

*L'anno scorso sottoposte al vaglio della Presidenza del Consiglio più di 600 operazioni*

# Golden power, uno strumento alla prova del mercato

*Ancora molte le incertezze sul perimetro di applicazione*

**PAGINE A CURA  
DI ALBERTO GRIFONE**

**L**a disciplina sui poteri speciali dello Stato nei settori di rilevanza strategica (cd. golden power), introdotta nell'ordinamento italiano con il decreto legge 21/2012 e oggetto di ripetuti interventi di modifica, come il dl 21/2022, che ne ha ulteriormente ampliato l'ambito di applicazione, o, da ultimo, il dl 10 agosto 2023, n. 104, è al centro della riflessione degli studi legali specializzati. L'evoluzione della disciplina risponde alle nuove esigenze poste dal contesto economico e geopolitico, caratterizzato dalle sfide poste dall'innovazione tecnologica, dalla sicurezza cibernetica e dagli effetti delle crisi, relative alla pandemia da Covid-19 e alla guerra di aggressione russa in Ucraina, sull'economia e sugli investimenti in Italia. E infatti l'anno scorso sono state sottoposte al preventivo vaglio della presidenza del Consiglio più di 600 operazioni, a fronte di sole 83 nel 2019. Con quali effetti? «Il più recente intervento legislativo in tema di Golden Power può senz'altro essere giudicato positivamente poiché contiene, in particolare, una misura volta a prevenire il rischio che l'esercizio dei relativi poteri speciali pregiudichi le condizioni economiche dell'impresa notificante,

così riconoscendole la possibilità di un accesso prioritario a strumenti di finanziamento pubblico», spiega **Michele Masironi**, partner di **La Scala Società tra Avvocati**. «È apprezzabile, dunque, la finalità compensativa che ha ispirato tale previsione, attribuendo un ruolo attivo allo Stato che, in qualche modo, si sostituisce all'investitore straniero escluso in ragione dell'esercizio dei poteri speciali». Uno degli aspetti più problematici è e rimane la possibile collisione dell'esercizio dei poteri speciali con una delle libertà fondamentali garantite dal TFUE ossia con la libertà di stabilimento. «Ciò a maggior ragione alla luce della recente sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (13 luglio 2023 causa C-106/22), la quale ha precisato che le disposizioni del TFUE in materia di libertà di stabilimento ostano a un meccanismo di controllo degli investimenti esteri previsto dalla normativa di uno Stato membro che consente di vietare l'acquisizione della proprietà di una società residente, considerata come strategica, da parte di un'altra società residente facente parte di un gruppo di società stabilite in più Stati membri, nella quale una società di

un paese terzo dispone di un'influenza determinante, con la motivazione che tale acquisizio-





ne pregiudica o rischia di pregiudicare l'interesse nazionale. La Corte ricorda come una restrizione ad una libertà fondamentale possa essere ammessa unicamente a condizione che la relativa misura nazionale sia giustificata da un motivo imperativo di interesse generale. Motivi di natura puramente economica, connessi alla promozione o al buon funzionamento dell'economia nazionale, tuttavia, non valgono come giustificazione adeguata».

«Non parlerei di aspetti problematici perché la disciplina italiana sui poteri speciali, fin dalla sua origine nel 2012, è stata concepita per essere saldamente ancorata al rispetto dei principi di proporzionalità e necessità e nell'alveo del diritto dell'Unione. Certamente problematica sarebbe una applicazione «dirigistica» o «protezionistica» della disciplina. Si tratterebbe di una applicazione distorta dell'istituto censurabile dal giudice amministrativo. Mi sembra che si tratti di un rischio remoto considerato che il Governo ha finora esercitato i poteri speciali in maniera ponderata ed equilibrata, scegliendo la via del veto come *extrema ratio*» ricorda **Michele Carpagnano**, partner e direttore dell'Osservatorio Golden Power di **Dentons**. «La disciplina sui poteri

speciali ha un duplice impatto in tema antitrust. La Commissione ha già rilevato l'impatto con la disciplina in materia di controllo delle concentrazioni dichiarando in contrasto con il diritto Ue la decisione con cui l'Ungheria si è opposta, sulla base della normativa nazionale, ad una operazione di concentrazione già autorizzata dalla Commissione. È un chiaro messag-

gio agli Stati membri ad astenersi da un uso dei poteri speciali in chiave protezionistica. E qui vi è il secondo punto di impatto: il controllo sugli investimenti esteri, specie quando assume la forma di esercizio dei poteri speciali, può portare ad una attenuazione se non ad una vera e propria limitazione o eliminazione delle dinamiche competitive: si pensi alla concorrenza per l'acquisto dell'asset strategico ma anche alla riduzione della capacità produttiva, dell'innovazione, degli sbocchi di mercato, alla scelta per i clienti e per i consumatori che il mancato investimento può determinare nel mercato interessato».

«Visto lo stratificarsi di interventi normativi e regolamentari in materia, sarebbe necessaria un'attività di manutenzione della normativa volta a recepire alcune prassi che si sono consolidate nel corso degli anni e chiarire alcuni aspetti ancora ambigui (ad esempio, se i termini previsti per gli adempimenti debbano considerarsi giorni lavorati-

vi o di calendario)», dice **Antonio Liroso**, partner co-responsabile del dipartimento di Diritto amministrativo dello studio legale **Gianni & Origoni**. «Potrebbe essere utile la compilazione di un testo unico che ricomprenda e razionalizzi tutte le fonti di rango normativo e regolamentare. Molto utile è stata l'adozione di uno specifico decreto finalizzato ad individuare i meccanismi di semplificazione e raccordo tra obbligo di notifica e procedure di gara per l'affidamento di beni e concessioni riconducibili alla materia golden power. Sul tema della relazione con la disciplina antitrust sottolineo che si tratta di ordinamenti sezionali autonomi e distinti



che tutelano interessi diversi: la concorrenza nel caso dell'antitrust, gli interessi strategici nazionali nel caso del golden power. Tuttavia, è molto frequente che una operazione sia rilevante non solo per entrambi gli ordinamenti ma anche per altri (assicurativo, bancario e creditizio, trasporti, comunicazioni) alla cui regolazione e tutela sono preposte altre autorità amministrative indipendenti: per questa ragione è stata espressamente prevista una disciplina di collaborazione e coordinamento (anche mediante scambi di informazioni) tra le autorità di settore e la Presidenza del Consiglio. È indubbio che pur se le modalità di esercizio dei poteri sono diverse e indipendenti

tra loro, è accaduto che l'imposizione di prescrizioni da parte dell'Agcm (o in caso di operazioni di rilevanza europea da parte della Commissione) abbiano impattato sul procedimento golden power. È accaduto anche il contrario».

Come molto settori cresciuti per accumulazione di disposizioni, «il principale aspetto problematico è l'incertezza interpretativa, che colpisce diversi profili della normativa e della sua applicazione pratica, sempre più acuita dalla stratificazione degli interventi legislativi degli ultimi anni», dice **Leonardo Graffi**, partner di **White&Case**. «Più in dettaglio, stiamo riscontrando un crescente numero di notifiche effettuate su base prudenziale, alla luce dell'incertezza dettata dall'ampiezza del perimetro dei settori strategici e dalla generica identificazione degli attivi di rilevanza strategica. L'assenza di criteri oggettivi o di materialità nei regolamenti attuativi non consente di deter-

minare con certezza l'applicabilità della normativa alla fattispecie di volta in volta esaminata, e ciò comporta l'adozione di approcci particolarmente cautelativi da parte di operatori e imprese in sede di analisi. I principali correttivi auspicabili per il futuro sono di duplice indirizzo. Una semplificazione generale dell'impianto normativo e una definizione più oggettiva della tipologia di operazioni, i settori e gli attivi ricadenti nell'ambito di applicazione della normativa, ad esempio tramite l'inserimento di soglie di materialità e l'individuazione puntuale delle tipologie di operazioni, settori e attivi da considerarsi esclusi ai fini della normativa. Aggiungo che per effetto dell'ampliamento del perimetro dei settori e degli attivi strategici ricadenti nel perimetro della normativa golden power, numerose operazioni di investimento risultano oggetto di scrutinio sia da parte delle autorità antitrust (italiana e a livello europeo) sia da parte del governo. Se dal punto di vista operativo ciò può comportare un parallelismo tra le procedure con conseguenti possibili interferenze tra i rispettivi procedimenti, dal punto di vista regolatorio alcune decisioni in materia di golden power potrebbero essere sottoposte al vaglio della Commissione Europea e delle autorità antitrust con possibili esiti contrastanti, come di recente testimoniato dalla decisione della Commissione Europea nei confronti del governo ungherese, con cui la Commissione Europea ha invalidato il veto apposto dal governo ad una operazione di acquisizione di una società operante nel settore assicurati-

vo con presenza in diversi paesi europei (Caso M.10494 -



VIG/AEGON CEE) in quanto, tra le altre cose, ritenuto in violazione del principio di libertà di stabilimento nella Ue».

**Davide Cacchioli**, responsabile del Dipartimento di diritto della Concorrenza dello **Studio Pedersoli**, ricorda come «a livello di Unione, non esiste un sistema unico di controllo dei foreign direct investments. In questa materia, ciascuno Stato Membro ha un ruolo chiave sia in termini di controllo che di enforcement. Non stupisce che, in risposta all'accresciuta esigenza di controllare gli investimenti stranieri durante l'emergenza pandemica, il nostro Paese abbia adeguato il proprio impianto normativo in materia di foreign direct investments, introducendo regole più stringenti. L'Italia si è dotata di un sistema di controllo particolarmente pervasivo, che ha consentito ai Governi che si sono succeduti in questi anni (Conte, Draghi e Meloni) di esercitare i poteri speciali in varie occasioni, intervenendo con frequenza crescente su operazioni riguardanti imprese operanti in ambiti ritenuti strategici e di interesse nazionale. L'Italia è dotata di regole moderne ed efficaci. Anche i professionisti specializzati in questa materia, a fronte dell'ampia discrezionalità di cui gode la Presidenza del Consiglio nel definire le proprie priorità di intervento, sono spesso portati, anche nel caso di operazioni non chiaramente rientranti nell'ambito di applicazione della normativa, a consigliare alle imprese di procedere, in logica cautelativa, alla comunicazione alla Presidenza del Consiglio».

«Resta un ambito di applicazione molto vasto, definito da disposizioni che utilizzano formu-

le ampie, difficili da delimitare per l'interprete», dice **Simone Cadeddu**, partner di **Bird & Bird**. «È chiaro che in una fase espansiva dello strumento (2019-2020), attraverso l'uso di categorie di asset strategici via via più aperte, si è puntato ad abbracciare il numero più ampio di transazioni, con il risultato (rilevato anche nella recente Relazione al Parlamento per l'anno 2022, ndr.) che un numero elevatissimo di notifiche sono dovute ad atteggiamenti prudenziali e non riguardano attività realmente strategiche. Agiscono come elemento che rafforza l'atteggiamento prudenziale

l'assenza di una vera e propria casistica (i provvedimenti non sono pubblici e le relazioni annuali al Parlamento sono poche di dettagli, soprattutto sulle ragioni alla base delle decisioni). Sebbene l'efficienza e la rapidità delle risposte del Dipartimento per il coordinamento amministrativo siano ammirevoli, è dubbio che l'incremento esponenziale delle notifiche possa essere arginato solo agendo sui meccanismi procedurali. Sarebbe utile definire meglio l'ambito di applicazione sostanziale della disciplina, fornendo agli operatori delle indicazioni di massima che consentano con ragionevole tranquillità di circoscrivere il novero delle transazioni rilevanti. Si potrebbero adottare veri e propri regolamenti di esenzione, ossia disposizioni che individuino in via preventiva casistiche generali che siano considerate non rilevanti. Infine, potrebbe anche essere utile pubblicare alcuni criteri generali per il calcolo delle sanzioni (in particolare, la determinazione della base di calcolo nel caso di transazioni che



coinvolgono gruppi multinazionali) così da ridurre l'incentivo a notifiche puramente prudenziali in casi che siano quasi certamente sottratti all'ambito di applicazione della normativa».

«Il mio giudizio sulle novità è per un verso positivo, ad esempio la prenotifica. Per altro verso, non credendo che per ragioni politiche si andrà mai verso una più precisa e puntuale definizione -o addirittura a una tassonomia- delle condizioni di notifica e applicazione, ci vorrebbe un maggior coordinamento con gli obiettivi di politica industriale del Paese», dice **Enrico Sisti**, partner di **Rucellai&Raffaelli**. «Non penso tanto al DL 187/22, quanto ad esempio al mondo dell'innovazione. Le start-up sono soggetti finanziariamente fragili, e il ritardo di settimane o mesi nel ciclo di investimento può metterle in difficoltà. Davvero impossibile prevedere una fast-track attribuendo rilievo alle loro necessità oggettive e al profilo degli investitori?».

«La vaghezza della casistica, la distanza tra questa e ciò che accade sul mercato della tecnologia. Il fatto che situazioni profondamente diverse sotto il profilo dell'interesse nazionale siano disciplinate sotto un ombrello comune. L'evoluzione ricorda quella della 231: nata per reprimere alcune condotte, diventa

con il tempo una sorta di legge-emporio, dove si trova di tutto». Sui correttivi Sisti taglia corto: «Ne indico 4. La previsione del regime del silenzio-assenso anche per la pre-notifica. La previsione, quantomeno, di una fast-track per start e scale-up. Una semplificazione delle procedure (presentazione del progetto industriale e del piano finan-

ziario solo in particolari casi). Infine, una indicazione di cosa sia «qualitativamente», e non «tipologicamente», strategico. Ma qui la verità è che nemmeno il legislatore lo sa, e quindi le norme sono disegnate per una sorta di pesca a strascico, con ampia discrezionalità dell'esecutivo ex-post».

«Per effetto della stratificazione normativa degli ultimi anni, la disciplina in materia di Golden Power risulta ancora caratterizzata da alcuni aspetti di non piena coerenza. Ciò ha comportato il significativo incremento delle notifiche alla Presidenza del Consiglio, prevalendo un approccio cautelativo nei casi in cui emergano dubbi sull'applicazione della normativa», dice **Valerio Mosca**, partner responsabile del Dipartimento TMT di **Legance**. «L'introduzione del meccanismo della pre-notifica ha avuto lo scopo proprio di ridurre l'incremento di notifiche formali. Sarebbe utile una diffusione più ampia delle decisioni e dei precedenti della Presidenza del Consiglio, dal momento che tale prassi decisionale potrebbe rappresentare un utile strumento di interpretazione delle norme e orientamento nella loro applicazione, nonché l'identificazione della sussistenza o meno di un obbligo di notifica di operazioni la cui riconducibilità al perimetro Golden Power sia dubbia».

«Sarebbe molto utile l'introduzione di criteri più oggettivi (criteri dimensionali) che contribuiscano a verificare la sussistenza di un obbligo di notifica Golden Power con un maggior livello di certezza. Ciò consentirebbe una riduzione delle operazioni notificate ma dichiarate al di fuori del perimetro applicati-



vo della normativa Golden Power, con una maggiore efficienza degli Uffici coinvolti nell'analisi delle stesse».

«Uno degli aspetti sicuramente più problematici della normativa sul golden power è proprio l'incertezza circa il suo effettivo perimetro di applicazione», dice

**Francesco Di Carlo**, co-managing partner di **Fivelex Studio Legale** e Tributario. «Questo aspetto induce inevitabilmente gli operatori ad effettuare una notifica ogniqualvolta vi sia anche un mero dubbio circa la sua applicabilità, per timore che siano applicate le significative sanzioni previste in caso di omessa notifica. Il che tuttavia genera un incremento dei costi per le società e gli investitori e rallentamenti nelle tempistiche necessarie per completare le operazioni. Ciò è confermato dal numero esponenzialmente crescente delle notifiche e pre-notifiche effettuate negli ultimi anni, spesso soltanto a fini prudenziali proprio in ragione dei dubbi interpretativi che la normativa solleva. Ciò è stato evidenziato anche nella «Relazione concernente l'attività svolta dal Governo in materia di poteri speciali» ove si indica che nel 2022 sono state effettuate 608 notifiche, di cui il 54% è stato considerato non rientrante nell'ambito della normativa golden power. Sarebbe auspicabile una riforma organica della materia, che non si limiti soltanto ad intervenire su singoli ambiti applicativi e che sia caratterizzata da una più precisa definizione del suo perimetro applicativo».

«Il nostro giudizio sulla disciplina è fatto di ombre e luci. E' noto che la normativa in materia di Golden Power sia andata

formandosi e via via modificandosi specialmente a partire dal periodo della pandemia. Il legislatore, ampliando il novero degli asset c.d. «strategici» e della tipologia di operazioni soggette ad obbligo di informativa al Governo, ha di fatto «rovesciato» la ratio dell'istituto, trasformando uno strumento (eccezionale) nato per il controllo degli investimenti esteri, in un meccanismo di generale monitoraggio dei beni considerati strategici e delle vicende societarie e patrimoniali che li interessano, anche in assenza di elementi extra-Ue o perfino di elementi di trans-nazionalità» spiegano **Edoardo Gambaro** e **Francesca Torricelli**, partner di **Greenberg Traurig Santa Maria**. «La normativa Golden Power ci lascia ben poche certezze interpretative, specie in un contesto nel quale è andato affermandosi nella prassi il principio: «nel dubbio, si notifica», con il risultato che - di frequente - la decisione di notificare (o di

pre-notificare) è vissuta dai clienti con parziale diffidenza. Un altro tema pratico di rilievo è quello della gestione delle tempistiche e della responsabilità congiunta per la notifica (o per la pre-notifica), che possono creare frizioni in fase di negoziazione tra le parti. Un primo passo in avanti è stato fatto con l'introduzione della procedura di «pre-notifica». Anticipare la valutazione del Governo è positivo, sia in termini di deflazione del carico gravante sulle autorità, sia di negoziazione dei contratti».

«A fronte della portata espansiva della normativa Golden Power, sono ancora molte le notifiche che continuano ad essere effettuate solo a scopo precauzio-



nale - è questo il caso per più di metà delle 496 notifiche effettuate nel 2021 - e ciò conferma che permangono margini di incertezza interpretativa», dice **Lucio D'Amario**, partner e Head of antitrust and Foreign investment practice di **Linklaters Italy**. «Anche lo strumento della pre-notifica, introdotto nel 2022, deve probabilmente ancora esprimere appieno il proprio potenziale e a questo fine potrebbe essere utile valutare di ridurre gli oneri informativi per le imprese in pre-notifica e introdurre un meccanismo di silenzio-assenso come per le notifiche formali. Manca nel procedimento, un momento in cui alle imprese venga formalmente comunicata l'esistenza di eventuali preoccupazioni da parte della Presidenza e che permetta una formale interlocuzione per tentare di trovare soluzioni condivise». Occorre «chiarire meglio quali attività e asset siano effettivamente soggetti alla normativa golden power aiuterebbe sia gli operatori sia la Presidenza, che potrebbe concentrarsi sulle operazioni di effettivo rilievo per gli interessi nazionali. Tale obiettivo potrebbe essere perseguito attraverso un più agevole ricorso allo strumento della pre-notifica anche in termini di tempistica, nonché fornendo maggiori indicazioni sull'iter motivazionale seguito dalla Presidenza nel decidere in merito alle operazioni oggetto di notifica».

© Riproduzione riservata

*Supplemento a cura  
di Roberto Miliacca  
rmiliacca@italiaoggi.it  
e Gianni Macheda  
gmacheda@italiaoggi.it*



► 6 novembre 2023



**Enrico Sisti**



**Valerio Mosca**



**Francesco Di Carlo**



**Francesca Torricelli**



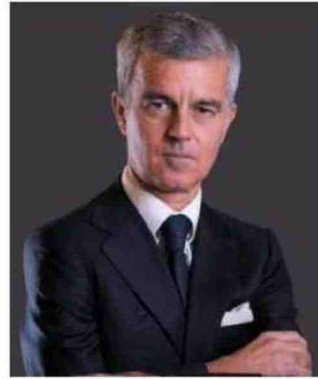
**Lucio D'Amario**



**Michele Massironi**



**Michele Carpagnano**



**Antonio Liroso**



**Leonardo Graffi**



**Davide Cacchioli**



**Simone Cadeddu**

