
MODIFICHE ALLA DISCIPLINA DEL C.D. "GOLDEN POWER": UNO STRUMENTO DI TUTELA CONTRO LE "SCALATE OSTILI"



1. Premessa

A causa della recessione derivante dalla diffusione sul territorio nazionale della pandemia da Covid-19 e del *lockdown* imposto per evitarne la diffusione, il valore delle società italiane sta subendo una

significativa riduzione: ciò potrebbe consentire a investitori esteri di acquistare a condizioni particolarmente favorevoli alcune imprese italiane, specialmente se operanti in settori particolarmente sensibili.

Tale rischio è alquanto consistente soprattutto se le società "bersaglio" non sono connotate dalla presenza di uno stabile gruppo di controllo. Per altro verso, un eventuale cambio dei soci di riferimento potrebbe avere – in prospettiva – impatti piuttosto negativi qualora la società operi in un settore strategico per l'economia nazionale.

Per tali ragioni, al fine di tutelare le imprese italiane dal rischio di **scalate ostili**, il decreto legge approvato dal Governo lo scorso 6 aprile 2020 (c.d. "Decreto Liquidità") ha apportato alcune modifiche alla normativa relativa al c.d. "*golden power*", introdotta dal d.l. n. 21 del 15 marzo 2012 e ulteriormente integrata con il d.l. n. 105 del 21 settembre 2019.

2. La disciplina sul c.d. “golden power”

La disciplina sul c.d. “golden power” prevede la facoltà da parte del Governo di esercitare **poteri speciali** al fine di **salvaguardare settori strategici e di interesse nazionale**.

Tale normativa ha segnato il passaggio nel nostro ordinamento dal principio della c.d. “golden share” a un sistema in cui al Governo sono attribuiti alcuni c.d. “golden powers”, esercitabili in caso di operazioni straordinarie riguardanti le imprese operanti nei **settori strategici** e di **interesse nazionale**, quali la **difesa** e la **sicurezza nazionale**, nonché in taluni ambiti di attività di rilevanza strategica nei settori dell’energia, dei trasporti e della comunicazione (ivi incluse, in forza del d.l. n. 105 del 21 settembre 2019, anche le reti di telecomunicazione a banda larga che sfruttano tecnologia 5G).

Più in particolare, in virtù di quanto previsto dalla menzionata normativa, il Governo italiano – allo scopo di salvaguardare gli **assetti proprietari** delle società operanti in settori strategici – ha la facoltà di:

(i) dettare **specifiche condizioni** all’acquisto, a

qualsiasi titolo, di partecipazioni in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale;

(ii) **opporsi** all’acquisto di partecipazioni da parte di un soggetto diverso dallo Stato italiano, enti pubblici italiani o soggetti da questi controllati, qualora l’acquirente venga a detenere, direttamente o indirettamente, un livello della partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere, nel caso specifico, gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale; nonché di

(iii) **porre il veto** rispetto all’adozione di determinate delibere societarie (tra le quali, ad esempio, oltre a fusioni, scissioni e liquidazione, anche la modifica di alcune clausole statutarie).

Il ricorso a tali poteri è tuttavia previsto solo in caso di un «grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale» e sempre nel rispetto dei principi di proporzionalità e

ragionevolezza (cfr. art. 1 d.l. n. 105 del 21 settembre 2019).

Pertanto, in forza della normativa in esame, chiunque intenda acquistare una partecipazione in imprese operanti in settori strategici ha **l'obbligo di notificarlo** alla Presidenza del Consiglio dei Ministri che, entro il termine di quarantacinque giorni, nel rispetto dei sopra menzionati principi, potrà opporsi all'acquisto o subordinarlo a specifiche condizioni.

In caso di violazione della procedura e/o delle condizioni sopra descritte, sono previsti specifici meccanismi sanzionatori che vanno dalla sospensione dei diritti di voto, all'invalidità degli atti compiuti, sino all'applicazione di sanzioni amministrative (di importi commisurati al valore dell'operazione e al fatturato delle imprese interessate).

3. Le novità introdotte dal decreto legge del 6 aprile 2020.

Al fine di tutelare le imprese italiane operanti in settori strategici dal rischio, sempre più attuale, di scalate ostili da parte di acquirenti stranieri, con il

c.d. "decreto liquidità", sono stati temporaneamente ampliati, **fino al 31 dicembre 2020**, i poteri speciali conferiti al Governo, prevedendo in particolare:

- la facoltà per il Governo di avviare **d'ufficio** l'esercizio di tali poteri anche per operazioni che non siano state **notificate**;
- l'estensione dei poteri speciali esercitabili del Governo a nuovi settori e, in particolare, al settore **assicurativo, creditizio, finanziario**, nonché alle infrastrutture e tecnologie critiche, tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua e la salute, l'intelligenza artificiale, la robotica, e **al settore alimentare**;
- l'estensione dei poteri speciali anche alle **operazioni intra-europee** consistenti in acquisizioni in misura superiore al 10% del capitale sociale della *target*.

Infine, sono stati altresì integrati gli obblighi di trasparenza finanziaria previsti dall'art. 120 del TUF per **consentire alla CONSOB di abbassare la soglia rilevante per le comunicazioni** (portandola al 5%) e di ampliare anche il novero delle imprese che ne sono

soggette, includendovi anche le società ad azionariato diffuso. Tale disposizione, associata al potenziamento degli obblighi di comunicazione alla Presidenza del Consiglio, consentirà di estendere la normativa relativa ai c.d. *“golden power”* anche a tutela delle **piccole e medie imprese**.

4. Alcune prime considerazioni

Ovviamente non è possibile trarre conclusioni rispetto all’impatto delle nuove norme. Tuttavia, il potenziamento dei poteri speciali conferiti allo Stato potrebbe prestare il fianco ad alcune critiche.

Infatti, l’applicazione del c.d. *“golden power”* anche alle **«piccole e medie imprese strategiche»**, sebbene sia comprensibile in una logica di tutela degli assetti proprietari delle imprese italiane operanti in settori particolarmente delicati, rischia tuttavia di ampliare eccessivamente la portata della disciplina in esame.

Sotto altro profilo, potrebbe poi rivelarsi particolarmente incisiva la facoltà riconosciuta allo Stato di esercitare il proprio c.d. *“golden power”* d’ufficio e, quindi, anche in relazione ad operazioni che non siano state notificate alla Presidenza del

Consiglio dei Ministri. Ciò comporterebbe, tra l’altro, per ciascuna operazione costi e rischi aggiuntivi dal punto di vista degli investitori, che – oltre a negoziare con la propria controparte – potrebbero doversi trovare anche ad avviare un dialogo con le autorità pubbliche. Al contempo, l’esercizio di tale potere, potrebbe comportare anche un incremento dei compiti che la Presidenza del Consiglio dei Ministri dovrebbe svolgere.

Infine, in merito all’applicazione della norma alle operazioni all’interno dell’Ue, occorre evidenziare che l’applicazione di **restrizioni a soggetti dell’Unione Europea** potrebbe essere contraria alle quattro libertà fondamentali dell’Unione (e, in particolare, alla libera circolazione dei capitali).

5. Possibili alternative: tra privato e pubblico

Sono state proposte alcune possibili misure alternative per tutelare la stabilità degli assetti proprietari delle imprese strategiche. Esse, tuttavia, si differenziano tra loro in maniera significativa, essendo l’una volta a riconoscere un maggiore peso ai soci di controllo e l’altra – al contrario – a favorire

l'ingresso dello Stato nella compagine sociale, a discapito dei "controlling shareholders".

È stato infatti proposto di modificare la disciplina relativa alla c.d. "maggiorazione dei diritti di voto", prevedendo soluzioni procedurali più agevoli rispetto a quelle attualmente in vigore, così da consentire alle società di procedere rapidamente all'emissione di azioni a voto maggiorato a favore degli attuali soci di controllo ⁽¹⁾.

D'altra parte, soprattutto con riferimento alle imprese di maggiori dimensioni, non è stato escluso un intervento diretto dello Stato, attraverso l'ingresso (in via temporanea) nel capitale sociale di tali imprese, al fine di dare supporto finanziario alle società in difficoltà a causa dall'epidemia da Covid-19.

Per il momento, tuttavia, nessuna delle possibili alternative sopra menzionate ha trovato accoglimento.

⁽¹⁾ Il riferimento è soprattutto a M. MUCCHETTI, *Più peso agli azionisti stabili contro le scalate predatorie*, e ID., *Liberare capitale per crescere senza indebitarsi*, entrambi pubblicati sul *Sole 24 ore*, rispettivamente, il 1° aprile 2020 e il 2 aprile 2020. Ma v.

6. Conclusioni

Alla luce delle modifiche apportate alla disciplina in materia di c.d. "golden power" e dell'estensione dell'ambito di applicazione dei poteri speciali dello Stato, nel corso dell'anno corrente, un numero crescente di operazioni di investimento potrà perfezionarsi solo a fronte della preventiva informazione e autorizzazione da parte dell'esecutivo.

L'auspicio è che, come è stato sinora ⁽²⁾, i c.d. "golden powers" siano esercitati in modo rigoroso, tenendo in adeguata considerazione e contemperando con equilibrio i vari interessi di volta in volta in gioco.

Matteo Miramondi - matteo.miramondi@gvalex.it

Dalila De Salvo - dalila.desalvo@gvalex.it

anche la critica a tale proposta di S. BRAGANTINI, *Moltiplicare i diritti di voto? Pericoloso separare rischio e potere*, sul *Sole 24 ore* del 4 aprile 2020.

⁽²⁾ G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale Dir. Amm.*, 2019, 5, 549

