

Tra ragion di Stato e ragion di mercato: *Golden Power*, *antitrust* e *risiko bancario*

Federico Muzzati

Abstract: L'OPAS lanciata da Intesa Sanpaolo su Monte dei Paschi di Siena (MPS) si colloca al centro di un nuovo “round” del *risiko* bancario. Se l'offerta pubblica di scambio dovesse concretizzarsi, si assisterebbe alla nascita del secondo gruppo bancario dell'eurozona per capitalizzazione, con un valore stimato intorno ai 126 miliardi di euro; in questo scenario, il *golden power* resta sullo sfondo come possibile presidio degli interessi strategici nazionali, accanto al diritto *antitrust*, chiamato a confrontarsi con operazioni di *Me&A* dalla portata dirompente.

Parole chiave: *golden power*; *antitrust*; operazioni societarie;

Una nuova tappa del ‘risiko’ bancario.

L'OPAS promossa da Intesa Sanpaolo su Monte dei Paschi di Siena, ai sensi degli artt. 102 e 106 del TUF, punta ad acquisire il controllo di uno storico istituto bancario nel cui capitale il MEF è ancora presente, pur dovendo progressivamente dismettere la propria partecipazione in linea con gli impegni presi con la Commissione europea, nel rispetto della normativa sugli aiuti di Stato.

In seguito a questa operazione si potrebbe ridisegnare l'intero equilibrio del sistema bancario italiano. Da un lato, Banco BPM, sceglie di contrapporsi a Intesa (che agisce in “*partnership*” con Unipol e BPER) nella “partita” MPS, avanzando l'ipotesi di una fusione tra pari con l'istituto senese, nella prospettiva di creare un grande gruppo bancario fondato su una forte integrazione industriale e su significative sinergie.

In questo disegno, invece, l'OPAS lanciata da Intesa su MPS si realizzerebbe e combinerebbe con il conferimento a BPER e Unipol di una parte rilevante della rete sportellistica, consentendo a quest'ultima di rafforzare il proprio modello di “bancassicurazione” e di spingere verso la nascita di un ampio polo bancario-assicurativo. In tale contesto, Unipol sfrutterebbe l'integrazione tra distribuzione bancaria e prodotti assicurativi per consolidare il proprio ruolo di principale operatore nel ramo danni e nella banca-assicurazione.

In questa cornice, il quadro regolatorio domestico e dell'Unione europea, l'azione delle autorità di vigilanza settoriali e la normativa in materia di *golden power* e *antitrust* assumono un ruolo fondamentale nella definizione e nella sostenibilità degli assetti del sistema bancario.

Golden power e mercato del credito: sicurezza, politica industriale e risparmio.

Come ben noto, il *golden power* è l'insieme dei poteri speciali che il Governo può esercitare (in base al d.l. 21/2012, convertito nella l. 56/2012), per condizionare o inibire operazioni societarie che incidono su imprese e *asset* ritenuti strategici.

Per mezzo del c.d. decreto liquidità (d.l. 23/2020), il perimetro di applicazione di tali poteri è stato espressamente esteso a ricomprendere finanche la sicurezza economico finanziaria tra gli interessi strategici, rendendo così possibile l'attivazione del *golden power* anche nel settore bancario e finanziario, in relazione a operazioni straordinarie che coinvolgono intermediari vigilati o infrastrutture critiche.

Pertanto, è oggi possibile far ricorso ai poteri speciali nel settore creditizio e finanziario, seppur in via residuale rispetto alla vigilanza prudenziale esercitata dalle autorità di settore, imponendo impegni o opponendosi a operazioni, come acquisizioni o fusioni, quando esse involgono istituti di credito o infrastrutture finanziarie critiche, e pongano a rischio la sicurezza, l'ordine pubblico o la stabilità economico finanziaria nazionale.

In questa prospettiva, il TAR Lazio, sede di Roma, per mezzo del pronunciamento della sentenza n. 13748/2025, ha confermato la legittimità dell'attivazione del *Golden Power*, anche nel settore creditizio, in un caso particolarmente delicato come la vicenda Unicredit-Banco BPM¹, chiarendo che l'esercizio dei poteri dorati non può sovrapporsi, né sostituirsi, alla vigilanza di settore e alla regolazione concorrenziale, dovendo restare circoscritto alla tutela di interessi essenziali dello Stato ed essere sorretto da una motivazione puntuale, proporzionata e non discriminatoria.

Nella “partita MPS” si potrebbe ipotizzare il ricorso all'utilizzo del *golden power* in riferimento a un'eventuale acquisizione di MPS da parte di Banco BPM, in quanto il primo *shareholder* di Banco BPM è *Crédit Agricole* e, dunque, l'operazione comporterebbe un rafforzamento indiretto di un primario *player* francese su un *asset* bancario di rilievo nazionale; tale riflessione nasce, *a fortiori*, considerando che lo scorso anno i poteri speciali sono stati attivati in relazione all'”*affaire*” Unicredit – Banco BPM.

Rilievi conclusivi di sistema.

Sul versante concorrenziale, l'OPAS di cui in commento rientra nell'ambito della l. 287/1990 e del regolamento CE n. 139/2004 che, al superamento di determinate soglie e in funzione dei mercati rilevanti, impongono una valutazione degli effetti sulle strutture di mercato e sulla concorrenza effettiva.

Al di là dei profili tecnici, le ultime vicende del risiko bancario consentono di svolgere tre rilievi di sistema.

Il primo riguarda il difficile equilibrio tra integrazione bancaria europea e presidio di un nocciolo duro domestico; difatti, l'Unione europea intende promuovere la nascita di grandi gruppi cross border, mentre gli Stati membri, dal loro canto, tendo a ricorrere a strumenti di protezione degli *asset* strategici, tra cui il *golden power* domestico, per mantenere

¹ F. MUZZATI, *Les Jeux (ne) Sont (Pas) Fait: Unicredit, Banco BPM e una (preannunciata) battuta d'arresto esiziale*, in *I Brevi di FinPA - Osservatorio FinPa*, n. 32/2025, in <https://www.osservatorio-finpa.it/brevi/les-jeux-ne-sont-pas-faits-unicredit-banco-bpm-e-una-preannunciata-battuta-darresto-esiziale>.

sotto l'influenza nazionale i nodi critici del credito e del risparmio².

Il secondo concerne la sempre più evidente trasformazione del *golden power* da presidio difensivo a possibile leva di configurazione del mercato³ nonostante il fatto che vi si dovrebbe ricorrere solo in casi non già “coperti” dalla regolazione di settore, per evitare che i poteri speciali diventino un mero strumento di politica industriale “dirigistico” a disposizione del Governo, inconciliabile con il diritto dell'Unione europea, specie se non sorretto da motivazioni puntuali e proporzionate.

Il terzo rilievo attiene alla concentrazione del potere di intermediazione del risparmio; la competizione tra Intesa e Banco BPM per Monte dei Paschi non riguarda solo quote di mercato del credito, ma il controllo delle principali porte di accesso al risparmio domestico e assicurativo e, con esso, la capacità di orientare l'allocazione del capitale nel Paese. Giacchè, poteri speciali, vigilanza prudenziale e diritto *antitrust* dovrebbero operare in modo sinergico e coordinato, di guisa da coniugare la formazione di gruppi in grado di competere in Europa con il mantenimento di un assetto pluralistico delle infrastrutture finanziarie.

² F. MUZZATI, *Golden Power, discrezionalità amministrativa e obblighi di notifica nella “querelle” TIM – Vivendi: il TAR Lazio ritiene legittima la sanzione irrogata nel 2018*, in *I Brevi di FinPA - Osservatorio FinPa*, n. 29/2025, in <https://www.osservatorio-finpa.it/brevi/golden-power-discrezionalità-amministrativa-e-obblighi-di-notifica-nella-querelle-tim-vivendi-il-t-a-r-lazio-ritiene-legittima-la-sanzione-irrogata-nel-2018>.

³ F. MUZZATI, *Un’istantanea sull'utilizzo incrementale di uno strumento a “fasatura variabile”: la relazione 2023 sul Golden Power*, in *Osservatorio FinPa*, in *I Brevi di FinPA - Osservatorio FinPa*, n. 9/2024, in <https://www.osservatorio-finpa.it/brevi/un-istantanea-sull'utilizzo-incrementale-di-uno-strumento-a-fasatura-variabile-la-relazione-2023-sul-golden-power>.