice sindacare le valutazioni discrezionali di valenza strategica[15].

6. L'effettiva portata della sentenza n. 9619/2025 del Consiglio di Stato

Così inquadrato il contesto in cui si colloca la sentenza oggetto di trattazione, è ora possibile tentare di analizzarne più puntualmente alcuni profili, cercando di comprendere quali elementi di innovatività in essa ricorrano e, al contrario, dove si ponga in continuità con precedenti arresti giurisprudenziali.
In primo luogo, sembra potersi rilevare che sia il Consiglio di Stato che il T.A.R. Lazio non hanno ritenuto di doversi interrogare sulla natura dell'impugnato provvedimento, ormai univocamente ricondotto nell'alveo degli atti di alta amministrazione, a differenza di quanto accade negli ordinamenti statunitense e cinese.
Tale acquisizione è ritenuta conseguenza della convergenza di molteplici fattori: l'insindacabilità di provvedimenti siffatti è esclusa dal regolamento n. 452/2019 (IDE)[16]; emerge la necessità, di assicurare un sindacato giudiziale dinanzi alla compressione di prerogative costituzionalmente presidiate, come la libertà d'impresa, o tutelate a livello europeo, quale la libertà di stabilimento; il provvedimento *de quo*, pur dipendendo da una valutazione discrezionale e politicamente connotata, non è libero nei fini[17]; depone in tal senso anche il dato normativo primario, atteso che lo stesso art. 133 c.p.a. devolve alla cognizione giudice amministrativo i giudizi inerenti ai provvedimenti d'esercizio dei poteri speciali[18][19].

[13] La R.P.P. aveva già postulato nel 2003 il *legal warfare* come parte del trittico di supporto alle azioni di guerra cinetica, ma la strategia è per alcuni autori utilizzata anche in contesti non ancora sfociati nel conflitto aperto. Cfr. *Ivi.*, p. 177.
[14] L. PICOTTI, *la legge del più forte, cit.*, p. 46; A. ARESU, *L'analisi strategica*, in R. CHIEPPA, C. D. PIRRO, R. TUCCILLO, (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, 2025, p. 430.
[15] Cfr., sul punto, Consiglio di Stato, sezione IV, 9 gennaio 2023, n. 289.
[16] L. BELVISO, *op. cit.*, p.982.
[17] A. DE SANTIS, *Itinerari schematici di diritto* amministrativo¸ Napoli, 2025, p. 82, nonché R. GAROFOLI, G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo*, Molfetta, 2025, p. 568 e s.
[18] A. DE SANTIS, *op. cit.*, p. 82.

Piuttosto, sotto quest'angolo visuale, il nodo di maggiore difficoltà attiene alla latitudine del sindacato esercitabile dal giudice amministrativo su siffatto atto d'alta amministrazione, attesa l'indeterminatezza della macrocategoria, riempita di contenuto di volta in volta e priva di specifico appiglio positivo[20].

Un primo orientamento – fedele all'impostazione per cui l'atto d'alta amministrazione debba essere assoggettato ad un sindacato estrinseco e debole, limitato alla verifica di manifeste illogicità formali e sostanziali – è esemplificato da Cons. St., n. 289/2023, ove si afferma che, essendo la decisione rimessa all'Amministrazione attinente a una valutazione strategica e geopolitica proiettata nel futuro, il sindacato debba essere necessariamente limitato, onde evitare improprie ingerenze giudiziali nell'esercizio di poteri ampiamenti discrezionali e dalla connotazione latamente politica.

Viceversa, sta emergendo anche in giurisprudenza una diversa posizione[21] che ammette una certa pervasività del sindacato giudiziale degli atti di contenuto latamente politico; a tale filone è da taluni[22] ricondotta la sentenza del TAR Lazio sul caso Unicredit, che ha portato al parziale annullamento dell'impugnato d.P.C.M. Per i motivi di cui si dirà, la sentenza in esame appare in realtà più conservativa rispetto a questa seconda opzione ermeneutica.

Tornando alla pronuncia oggetto della presente trattazione, essa conferma la ricostruzione di primo grado – non censurata in appello – inerente al campo d'applicazione oggettivo della normativa, che pure aveva sollevato alcune perplessità della dottrina nel raffronto con il parametro letterale.

Il collegio, infatti, ritiene che la questione vada risolta a partire dall'assunto che, secondo quanto previsto dall'art. 2, d.l. n. 21/2012, sono soggette a notifica solo le garanzie che determinino modifiche "effettive" della titolarità, disponibilità, controllo e destinazione degli attivi strategici. Ciò premesso, essendo la prospettata alterazione della *governance* societaria puramente futura e ipotetica, il Consiglio di

---

[19] Sulla peculiare natura del provvedimento *de quo*, F. CINTIOLI, *Natura amministrativa e tratti di politicità nella decisione sull'esercizio dei poteri speciali alla luce del sindacato del giudice amministrativo*, in R. CHIEPPA, C. D. PIRRO, R. TUCCILLO, (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, 2025, p. 267 ss., ove si rileva come la connotazione politica dell'atto ne renda discutibile la riconduzione all'atto d'alta amministrazione.

[20] P. MANCINI, *Profili critici del sindacato giurisdizionale sugli atti di alta amministrazione*, in *Urbanistica e appalti*, fasc. 5, 2025, p. 665.

[21] Esemplificata da Cassazione Civile, Sezioni Unite, 6 marzo 2025, n. 5992, sebbene in altro ambito, in specie di gestione dei flussi migratori. In particolare, la Suprema Corte afferma che la nozione di atto politico è di stretta interpretazione e ha carattere eccezionale, perché altrimenti si svuoterebbe di contenuto la garanzia della tutela giurisdizionale, che la Costituzione assicura come indefettibile e con i caratteri della effettività e della accessibilità. Dunque, ai fini della giustiziabilità dell'atto, è necessario che esso sia suscettibile di essere confrontato con le norme che lo disciplinano. Va inoltre valutata la presenza di interessi giuridicamente rilevanti: se mancano situazioni qualificate e differenziate o si è in presenza di interessi di mero fatto, allora è possibile parlare di atto non sindacabile proprio perché non tocca direttamente situazioni giuridiche. Dunque, la chiave di volta ai fini del giudizio di insindacabilità di un atto del potere pubblico è costituita, in generale, dalla mancanza di specifici parametri giuridici protesi a riconoscere posizioni di vantaggio meritevoli di protezione.

[22] P. MANCINI, *op. cit.*, p. 665.

ISSN 2036-7821

Stato afferma che l'operazione esaminata non rientra nell'ambito d'applicazione della disciplina[23] .

Per il giudice amministrativo, a sostegno di tale conclusione milita anche il rilievo che l'opposta opzione ermeneutica ammetterebbe l'utilizzo dei poteri speciali come mezzo di politica industriale. Ciò rischierebbe di produrre una indebita limitazione della libertà di stabilimento *ex* art. 54 T.F.U.E., non comprimibile in maniera sproporzionata rispetto all'obiettivo perseguito e sulla base di normative che non permettano un ragionevole grado di certezza e prevedibilità dell'intervento statale. Allo stesso modo, tale impostazione è l'unica compatibile con l'art. 41 Cost., che la Consulta ha chiarito essere limitabile solo in funzione dell'effettiva sussistenza di ragioni d'utilità sociale[24].

Da ultimo, è possibile formulare alcuni rilievi ulteriori. Anzitutto, la formulazione del ricorso in appello e l'accoglimento del primo assorbente motivo hanno impedito un riesame di ulteriori punti di notevole interesse della sentenza di primo grado. Primo di essi riguarda la questione inerente alla presunta applicabilità dei poteri speciali ai soli mercati monopolistici, tesi sconfessata dai giudici di primo grado e non riesaminata in sede d'appello, e che sembra incarnare una visione emergenziale dei poteri speciali, come *extrema ratio* volta ad impedire la compromissione di una "risorsa" altrimenti inaccessibile.

Allo stesso modo, è di rilievo la censura di primo grado – non accolta in prime cure e non riproposta – afferente al contenuto prescrittivo dell'impugnato d.P.C.M., che sottende un utilizzo dei poteri speciali improntato ad una forte eterodirezione governativa; occorre infatti considerare che l'esercizio dei poteri speciali è fortemente intrecciato con preoccupazioni afferenti alla solidità delle realtà economiche interessate, come dimostrato dalle misure introdotte dal d.l. n. 187/2022 e già anticipato dalla vicenda dell'esercizio del *golden power* in riferimento all'acquisizione di Next Ingegneria dei sistemi s.p.a. nel 2018[25]. D'altronde, in siffatte misure si annida il rischio (e la tentazione) del loro utilizzo come strumento di mera politica industriale in contrasto con la normativa europea; la sentenza in discorso, in effetti – nell'escludere che l'operazione di costituzione di pegni *de quo*, per come concretamente delineata, risulti riconducibile nell'alveo d'applicazione della normativa – ha chiarito come essa vada sottoposta a un regime di stretta interpretazione al fine di non collidere con le prerogative dell'operatore privato e con i principi che informano il funzionamento del mercato.

---

[23] Viene così accolta la tesi della non diretta lesività del pegno su azioni, sostenuta di A. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Rivista delle Società*, 2019, p. 761 s., che rileva come una soluzione analoga sia vigente pure nell'ordinamento statunitense, che per tali casi prevede una notifica postuma, al momento dell'effettiva traslazione.

[24] Corte cost. 31 marzo 2015, n. 56, richiamata dalla sentenza oggetto di esame.

[25] B. VALENSISE, *I settori della difesa e sicurezza nazionale*, in R. CHIEPPA, C. D. PIRRO, R. TUCCILLO, (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, 2025 p. 71.

ISSN 2036-7821

Tale questione è tangente a un altro punto non esaminato in sentenza, sotteso al quinto motivo d'appello, per cui il d.P.C.M. impugnato avrebbe violato le norme in materia di autotutela, ritenendo il provvedimento destinato ad incidere su di un potere già speso in occasione dello scrutinio sull'originaria costituzione dei pegni. In realtà, dinanzi a questa censura, si pone il duplice quesito della compatibilità dei provvedimenti in materia di poteri speciali con la disciplina generale di cui alla l. 241/1990 e, a monte, della qualificabilità del d.P.C.M. impugnato come atto di secondo grado. Pare opportuno rilevare, in proposito, che i provvedimenti in parola non paiono riconducibili alla tradizionale categoria dogmatica del provvedimento autorizzatorio, essendo piuttosto riconducibili ad una *species* peculiare, solo *latu sensu* analoga ai provvedimenti autorizzatori[26] e al provvedimento conseguente alla presentazione di s.c.i.a.[27].

Non sembra però facilmente sostenibile che il d.P.C.M. costituisse riedizione di un potere già esercitato per il sol fatto che si trattasse di estensione dei pegni costituiti in una operazione già scrutinata, considerato che oggetto del controllo governativo appare la concreta operazione economica messa in atto.

Sarebbe, piuttosto, sostenibile che i due distinti provvedimenti abbiano trattato in modo diverso operazioni sostanzialmente analoghe, ma siffatto rilievo incontrerebbe tre obiezioni difficilmente superabili: in primo luogo, l'amplissima discrezionalità governativa pare rendere tale valutazione non sindacabile da parte del giudice; ancora, il decorso del tempo e un eventuale mutamento della situazione fattuale, anche da una prospettiva previsionale, sarebbero elementi discriminanti sufficienti a giustificare una modifica della posizione originariamente espressa dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri; in ultimo, il provvedimento è intervenuto su un profilo di evidente diversità rispetto alla operazione precedentemente approvata, ossia la destinazione del denaro ottenuto mediante l'operazione, rendendo, con la propria prescrizione, *de facto* l'operazione analoga alla precedente, perché volta al rafforzamento dell'azienda bersaglio.

Pare, dunque, alla luce di tale ricostruzione, potersi affermare che la rigorosa interpretazione operata dal giudice concerne, in realtà, il parametro della necessarietà dell'intervento governativo, che deve discendere dall'imminenza e non dalla mera potenzialità dell'evento lesivo, volta a garantire al privato un ragionevole margine di certezza. In altri termini, l'intervento giudiziale non ha impedito *sine die* l'esplicazione dei poteri *de quo* sulla vicenda, ma l'ha semplicemente posposta alla fase strettamente "patologica", non operando alcun sindacato inerente agli ambiti largamente discrezionali della consistenza e natura del rischio temuto e

[26] F. CINTIOLI, *Op. cit.*, p. 265 s.

[27] D. PITTELLI, *Golden Power e procedimento amministrativo: limiti, garanzie e zone grigie*, in *Federalismi*, fasc. 16, 2024, p. 189 ss., ove si rileva la similarità, senza però possibilità di totale coincidenza, con i provvedimenti autorizzatori.

ISSN 2036-7821

dell'opportunità delle misure volte a scongiurarlo.
Emerge quindi complessivamente una visione orientata al contenimento dell'eventuale uso improprio – in chiave dirigistica – del *golden power*[28], a fronte della significativa frequenza applicativa dell'istituto emersa nella prassi economico-sociale. Purtuttavia, arrestandosi la valutazione del Consiglio di Stato allo stadio della sottoponibilità dell'operazione all'obbligo di notifica, manca un sindacato effettivo sulla proporzionalità della scelta effettuata, laddove proprio tale principio, inteso quale chiave universale di lettura del diritto amministrativo moderno, ben può fungere da strumento di temperamento dell'ampia discrezionalità riconosciuta all'autorità governativa[29].
Un ulteriore rilievo, ultroneo rispetto al ragionamento del giudice in quanto non giuridico, concerne la minore gravità del pericolo paventato dal Governo, che ha posto prescrizioni volte a garantire la solidità di un attore importante per il settore economico finanziario nazionale, senza dover scongiurare il rischio di acquisizioni di dati, tecnologie o *know-how* italiani da parte di un operatore estero, potenzialmente ostile.

7. Il caso Unicredit-Banco BPM e "nuovo" golden power *ex* d.l.n. 175/2025, come modificato dalla l. n. 4/2026.

Pare opportuno effettuare un raffronto con la vicenda che ha visto la Presidenza del Consiglio esercitare il golden power in riferimento al caso "Unicredit-Banco BPS", per poi procedere all'esame della parziale riforma della normativa in tema di poteri speciali, attuata incidendo proprio sull'art. 2 del d.l. n. 21/2012.
Ciò per tre ordini di ragioni: primariamente, a dispetto della maggiore incisività dell'annullamento attuato dal Consiglio di Stato nella vicenda Cedacri rispetto alla parziale sopravvivenza del provvedimento impugnato da Unicredit, il sindacato giudiziale parrebbe maggiormente pervasivo; ancora, tale caso ha dato vita ad una frizione tra Governo italiano e Commissione europea, da cui è scaturita la riforma sopracitata (che pare anticipata nello spirito dalla pronunzia del Consiglio di Stato sul caso Cedacri), improntata al già acquisito principio di sussidiarietà dei poteri speciali; in ultimo, i due casi hanno posto all'attenzione della dottrina la peculiarità del settore bancario e il rischio di una funzionalizzazione o industrializzazione dello strumento governativo.
Pur essendo la vicenda ancora più nota di quella su cui è concentrato il presente lavoro, è bene riepilogarla, sebbene con maggiore sinteticità.
Nel novembre 2024, Unicredit ha comunicato l'intenzione di lanciare un'OPS sulla

[28] In qualche misura avvalorata dalla giurisprudenza amministrativa, ove ha limitato fortemente la sindacabilità degli atti espressivi di tali poteri.
[29] Sul punto, cfr. anche, T. DI PROSPERO, *La sottile linea d'oro. L'esercizio dei poteri speciali nel caso UniCredit/BPM*, in *Giorn. Dir. Amm.*, fasc. 6, 2025, pp. 796 ss.

ISSN 2036-7821

totalità delle azioni di Banco B.P.M. – il quale, all'inizio del medesimo mese, aveva annunciato un'OPA su Anima Holding – ottenendo, a seguito dell'istruttoria svolta da Banca d'Italia e BCE, l'autorizzazione al conseguimento del controllo su BPM e, quindi, anche sulle società del Gruppo Anima; conseguentemente, l'operazione era stata sottoposta al vaglio, che ha avuto esito positivo, di Consob e Commissione europea, sebbene quest'ultima avesse imposto misure *antitrust*, avendo riscontrato criticità afferenti a tale profilo.

Nell'arco di tempo intercorrente tra tali ultimi due scrutini, il Governo italiano, con d.P.C.M. del 18 aprile 2025, ha imposto una serie di prescrizioni al gruppo bancario, ossia: i) non ridurre per un periodo di cinque anni il rapporto impieghi/depositi praticato da Banco BPM. S.p.A. e Unicredit S.p.A. in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi verso famiglie e PMI nazionali. ii) Non ridurre il livello del portafoglio attuale di *project financing* di Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. in Italia; iii) Per un periodo almeno 5 anni, (a) non ridurre il peso degli investimenti di Anima Holding S.p.a. in titoli di emittenti italiani, (b) supportare lo sviluppo della società. iv) Cessare tutte le attività nella Federazione Russa (raccolta, impieghi, collocamento fondi, prestiti transfrontalieri) entro nove mesi dalla data del provvedimento. Peraltro, il provvedimento invitava la destinataria "*nel caso in cui non sia possibile rispettare una o più delle prescrizioni sopra elencate, [ad] inviare immediata informativa all'Amministrazione competente del monitoraggio, comunicando i motivi che rendono impossibile l'adempimento delle prescrizioni*".

Il decreto veniva, quindi, impugnato innanzi al T.A.R. Lazio da Unicredit, la quale sosteneva che: 1) mancando una minaccia concreta agli interessi statali, sarebbero al contempo state violate le normative italiana, in particolare l'art. 2, co. 6, d.l. n. 21/2012, e unionale, che non ammetterebbero la compressione della libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali per la tutela di interessi meramente economici (cui la ricorrente riconduceva il d.P.C.M.). 2) Sarebbe stato violato anche il "regolamento concentrazioni", il cui art. 21 riserva alla Commissione il vaglio delle concentrazioni di dimensione comunitaria, lasciando agli Stati membri la possibilità di emanare provvedimenti a tutela dei propri interessi al duplice ricorrere di una preventiva notifica alla Commissione e della loro necessarietà, proporzionalità e compatibilità con la disciplina comunitaria. 3) censurando le singole prescrizioni: a) quella relativa al mantenimento del rapporto impieghi-depositi di Banco BPM, in quanto inidonea allo scopo, irrazionale e violativa dei principi di sana e prudente gestione; b) l'imposizione del mantenimento del portafoglio di *Project finance* di BPM e Unicredit, ritenuta sproporzionata, perché avrebbe esteso alla ricorrente un vincolo ultroneo a quello afferente all'oggetto dell'operazione (peraltro, Unicredit aveva proposto il mantenimento del portafoglio di BPM); c) l'indicazione di non ridurre il peso attuale degli investimenti in Anima Holding in titoli di emittenti italiani e supportare lo sviluppo della società, avendo imposto alla ricorrente un vincolo

ISSN 2036-7821

gestorio estraneo alle proprie prerogative, essendo esso di spettanza del gestore del risparmio; d) Da ultimo, la prescrizione afferente alla cessazione delle attività in Russia, che contrasterebbe con la circostanza che le attività della controllata russa sono già monitorate dalla BCE e che una non controllabile liquidazione in Russia avrebbe determinato una cessione di *asset*, che sarebbero passati dal controllo italiano a quello russo. Si costituivano in giudizio anche il controinteressato Banco BPM (ostile all'operazione) e la Presidenza del Consiglio.

La sentenza del 12 luglio 2025, n. 13748 si è risolta in una reciproca parziale soccombenza.

In primo luogo, il giudice di prime cure, svolta una ricostruzione bifasica dell'istituto analoga a quella svolta dal Consiglio di Stato nella pronunzia di dicembre – il che dimostra come l'inquadramento dello stesso sia ormai assestato sin dalla sentenza del Consiglio di Stato del 2023, cui le stesse pronunce in commento tributano esplicitamente valenza definitoria – ha ritenuto infondati i primi due motivi di ricorso in quanto sussisterebbero i requisiti d'esercizio dei poteri speciali in virtù della "*sussumibilità della species integrata dalla "sicurezza economica", all'interno del più ampio genus della "sicurezza pubblica" e della "sicurezza nazionale*".

Diversamente, con riferimento alle censure aventi ad oggetto le singole prescrizioni, il Tribunale amministrativo ha ritenuto di annullare parzialmente le prime due, lasciando intatte le seguenti.

Quanto al mantenimento del rapporto impieghi-depositi, ritenuto di per sé legittima prescrizione, stante la non obbligatorietà del computo basato sulla media ponderata, critico è stato ritenuto il fattore temporale, atteso che esso non dovrebbe precedere ma seguire il completamento dell'analisi dei dati sulla scorta dei quali sarà elaborato un piano industriale funzionalizzato a garantire la preservazione di tale rapporto.

Lo stesso dicasi per la previsione del mantenimento dei rapporti di *project financing*, che per la sua durata sostanzialmente indeterminata sfocerebbe in una inopinata ingerenza nella politica creditizia nel settore.

Il T.A.R. Lazio ha, invece, tenuto indenne la prescrizione inerente ad Anima Holding, a fronte della concretezza del rischio che un ingente *stock* di risparmio nazionale possa essere assoggettato a vicende suscettibili di determinare effetti depressivi sugli investimenti in titoli di emittenti italiani; di rilievo è la riconduzione della parte di prescrizione di non riduzione degli investimenti ad obbligo, mentre l'imposizione di un supporto alla sviluppo della società è stata ritenuta indicazione di natura programmatica.

In ultimo, la prescrizione di cessazione delle attività in Russia è stata ritenuta legittima, in primo luogo, perché la valutazione del rischio impinge in valutazioni di carattere geo-politico, avulse dall'alveo della giurisdizione di legittimità del giudice amministrativo, ponendosi peraltro in coerenza con le indicazioni unionali, volte a un approccio restrittivo e prudente con riguardo alle operazioni economiche in

Russia.
All'esito del giudizio, nel luglio 2025, Unicredit ha ritirato l'OPS.
Nelle more del giudizio, la Commissione europea aveva indirizzato al governo italiano una richiesta di chiarimenti sulle prescrizioni imposte a Unicredit per comprendere se il provvedimento collidesse con la normativa unionale, ricevendo riscontro dalla Presidenza del Consiglio, cui è seguita la valutazione preliminare della Commissione del 14 luglio 2025. Con essa, la commissione ha lamentato due criticità, ossia: la mancata comunicazione preventiva del provvedimento da parte italiana, in violazione degli obblighi di notifica e sospensione, impedendo alla Commissione l'esercizio dei poteri di controllo *ex* art. 21 del "regolamento concentrazioni"; la violazione della normativa unionale, con riferimento all'asseritamente ingiustificata – perché non riconducibile alla tutela della pubblica sicurezza – compressione della libertà di circolazione dei capitali, nonché l'interferenza con aspetti di gestione prudenziale di stretta pertinenza della BCE e la violazione della normativa di settore; particolarmente rilevante è poi il rilievo che le prescrizioni afferenti alle attività moscovite di Unicredit non si innestino sull'operazione scrutinata, incidendo su una situazione anteriore alla stessa.
Il 21 novembre 2025, la Commissione ha inviato lettera di costituzione in mora all'Italia, avviando la procedura di infrazione 2025/2152, nell'ambito della quale si ipotizza che la normativa italiana in materia di poteri speciali violi gli artt. 49 e 63 T.F.U.E., che postulano, rispettivamente la libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali.
Da ultimo, la materia è stata incisa dalla legge 15 gennaio 2026, n. 4, di conversione del d.l. 21 novembre 2025 n. 175, il cui art. 2-*bis* ha parzialmente novellato la normativa di settore, incidendo sull'art. 2, d.l. n. 21/2012, dedicato all'esercizio dei poteri nell'ambito degli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni.
In primo luogo, è stato inserito, al comma 3, a seguito delle parole "*può essere espresso il veto alle delibere, atti e operazioni di cui ai commi 2 e 2-bis, che diano luogo a una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore*" l'inciso "*ivi inclusa, fermo quanto previsto dal comma 4, quella in materia di valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario nonché in materia di controllo delle concentrazioni tra imprese*", positivizzando il principio di sussidiarietà dei poteri speciali rispetto ai poteri spettanti alle istituzioni euro-unitarie.
Inoltre, la novella ha inserito nel comma 4 la previsione di un coordinamento procedurale per cui "*qualora l'acquisto di cui al comma 5 sia soggetto anche all'autorizzazione di Autorità europee competenti a valutare gli aspetti di carattere prudenziale e concorrenziale, i poteri speciali non possono essere esercitati anteriormente al completamento dei procedimenti pendenti dinanzi a tali Autorità*".

ISSN 2036-7821

Infine, al comma 7, la riforma ha positivizzato l'orientamento governativo e giurisprudenziale per cui la sicurezza economica e finanziaria nazionale rientrano nel più ampio alveo della sicurezza pubblica[30].
Il legislatore ha così inteso in un tempo salvaguardare, fornendogli maggiore copertura legislativa, l'estensione delle proprie prerogative in materia di sicurezza nazionale, e tentare di porre rimedio ai rilievi formulati dalla Commissione, ribadendo la residualità dello strumento *de quo* e l'antecedenza logica e procedurale delle valutazioni unionali, logico corollario della summenzionata sussidiarietà. Al momento in cui si scrive non è noto se tale modifica sarà ritenuta dall'organo comunitario sufficiente a determinare il venir meno delle criticità paventate.

8. Un raffronto tra le pronunzie sui casi Unicredit e Cedacri e la novella legislativa
A tal punto, è possibile operare un raffronto tra le sentenze rese dal Consiglio di Stato e dal T.A.R. Lazio in riferimento ai casi in epigrafe indicati, riflettendo sulla portata riforma del 2026.
Quanto ai punti di contatto, sia la vicenda Cedacri che il caso Unicredit afferivano con diversi gradi di pregnanza all'ambito bancario-finanziario; inoltre, secondo una linea di pensiero, le decisioni parrebbero aver adottato una visione sostanzialistica-estensiva e non formalistica dell'istituto, per cui, tra l'altro, costituirebbero una adesione a una visione del *golden power* quale strumento di politica industriale[31] .
Occorre però rilevare che il caso Cedacri riguarda, secondo l'interpretazione del Consiglio di Stato, una operazione non sottoposta all'obbligo di notifica, sicché il provvedimento *de quo* sarebbe intervenuto in una situazione di "vuoto normativo", mentre quello del caso Unicredit presenta profili di interferenza con il sistema di controlli unionale[32]. Ancora, il controllo del T.A.R. è stato in realtà più pervasivo di quello operato dal Consiglio di Stato, che più formalisticamente si è limitato a verificare il sussistere dei presupposti fondanti l'esercizio del potere[33], sebbene l'esito sia stato più incisivo.
Più precisamente, occorre osservare una quasi paradossale diversità di impostazione tra Consiglio di Stato e T.A.R., atteso che quest'ultimo, dopo aver proceduto a uno scrutinio delle prime censure in linea con il carattere estrinseco tradizionalmente attribuito al sindacato del Giudice, ha proceduto a una disamina caso per caso delle singole prescrizioni imposte, con approccio innovativo rispetto al *self-restraint* tradizionalmente mostrato.
Paradossalmente, il merito dell'indagine risalta con riguardo alle prescrizioni

[30] Posizione confortata dalle relazioni annuali sulla politica dell'informazione per la sicurezza al parlamento, che sempre maggiore spazio dedicano all'aspetto industriale, tecnologico ed economico.
[31] V. ORSINI, E. DE CHIARA, *La riforma dei poteri speciali nel settore bancario: brevi riflessioni a margine delle vicende Unicredit-Banco BPM e Cedacri*, in *European Law and finance review*, gennaio/giugno 2026, p. 165.
[32] *Ivi*, p. 170
[33] *Ibid.*

ISSN 2036-7821

confermate. Ciò è particolarmente evidente con riguardo all'imposizione della cessazione delle attività in Russia, avendo con riferimento ad essa il T.A.R. valutato sia il rischio sotteso, sia il contenuto di alcune comunicazioni della Commissione in materia, sia la coerenza del provvedimento con l'impostazione della Banca Centrale Europea riguardo alle operazioni economiche in Russia; in altre parole, pare che il giudice amministrativo – dopo aver dichiarato l'adesione all'impostazione d'intangibilità della valutazione strategica nazionale postulata dal Cons. Stato con la sentenza n. 289/2023 – abbia in concreto svolto considerazioni non radicalmente incompatibili rispetto all'usuale sindacato riconosciuto sull'atto di alta amministrazione, ma più pervasive rispetto agli *standard* precedentemente osservati nella materia dei poteri speciali.

Di diversa portata è stato il sindacato esercitato dal giudice amministrativo in entrambi i gradi di giudizio della vicenda Cedacri, in quanto, in primo grado, il T.A.R. non ha sviluppato penetranti valutazioni inerenti alle concrete prescrizioni, mentre il giudice dell'appello ha esercitato un sindacato al contempo formale e sostanziale: sotto il versante "formale", ha valutato i presupposti di esercizio dei poteri speciali con un approccio particolarmente attento alla compatibilità europea e costituzionale; nel contempo, con approccio sostanzialista-pratico ha anche delineato un quadro per cui la possibilità di intervento successivo semplicemente posticipa l'eventuale esercizio del *golden power*, operando una "scissione" dell'operazione[34].

In tal senso, appare condivisibile l'affermazione di quella dottrina che evidenzia come le due rilevanti pronunzie intervenute nel 2025 (e l'antecedente pronuncia del T.A.R. del 2024) siano accomunate da un approccio sostanzialista-estensivo che potrebbe rendere difficile per gli operatori economici prevedere se un'operazione rientri nell'ambito d'applicazione della disciplina[35], spingendo gli stessi ad un ampio uso dell'istituto della prenotifica ed aumentando il carico di lavoro dell'Amministrazione, costretta a congegnare operazioni *golden power proof* che possano minimizzare il rischio di attrito con la disciplina[36].

Va evidenziato come, per la varietà delle sfumature assunte, possa apparire fuorviante l'uso del lemma "sostanzialistico" riferito agli orientamenti dei giudici amministrativi in materia di poteri speciali: infatti, con esso ci si può riferire al contempo all'interpretazione estensiva delle norme che delimitano l'ambito di

[34] L. BELVISO, *op. cit.*; V. ORSINI, E. DE GRAZIA, *op. cit.*, p. 161 ss.

[35] M. F. CRISPINO, *Lo screening degli investimenti esteri nell'Unione Europea: criticità applicative e prospettive di riforma*, in *Quaderno dell'Osservatorio Golden Power* 2026, p. 34 ss., la quale evidenzia come siffatti aggravi temporali e prognostici siano un problema già emergente in presenza degli scrutini *antitrust*. Va, comunque, rilevato come l'esercizio dei poteri sia e continui ad essere una *extrema ratio* statisticamente esigua – come osservato da A. CAGNAZZO, *Prassi applicativa e analisi dei dati*, in R. CHIEPPA, C. D. PIRRO, R. TUCCILLO, (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, 2025, p. 418 ss. – essendo, inoltre, le richieste di notifica formulate in meno del 20% dei casi oggetto di prenotifica, nonostante il *trend* sia di un lieve incremento.

[36] M. CARPAGNANO, L. PICOTTI, *Rassegna cit.*, p. 12 s.

ISSN 2036-7821

applicazione di tali poteri[37] e, al contempo, all'ampliamento del sindacato sulla conferenza della prescrizione.

Taluni paventano come il primo fenomeno possa portare al paradosso di un *golden power* dai contorni eccessivamente indeterminati, e, quindi, analogo al suo predecessore *golden share*, istituto oggetto di censure unionali poi sostituito col meccanismo attuale[38]. In proposito, però, forse si potrebbe osservare come il contesto storico sia radicalmente mutato[39], con l'impostazione europea oggi certamente più sensibile a valutazioni non puramente economico-mercantilistiche e con l'aumento della dipendenza di ogni aspetto della vita dalla tecnologia[40]; soprattutto, un certo grado di indeterminatezza potrebbe ritenersi corollario della concezione dello strumento come *extrema ratio*, ormai positivizzata dalla novella (cfr. *infra*).

Dalle considerazioni svolte si può inferire che – con diverso grado di pregnanza, ad attestazione di un graduale assestamento – le pronunce sul caso Cedacri e sul caso Unicredit-BPM segnano una rilettura evolutiva della profondità del sindacato giudiziale sui provvedimenti costituenti esercizio dei poteri speciali. Si assiste, in altre parole, a due fenomeni apparentemente opposti: su di un versante, la giurisprudenza amministrativa dà una interpretazione ampia dell'ambito applicativo della normativa in tema di *screening*, coerentemente con gli orientamenti europei sulla non esaustività delle elencazioni esplicitate; specularmente, pur mantenendo un forte rispetto delle prerogative governative, soprattutto in merito alla consistenza del rischio che si intende prevenire, il giudice amministrativo esercita un sindacato sull'atto più penetrante rispetto al passato; appare superato l'orientamento secondo cui, nell'esaminare un provvedimento costituente espressione del *golden power* il giudice amministrativo potesse solo contestare la manifesta incoerenza tra istruttoria e provvedimento: alla riduzione di prevedibilità della normativa (*rectius*, del suo esercizio) è fatta corrispondere una più intensa garanzia di controllo giudiziale.

Riguardo alla recente riforma, volta a limare i punti d'attrito tra d.l. 21/2012 e normativa europea, si può notare come la pronunzia del Consiglio di Stato (che di poco l'ha preceduta, seguendo di circa un mese la lettera di messa in mora), abbia anticipato lo spirito della stessa.

Ciò avviene con particolar riguardo a due aspetti, ossia l'attenzione alla compatibilità

[37] Che taluni riconducono all'interpretazione analogica, tra cui V. ORSINI, E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 161.

[38] Per una ricostruzione delle vicende che hanno portato alla soppressione del modello *golden share*, si rimanda a G. NAPOLITANO, *Dalla golden share al golden power*, in R. CHIEPPA, C. D. PIRRO, R. TUCCILLO, (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, 2025, p. 11 ss., nonché a S. PUGLIESE, *Il risk management come strumento di sicurezza strategica: il golden power italiano alla luce della riforma del regolamento UE sullo screening degli investimenti*, in *Quaderno di Osservatorio Golden Power*, 2026, p. 49 ss., che enfatizza i profili di discontinuità tra le due discipline.

[39] A. ARESU, *L'analisi strategica*, cit., p. 425 rammenta come si sia passati dal mondo descritto da Alan Greenspan nel 2007, sottoposto alle sole leggi di mercato, salvo rari casi di rilevanza della sicurezza nazionale, alla nuova globalizzazione, descritta da Morris Chang come mondo non più piatto, ossia con limitazioni alla circolazione di beni e capitali determinate dal nuovo protagonismo degli Stati.

[40] L. PICOTTI, *La legge del più forte*, *cit.*, p. 37

ISSN 2036-7821

dell'istituto con la normativa comunitaria nel settore finanziario e l'accento posto sulla sussidiarietà dell'utilizzo dei poteri speciali. Quest'ultimo aspetto rileva, però, rispetto all'ultimo momento – in senso cronologico e giuridico – in cui il Governo può intervenire per prevenire il rischio; in tal senso, la compatibilità col diritto unionale sarebbe garantita dalla ricorrenza, non meramente ipotetica, dei presupposti di pericolo soggetti a valutazione governativa.

Non può sottacersi come la novella non sembri del tutto risolutiva. In primo luogo, l'inciso inerente alla residualità dello strumento di scrutinio rispetto alle discipline di settore era già postulato dalle stesse discipline, nonché dalla normativa secondaria. Inoltre, la positivizzazione di una precedenza procedurale delle autorizzazioni emesse da enti comunitari o da autorità di settore, se da un lato è limitata al solo settore finanziario, dall'altro appesantisce il procedimento e potrebbe creare problemi d'utilizzo della cd. condizione *golden power*[41]. In ultimo, l'esplicitazione della pertinenza della sicurezza economico-finanziaria al più ampio *genus* della sicurezza pubblica vuole sia sopperire al *vulnus* di prevedibilità da parte degli operatori, sia garantire al governo possibilità di intervenire in tale settore. In definitiva, la novella offre alla commissione una soluzione intermedia, che, pur astrattamente riducendo le possibilità di conflitto tra Stato e Unione, mantiene tale rischio *in nuce*, volendo comunque il Governo conservare, pur mostrando maggior deferenza procedurale alla commissione, una possibilità di intervento in un settore della sicurezza che ritiene cruciale.

Non va sottaciuto un ulteriore elemento di complicazione del quadro, ossia la predisposizione, nell'ambito di una più ampia operazione di rafforzamento dei presidi di sicurezza economica unionali[42], di un nuovo regolamento europeo destinato a sostituire quello del 2019[43].

Va delineandosi un modello che presenta alcuni chiari connotati: uno sforzo di armonizzazione, l'obbligatorietà dell'adozione di un sistema di *screening*[44], garanzia di attivazione anche d'ufficio e di un sistema di controllo sull'implementazione, predisposizione di un sistema di notifica alle istituzioni unionali, estensione del campo applicativo. Permangono dei nodi irrisolti[45], come quello relativo alla collocazione del baricentro dell'architettura tra Commissione e governi nazionali e della ampiezza dell'area di applicazione dell'istituto, in particolare con riferimento ai settori di particolare rilevanza unionale di cui all'allegato II; centrale risulta, al

[41] L. PICOTTI, *Alcune note sul nuovo Golden Power (e un altro intervento emergenziale)*, in *Osservatorio golden power*, febbraio 2026.

[42] M. F. CRISPINO, *op. cit.*, p. 37.

[43] *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the screening of foreign investments in the Union and repealing Regulation (EU) 2019/452 of the European Parliament and of the Council*.

[44] Peraltro, presente nella quasi totalità degli Stati membri. S. PUGLIESE, *op. cit.*, p. 63 sottolinea lo scopo di prevenire il fenomeno del cd. "*"investment shopping", cioè che gli investitori utilizzino gli Stati che non hanno sistemi di controllo degli investimenti come brecce per entrare nel mercato interno*".

[45] Di cui agli artt. 5-10 della proposta.

ISSN 2036-7821

riguardo, il meccanismo di cooperazione[46].
In ultimo, il Parlamento e il Consiglio, in data 11 dicembre 2025, hanno raggiunto un accordo politico provvisorio sul progetto di revisione, portando alla stesura di una bozza[47] nel febbraio 2026, la quale sembrerebbe aver sposato posizioni moderate[48].
Da siffatto quadro ordinamentale molti operatori e dottrina fanno discendere la necessità di una riforma[49] o riscrittura meno rapsodica della disciplina dei poteri speciali[50], postulando financo la redazione di un testo unico[51] o la creazione di un'Agenzia dedicata[52], mentre altri si focalizzano sulle prospettive di riforma a livello euro-unionale[53]; tali proponimenti forse discendono anche dalla disomogeneità dei meccanismi di scrutinio degli investimenti, anche tra paesi membri dell'Unione, con una normativa di livello unionale, il regolamento IDE, che essa stessa, al considerando 8, riconosce come la materia sia riservata al diritto interno.
Va soggiunto che lo stesso regolamento n. 452/2019 – a conferma della peculiarità della materia – non introduce norme vincolanti né un istituto comune, ma facoltizza gli Stati membri a introdurre una normativa sullo scrutinio degli *FDI* limitandosi a delineare un quadro comune, in conseguenza della previa istituzione di meccanismi siffatti ad opera degli ordinamenti nazionali[54], concretizzandosi in un tentativo di riordino e di presa d'atto, più che di uno strumento creativo.
In tale visuale prospettica, si potrebbe inferire dalle considerazioni svolte che la normativa *golden power* si trovi in una fase "anfibia", poiché accanto alla tradizionale funzione volta a prevenire effetti strategici deteriori degli investimenti esteri – tuttora centrale, come dimostra il caso Manta Aircraft – se ne giustappone una

[46] M. F. CRISPINO, *op. cit.*, p. 38 ss., cui si rimanda per una più completa ricostruzione delle posizioni sul tema.
[47] https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2025/12/11/foreign-direct-investment-council-and-parliament-reached-political-agreement-to-improve-fdi-screening/
[48] L'art. 8 della bozza, a titolo d'esempio, ha optato per conferire alla Commissione un semplice potere d'emanare opinioni e non decisioni.
[49] Meno radicale è R. CHIEPPA, *Considerazioni conclusive*, R. CHIEPPA, C. D. PIRRO, R. TUCCILLO, (a cura di), *Golden Power*, Piacenza, 2025, p. 448 ss., che propone un mero miglioramento della disciplina, che necessita, per l'autore, di maggior certezza, miglior coordinamento con le discipline di settore e maggior tutela per i privati coinvolti, riconoscendo meccanismi di indennizzo e la sussistenza dell'interesse ad agire del soggetto "passivo" dell'operazione scrutinata.
[50] A titolo d'esempio L. PRESUTTI, *Il Golden Power tra eccezione e normalità: analisi istituzionale e comparata di uno strumento strategico*, in *I battelli del Reno, 26 agosto 2025*, p. 15, lamenta l'inopportunità di quello che sembra essere un elenco tassativo, contenuto nell'art. 2-bis, co. 1, d.l. 21/2012, dei soggetti pubblici che non possono opporre segreto dinnanzi alle richieste di informazioni del Gruppo di coordinamento, essendo possibile che altre Amministrazioni detengano informazioni rilevanti.
[51] V. ORSINI, E. DE CHIARA, *op. cit.*
[52] Cfr. L PRESUTTI, *op. cit.*, p. 8 e 30 ss., ove l'autore ritiene non condivisibile la proposta di F. BASSAN, *Ora un'autorità nazionale per il Golden power*, in *Formiche.net*, 2022, di istituire una *Authority*.
[53] M. F. CRISPINO, *op. cit.*, p. 37 ss.
[54] Finendo per essere definito "*ornitorinco*" tra i regolamenti dall'avvocato Generale Capeta, nelle sue conclusioni, presentate il 30 marzo 2023, Causa C-106/22, *1 Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. contro Innovációs és Technológiai Miniszter*, richiamate da M. F. CRISPINO, *op. cit.*, p. 24 ss.

ISSN 2036-7821

seconda, in cui i poteri speciali divengono accanto alle sanzioni il principale strumento di strategico (o geopolitico[55]) di intervento sul mercato, mettendo in evidenza come, nell'epoca di incontenibile ascesa della sicurezza nazionale[56], essa, quale corollario dell'interesse nazionale[57], rilevi quale "*possibilità metagiuridica riconosciuta ai governanti di prendere tutte le misure possibili per garantire la sopravvivenza del soggetto statale*"[58]. Sembra potersi quindi intravedere una linea di tendenza per cui il modello italiano di *screening* stia passando da strumento di tutela di uno specifico settore della sicurezza nazionale a principale strumento giuridico di sicurezza nazionale-economica[59] *tout court*[60].

9. Conclusioni

Il caso e la pronunzia da cui si sono prese le mosse appaiono di grande rilevanza nell'ambito della disciplina *golden power*, ma, più che come elemento di discontinuità, si delineano come un compasso tramite il quale individuare quale sia "lo stato dell'arte" di uno strumento ormai centrale nell'architettura di sicurezza – nonché di tutela dell'interesse nazionale – italiana e non solo.

In siffatta prospettiva, si possono individuare le linee di tendenza emergenti.

In primo luogo, pur tenendo presente le esigenze di compatibilità unionale e costituzionale, ormai è dato acquisito nell'interpretazione giurisprudenziale che il perimetro applicativo dell'istituto dei poteri speciali sia da ritenersi non connotato da stretta tipicità, trovando tale estensione il proprio limite nella verifica del concreto rischio di spostamento degli assetti proprietari e dei poteri di controllo a causa dell'operazione per come concretamente delineata; per operare tale verifica il giudice deve estendere il proprio controllo dalla mera verifica procedurale a quello della verifica dei rischi generati dall'operazione, per riscontrarne la sussumibilità in questo, sia pur generico, idealtipo. Su tale linea evolutiva si colloca anche l'estensione del sindacato sul contenuto delle prescrizioni, il quale, al momento, sembra concretizzato sulla verifica che esse non si risolvano in un commissariamento delle prerogative dell'impresa non rispondente al principio di proporzionalità, costituente ormai chiave universale di lettura di tutti i rapporti amministrativi.

---

[55] L'espressione è sovente utilizzata come sinonimo di relazioni internazionali, creando una sovrapposizione tra strumento di indagine e oggetto della stessa. Viceversa, l'utilità del termine geodiritto, coniato da Irti, si rinviene nel suo mettere in evidenza, *in nuce*, la questione dell'importanza della cornice geografica e delle giurisdizioni a livello economico (sul punto, L. PICOTTI, *Il Golden Power è extraterritoriale? Note sulla giurisdizione della PCM tra le geografie giuridiche*, in *Osservatorio Golden Power*, marzo, 2026).

[56] A. ARESU, *L'incontenibile ascesa della sicurezza nazionale*, prefazione a L. Picotti, *la legge del più forte, cit.* p. 11.

[57] Che la giurisprudenza amministrativa ha chiarito essere non un *prius*, ma un *posterius* frutto di valutazioni politiche (Tar Lazio, Roma, sez. I, 13 aprile 2022 nn. 4486 e 4488).

[58] L. PICOTTI, *La legge del più forte, cit.*, p. 30.

[59] M. CARPAGNANO, L. PICOTTI, *Il Golden Power in Italia nel 2025: Rassegna critica dell'enforcement, dell'evoluzione giurisprudenziale e delle prassi*, in *Quaderno dell'Osservatorio Golden Power*, 2026, p. 19.

[60] L. PRESUTTI, *op. cit.*, p. 8, lo definisce "*componente stabile della regolazione economica*", per poi meglio inquadrarlo come "*sistema di vigilanza continuativa sulle filiere strategiche nazionali*" (p. 34).

ISSN 2036-7821

Ancora, sembra assistersi a una relativa svalutazione dell'elemento della nazionalità, nel senso che sembrano ormai porsi pochi ostacoli all'esercizio dei poteri in caso di operazioni nazionali o infra-europee.
Per di più, si può rilevare una deformalizzazione del contenuto della prescrizione, che sembra concentrarsi essenzialmente sulla realtà economica incisa o conseguente all'operazione stessa.
In ultimo, il *golden power*, alla luce della riforma attuata con l. n. 4/2006, continua a configurarsi quale strumento residuale e sussidiario, sicché l'attivazione della relativa istruttoria non può precedere gli altri scrutini previsti dalle normative di settore (quantomeno in ambito finanziario) o il verificarsi della concreta situazione di rischio, non potendo intervenire per far fronte a mere eventualità future.
Ne consegue un quadro articolato, nel quale l'impianto di stampo mercantile (sebbene sia un tratto attenuato) dell'Unione Europea è sollecitato dall'ampliamento di uno strumento dalla valenza fondamentalmente securitaria. Gli attuali connotati dell'istituto condizionano anche gli operatori economici, che hanno difficoltà nel prevedere se le loro operazioni possano divenire oggetto dello stesso, e genera timori che rischiano di scoraggiare i flussi d'investimento[61]. Tali considerazioni alimentano nella dottrina i dubbi circa la necessità di riformare l'istituto, che sarà sicuramente condizionata dall'imminente novella elaborata in sede unionale[62].

[61] Considerati centrali dallo stesso legislatore europeo, che ha ritenuto di ribadire, nel primo considerando del Regolamento IDE, che gli "*investimenti esteri diretti contribuiscono alla crescita dell'Unione rafforzandone la competitività, creando posti di lavoro ed economie di scala, apportando capitali, tecnologie, innovazione e competenze e aprendo nuovi mercati per le esportazioni dell'Unione. Essi sostengono gli obiettivi del piano di investimenti per l'Europa e contribuiscono ad altri progetti e programmi dell'Unione*", come puntualizzato da M. F. CRISPINO, *op. cit.*, p. 20.

[62] In proposito, S. PUGLIESE, *op. cit.*, p. 68, propone la scissione del *golden power* in due distinti meccanismi, uno volto allo scrutinio degli investimenti extra-unionali e regolato dal regolamento venturo, e uno dedicato al controllo degli investimenti infra-europei e nazionali.

ISSN 2036-7821