

## Riproduzione riservata

# L'ampliamento del controllo governativo sulle acquisizioni a seguito dell'emergenza COVID 19

1. Premessa .....	1
2. La disciplina golden power .....	3
3. La disciplina emergenziale introdotta dal Decreto "Liquidità" .....	5
5. Atti da notificare.....	8
6. Gli effetti degli atti dell'operazione di acquisizione prima della autorizzazione.....	9
7. Alcuni cenni sul procedimento di controllo governativo .....	10
8. Allargamento dell'ambito di valutazione governativa.....	12
9. Valutazione di "essenzialità": alcune note a margine di un auspicabile criterio di analisi della "essenzialità" dell'asset oggetto di cessione .....	15
10. Quando l'acquirente è un soggetto ostile .....	16
11. Soggetti UE e nazionali – verifica della abilità a garantire il servizio.....	17
12. Le valutazioni sulle acquisizioni di minoranza da parte di soggetti non UE .....	18
13. Coerenza a costituzione della disciplina emergenziale, e alcune soluzioni interpretative più costituzionalmente orientate.....	18
14. Golden Power nazionale e disciplina comunitaria.....	21
15. Criticità della disciplina.....	23
16. Alcune valutazioni conclusive.....	26

\*\*\*

## 1. Premessa

Con i recenti provvedimenti emergenziali la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha apportato rilevanti modifiche alla disciplina del controllo, da parte dello Stato, di operazioni di acquisizione di asset produttivi considerati di carattere strategico per gli interessi nazionali.

In particolare il Decreto Legge 8 aprile 2020 ("Decreto Liquidità") ha introdotto una serie di previsioni volte a estendere l'ambito di operatività della disciplina Golden Power <sup>(1)</sup>. Trattasi di poteri speciali di controllo preventivo che consentono alla Presidenza del Consiglio dei Ministri di opporsi o fissare particolari condizioni all'acquisto di partecipazioni da parte di qualsiasi soggetto diverso dallo Stato (o enti pubblici), in imprese che svolgano attività considerate di rilevanza strategica per gli interessi nazionali.

---

<sup>1</sup> Per una prima analisi della disciplina si rinvia a Perrino M., *Golden Power, emergenza Covid-19 e spirito del tempo*, in *Giustizia insieme*, 2020, Donativi V., *I Golden power nel "D.L. Liquidità"*, in *Crisi d'impresa e Insolvenza*, 2020 p. 8 Pollastro I., *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (golden power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di M.Irrera, Torino, Regolazione, Etica e Società - Centro Studi D'impresa, p. 80 ss. Per una analisi generare della disciplina golden power si rinvia a DONATIVI V., *Golden Powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019.

In ragione dell'attuale crisi provocata dalla pandemia, il legislatore emergenziale ha ampliato il novero delle operazioni soggette a controllo preventivo, sia aumentando il numero di settori economici considerati strategici (e dunque estendendo l'obbligo di notifica per quelle operazioni che su tali nuovi settori impattino), sia allargando l'ambito dei soggetti tenuti all'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio, sottoponendo, in concreto, qualunque soggetto (anche comunitario) che acquisisca un asset in un settore strategico (dunque anche un soggetto comunitario e in alcuni casi persino nazionale) a un obbligo di notifica e una correlativa soggezione a controllo preventivo dell'operazione.

Da rilevare come prima della riforma tali obblighi erano di regola previsti solo per entità extra UE.

La riforma emergenziale peraltro ha introdotto un ulteriore obbligo di notifica a carico di soggetti acquirenti non comunitari per l'acquisto di partecipazioni di minoranza superiori al 10% in società operanti nei settori considerati strategici, così come qualunque acquisto di partecipazioni in tali società che dia luogo ad un incremento di una partecipazione rispettivamente del 15%, 20%, 25% o 50%. L'obbligo di notifica in tal caso è tuttavia limitato a operazioni di valore superiore al milione di Euro.

Tale novella legislativa emergenziale ha carattere temporaneo (dovrebbe valere fino al 31 dicembre 2020).

Tuttavia la perduranza degli effetti della pandemia ha di recente indotto gli organi governativi a ipotizzare un'estensione della disciplina.

Nel frattempo, in data 11 ottobre 2020 è entrato definitivamente in vigore il Regolamento (UE) 2019/452; tale disciplina comunitaria pur consigliando i singoli stati membri ad adottare adeguate misure di controllo su investimenti in imprese dell'Unione da parte di entità facenti capo a paesi terzi, si preoccupa di favorire forme di coordinamento a livello unionale di tali forme di controllo (comunque riservate agli stati membri).

Con il presente scritto s'intende descrivere, senza alcuna pretesa di completezza, la disciplina in esame, individuando per grandi linee i settori soggetti a controllo e le principali regole delle procedure di controllo, per poi svolgere alcune considerazioni sul tipo di valutazioni che la Presidenza del Consiglio dovrebbe esser chiamata a svolgere nel valutare le operazioni notificate. In una parte conclusiva verranno individuate alcune possibili criticità della procedura di controllo, con riferimento a possibili profili di potenziale non coerenza della disciplina con il diritto comunitario e con alcuni principi costituzionali.

Tali osservazioni verranno utilizzate, senza alcuna pretesa di sistematicità, per individuare auspicabili interventi di riforma volte a far confluire la disciplina emergenziale verso un auspicabile regime ordinario.

## 2. La disciplina golden power

Tale riforma, così come sinteticamente sopra descritta, si inserisce nell'ambito di una disciplina, riassuntivamente definita come “Golden Power”, introdotta da una serie di disposizioni che dal 2012 a oggi hanno previsto obblighi di notifica preventiva per operazioni di acquisizione che, riguardando settori considerati strategici per l'interesse nazionale, necessitano di un vaglio preventivo da parte della Presidenza del Consiglio <sup>(2)</sup>.

In particolare, la disciplina Golden Power introdotta con il D.L. 15 marzo 2012, n. 21 <sup>(3)</sup>, ha sottoposto a controllo preventivo da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri operazioni di acquisizione da parte di soggetti non UE di asset rilevanti per la difesa e per la sicurezza nazionale, nonché asset di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni <sup>(4)</sup>.

In via generale si è ritenuto opportuno sottoporre a scrutinio preventivo della Presidenza del Consiglio dei Ministri l'acquisizione da parte di soggetti non comunitari di società operanti in settori strategici <sup>(5)</sup> per verificare se la perdita di controllo da parte di

---

<sup>2</sup> Va ricordato che l'art. 2 del Decreto-Legge 31 maggio 1994, n. 332 (conv. in l. 30 luglio 1994, n. 474) prevedeva, in estrema sintesi, la facoltà per lo Stato di esercitare poteri speciali nel caso di privatizzazione di società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e di altri pubblici servizi. Tali poteri speciali sono stati dichiarati incompatibili con il diritto dell'Unione Europea dalla Corte di Giustizia con la sentenza C-326/07 del 26 marzo 2009 in quanto in contrasto con gli articoli 43 CE e 56 dell'allora vigente Trattato CEE. Tale disciplina riguardava comunque l'esigenza dello Stato Italiano di poter disporre di poteri di *corporate governance* su società pubbliche privatizzate, disciplina dunque affine ma strutturalmente diversa dalla normativa in esame. A differenza delle *golden shares* che riguardavano esclusivamente le società privatizzate, i *golden power* sono poteri esercitabili a prescindere dal fatto che siano coinvolte società attualmente o precedentemente partecipate dallo Stato o da una pubblica amministrazione. Tale poteri vengono esercitati su operazioni di acquisizione tra soggetti privati al fine di verificare se queste ultime comportino una minaccia di un grave pregiudizio agli interessi essenziali della difesa, dell'ordine pubblico e della sicurezza nazionale, all'integrità e alla sicurezza delle reti di telecomunicazione o all'interesse nazionale, potendo in buona sostanza incidere in una serie di ulteriori settori economico-imprenditoriali ritenuti di rilevanza strategica.

<sup>3</sup> D.L. 15 marzo 2012, n. 21 convertito dalla L. 11 maggio 2012, n. 56.

<sup>4</sup> L'art. 1 del D.L. 21/2012 ha previsto un obbligo di notifica preventiva per tali operazioni e la possibilità per il Presidente del Consiglio dei Ministri di bloccare o sottoporre a eventuali misure quelle operazioni idonee ad arrecare minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali della “difesa e della sicurezza nazionale” o “per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti”.

<sup>5</sup> Un primo settore definito dalla normativa è quello dei beni e servizi per impieghi militari. Per questo tipo di operazioni il principale rischio è individuato nella possibilità che una potenza straniera (sia esso uno stato ovvero un'entità che di questa sia diretta o indiretta promanazione) acquisisca il controllo di società nazionali che realizzino prodotti o servizi impiegati ad esempio anche dalla difesa nazionale dalla NATO o da paesi

una impresa nazionale (o comunitaria) a beneficio di una impresa non UE, possa pregiudicare gli interessi nazionali.

Il succedersi dei vari interventi legislativi di primo e secondo grado in materia, ha reso complesso il quadro normativo di riferimento; in particolare, gli originari ambiti di applicazione della disciplina in esame (difesa, energia) sono stati via via progressivamente ampliati.

Nel 2017 <sup>(6)</sup>, sono stati ricompresi nell'ambito delle aree strategiche soggette a controllo governativo, i settori ad alta intensità tecnologica ed è stato previsto che tra gli stessi debbano farsi rientrare (con elencazione esemplificativa ma non esaustiva): a) le infrastrutture critiche o sensibili (tra queste l'immagazzinamento e gestione dati ed infrastrutture finanziarie); b) le tecnologie critiche (compresa l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, le tecnologie con potenziali applicazioni a doppio uso - civile ma con possibili impieghi militari-, la sicurezza in rete, la tecnologia spaziale o nucleare); c) la sicurezza dell'approvvigionamento di input critici; d) l'accesso a informazioni sensibili o la capacità di controllare le informazioni sensibili.

Con il D.l. 22 del 2019 <sup>(7)</sup> sono stati fatti rientrare nel novero delle attività strategiche i servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G e, con il

---

alleati. Da questo punto di vista, le valutazioni governative si concentrano principalmente sull'esistenza di segreti militari o di armi di natura strategica per la sicurezza interna o internazionale dello Stato, dell'Unione europea, della NATO o di paesi alleati prodotti dalla target, e dall'altra il rischio che l'impresa acquirente, una volta controllata da imprese che facciano capo entità ostili, possa cedere (o comunque rendere disponibili) tali segreti industriali o tali armi a dei soggetti (stati ostili, organizzazioni terroristiche) che possano impiegare queste ultime contro la sicurezza interna o internazionale dello stato. In questa prospettiva il legislatore del 2012 limitava l'obbligo di notifica preventiva solo ad acquisizioni, da parte di soggetti extra EU, definendo l'ambito del monitoraggio sostanzialmente al rischio dell'impiego di eventuali segreti militari o armi per fini illeciti o comunque non compatibile con la sicurezza interna e/o internazionale.

<sup>6</sup> L'art. 14, d.l. 16.10.2017, n. 148, conv. in l. 4 dicembre 2017, n. 172, l'art. 2 d.l. n. 21/2012 ha esteso i settori "strategici" a quelli "ad altra densità tecnologica", quali: a) le infrastrutture critiche o sensibili, tra cui immagazzinamento e gestione dati, infrastrutture finanziarie (per il significato di quest'ultima nozione si rinvia a S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 20-gennaio 2019, p. 44 ss.

<sup>7</sup> Con il D.L. n. 105/2019, il legislatore ha esteso l'applicazione della normativa attraverso un rinvio ai settori elencati nel Reg. UE n. 452/2019, facendo rientrare nei settori "strategici" la cyber sicurezza, a seguito dei noti fatti di cronaca relativi a presunti atti di spionaggio riferibili alla tecnologia 5G, prevedendo obblighi di controllo non solamente su operazioni di acquisto del controllo di società o comunque imprese (rami aziendali) che detengano asset tecnologici riferibili alle comunicazioni elettroniche e alla cyber-sicurezza, ma ha esteso l'obbligo di comunicazione preventiva all'affidamento di forniture di beni e servizi di *information and communication technology* (ICT) destinati a essere impiegati sulle reti, sui sistemi e per i servizi rilevanti. Per individuare il contenuto minimo dell'obbligo di comunicazione nel caso di specie è rilevante non tanto l'esistenza di un asset produttivo, quanto di un bene di natura materiale o immateriale che possa mettere a rischio la sicurezza delle reti. Ovviamente data la natura eminentemente tecnico valutativa dei beni la cui cessione a soggetti non UE possa potenzialmente mettere a rischio la sicurezza delle reti di comunicazione e la cyber-sicurezza, nella maggior parte delle ipotesi sarà difficile se non impossibile definire con certezza un

successivo D.l. n. 105/2019, sono stati ampliati i settori soggetti a monitoraggio preventivo includendo quelli menzionati nell'art. 4, paragrafo 1 del Regolamento UE 2019/452 (Regolamento IDE) e dunque: a) infrastrutture critiche (fisiche o virtuali), tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie, e le strutture sensibili, nonché gli investimenti in terreni e immobili fondamentali per l'utilizzo di tali infrastrutture; b) tecnologie critiche e prodotti a duplice uso, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cyber-sicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie; c) sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare; d) accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni; e) libertà e pluralismo dei media.

Tuttavia, l'operatività di tale estensione delle aree strategiche, era subordinata all'adozione di uno o più decreti del Presidente del Consiglio dei Ministri che avrebbero dovuto identificare, all'interno dei cinque macro settori (sopra descritti), quali fossero nello specifico i beni e i rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, in presenza dei quali il compimento di determinate operazioni fosse idoneo a far scattare l'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri. Tali decreti non sono stati tuttavia adottati.

### **3. La disciplina emergenziale introdotta dal Decreto “Liquidità”**

Il Decreto Liquidità, tenuto conto della necessità di un rapido intervento dettata dall'emergenza in corso, ha esteso, pur in assenza di una disciplina di secondo grado di dettaglio, i confini del controllo preventivo a tutti i settori strategici (illustrati sopra).

In particolare, fino al 31 dicembre 2020, a prescindere dall'intervenuta emanazione dei decreti attuativi, le società che detengono beni o rapporti afferenti ai predetti settori (compresi i 5 settori genericamente indicati nell'art. 4, paragrafo 1 del Regolamento UE (IDE) 2019/452 richiamati dal D.l. n. 105/2019 descritti nel precedente paragrafo), sono tenute a comunicare con apposita notifica alla Presidenza del Consiglio ogni delibera, atto o

---

obbligo di notifica, fattore che nei fatti consentirà comunque agli organi di controllo governativo, nei casi dubbi o di complessa definizione ex ante dell'obbligo di notifica, un potere di intervento ex post che come vedremo consentirà l'eventuale revoca dell'operazione di cessione.

operazione che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi strategici o il cambiamento della destinazione di questi ultimi.

Da rilevare come prima dei recenti interventi emergenziali, alcuni settori già significativamente regolati e soggetti a controllo si discuteva se rientrassero nell’ambito dei settori ove sussisteva l’obbligo di controllo da parte della Presidenza del Consiglio ai sensi della disciplina Golden Power; così il settore della finanza, delle banche e delle assicurazioni<sup>(8)</sup>. Anche tali settori, a seguito della riforma in commento, sono stati fatti rientrare dalla disciplina emergenziale, nel novero delle aree considerate come strategiche e pertanto soggette alla disciplina in commento.

#### 4. I soggetti tenuti alla comunicazione

La principale novità introdotta dal Decreto Liquidità è rappresentata dal fatto che per la prima volta, al di fuori dei settori della difesa e della sicurezza nazionale, sono soggette all’obbligo di notifica preventiva alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, anche acquisizioni di partecipazioni da parte di operatori europei. Nello specifico, il D.l. 23/2020 impone obblighi di notifica differenziati a seconda che il soggetto acquirente sia un soggetto europeo o non europeo:

Per quanto attiene al profilo soggettivo dell’obbligo di notifica, il Decreto Liquidità distingue tre diverse ipotesi:

i) **Obbligo a carico di qualunque soggetto a prescindere dalla nazionalità** - L’art. 15, comma 1, lett. a) prevede un obbligo di notifica, nei settori di cui all’art. 2, comma 5 DL 21/2012<sup>(9)</sup>, a carico degli organi amministrativi dell’impresa “target” allorché quest’ultima adotti atti, delibere od operazioni che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi o della loro destinazione. Tale obbligo di notifica sussiste a prescindere dalla nazionalità dell’impresa che acquisisce il controllo.

---

<sup>8</sup> In dottrina si è rilevato non esser chiaro se l’esplicita estensione dell’area applicativa della disciplina in tema di poteri speciali, nel contesto del “settore finanziario”, alle banche e alle assicurazioni introdotto dal Decreto Liquidità debba essere intesa come frutto di una norma meramente interpretativa, o non piuttosto come una previsione a tutti gli effetti novativa. Le due soluzioni, rileva l’autore condurrebbero a diverse soluzioni in ordine agli effetti dell’applicazione del regime *golden power* ai citati settori venuto meno il regime emergenziale del Decreto Liquidità alla data del 31 dicembre 2020 Sul punto Donativi C. I *Golden power nel “D.L. Liquidità”*, in *Crisi d’impresa e Insolvenza*, aprile 2020 p. 8. Sul punto si rinvia a SACCO GINEVRI A., *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, in *Dirittobancario.it*, aprile 2020.

<sup>9</sup> Art. 2, comma 5 DL 21/2012 così come poi ampliati dallo stesso Decreto Liquidità anche ai settori di cui all’art. 4, par. 1, lett. a), b), c), d), e) del Reg. UE 2091/452 e, dunque, oltre a energia, trasporti, comunicazioni anche **cyber sicurezza, archiviazione dati, pluralismo dei media** etc.

Da rilevare incidentalmente come all'interno di tale area potrebbero, in linea teorica, rientrare atti puramente dismissivi di asset; si pensi, tanto per esemplificare alla mera chiusura di un impianto produttivo la cui attività rientri in una delle attività considerate strategiche dal legislatore.

ii) **Obbligo a carico di imprese estere (comprese quelle la cui capogruppo ha sede nell'Unione Europea)** - L'art. 15, comma 1, lett. b) prevede un obbligo ulteriore di notifica a carico di soggetti esteri (dunque anche appartenenti all'UE) nel caso questi ultimi effettuino acquisti di partecipazioni di rilevanza tali da determinare l'insediamento stabile di detti acquirenti in ragione dell'assunzione del controllo della target.

In sintesi, ai sensi delle ipotesi esemplificate al punto i) qualunque impresa, anche italiana è soggetta all'obbligo di comunicazione qualora gli organi amministrativi della stessa adottino determinazioni di qualunque genere che diano luogo all'acquisto del controllo della società o di asset di quest'ultima da parte di terzi (ad esempio una delibera dell'assemblea straordinaria di aumento di capitale con rinuncia del diritto di opzione che dia luogo al mutamento del controllo della società), o persino nel caso in cui venga deliberata la mera dismissione di asset produttivi considerati "strategici".

In questo caso l'obbligo di notifica sarebbe in capo alla Target.

Nel caso di acquisto del controllo nelle fattispecie descritte al punto ii), se quest'ultimo è realizzato al di fuori di alcuna determinazione degli organi societari della target (ad esempio, cessione di quote del socio di controllo a favore di un terzo), l'obbligo di comunicazione è a carico del soggetto acquirente, purché quest'ultimo sia soggetto estero anche se residente (o incorporato) in uno Stato dell'Unione Europea. E' dato presumere che allorché gli organi della target non procedano a notifica, tale obbligo comunque permanga in capo al soggetto acquirente se di nazionalità non italiana.

Dunque possiamo desumere che un acquisto del controllo che veda coinvolte solo imprese e/o entità italiane (target e acquirente) non è notificabile se l'operazione non richieda atti societari o determinazioni della target (delibere sociali determinazioni del CdA ecc.) di qualunque genere che originino il passaggio di controllo, ipotesi tuttavia che ad una prima analisi appare abbastanza irrealistica.

iii) **Obbligo di comunicazione a carico di soggetti non UE per l'acquisto di partecipazioni di minoranza** - L'art. 15, comma 1, lett. b) prevede l'obbligo di notifica a carico di soggetti esteri non appartenenti all'UE. In particolare, I soggetti non europei sono, obbligati alla notifica per quelle operazioni che comportino l'acquisizione (a qualsiasi titolo)



di un valore di quote pari o superiore al 10% del capitale sociale (tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute) di una società che operi in uno dei settori strategici e l'operazione abbia un valore pari o superiore al milione di euro. L'obbligo di notifica scatta anche allorché il raggiungimento delle soglie avvenga a seguito di operazioni successive. Nello specifico, il successivo superamento di ciascuna delle soglie del 15%, 20%, 25% o 50% determina l'obbligo di una nuova notifica.

## 5. Atti da notificare

Per quanto attiene al profilo delle tipologie di atti o di operazioni soggette all'obbligo di notifica preventiva, il Decreto Liquidità dispone che fino al 31 dicembre 2020, dovranno essere notificati alla Presidenza del Consiglio dei Ministri tutti gli atti, delibere o le operazioni che siano adottate da imprese operanti nei settori "strategici" così come precedentemente descritti, che abbiano per effetto la modifica della titolarità, del controllo o della disponibilità degli asset strategici o il cambiamento di destinazione di questi ultimi. Tra gli atti oggetto di notifica devono, dunque, includersi anche le delibere riguardanti: i) la fusione o la scissione della società; ii) il trasferimento all'estero della sede sociale; iii) la modifica dell'oggetto sociale; iv) lo scioglimento della società; v) il trasferimento dell'azienda o rami di essa in cui siano compresi asset strategici o l'assegnamento degli stessi a titolo di garanzia.

Si fa dunque riferimento alla nozione di cessione del controllo esclusivo di una società o l'acquisto di un asset produttivo (cessione di ramo d'azienda) o la cessione di un bene di natura materiale o immateriale che possa mettere a rischio la sicurezza delle reti di telecomunicazione. Non è chiaro se rientri, nell'ambito dell'obbligo di notifica, anche l'acquisto del controllo congiunto da parte di un soggetto terzo di un asset produttivo, sul punto l'analisi letteraria delle disposizioni sembrerebbe escluderlo, di contro se si tiene conto della ratio della disciplina potrebbe pervenirsi a una soluzione opposta<sup>(10)</sup>.

---

<sup>10</sup> Il legislatore infatti, per la nozione di controllo fa riferimento alla definizione di cui all'art. 2359 cod. civ. che non è perfettamente allineata con la nozione di controllo "antitrust", dato che la nozione codicistica fa comunque riferimento al controllo espresso in sede assembleare, mentre la nozione di controllo antitrust ricomprende forme di influenza che, per quanto non comportino il controllo nell'assemblea dei soci, nondimeno permettono la facoltà di incidere sulle scelte gestionali della società; così ad esempio sussiste controllo (secondo la disciplina delle concentrazioni) allorché una soggetto possa, grazie a norme dello statuto o disposizioni contenute in patti parasociali, disporre di un potere di veto su scelte gestionali della Società (ad esempio approvazione del budget annuale del business plan in sede di consiglio di amministrazione), pur non avendo alcuna maggioranza assoluta o anche relativa nell'assemblea dei soci e/o del consiglio di amministrazione. Tale tipo di influenza (che rientra nella nozione di controllo -congiunto- antitrust) potrebbe non rientrare nella nozione di controllo di cui all'art. 2359 Cod. civ. evocato dalla disciplina in commento per determinare gli obblighi di comunicazione.



La disciplina in oggetto invece non sembrerebbe escludere la comunicabilità delle operazioni “intragruppo”. Sul punto va tuttavia rilevato che un progetto di riforma prevede l’esclusione dell’obbligo di notifica per operazioni di concentrazione tra entità economiche che appartengono al medesimo gruppo d’imprese. Da rilevare che se la preoccupazione consiste nel mantenere determinati asset strategici nel territorio nazionale, anche una operazione infragruppo (ad esempio trasferimento di un asset nazionale ad altra consociata del gruppo posta al di fuori del territorio nazionale o Unionale) potrebbe essere meritevole di scrutinio, tenendo conto della ratio complessiva della disciplina.

## **6. Gli effetti degli atti dell’operazione di acquisizione prima della autorizzazione**

Il legislatore nulla dice in ordine agli effetti degli atti negoziali sopra descritti, pendente la procedura di notifica; in particolare non sembrerebbe sussistere alcun meccanismo di sospensione degli effetti né obblighi di *standstill*; tuttavia in questi casi il condizionale è d’obbligo, dato che qualora la Presidenza del Consiglio dei Ministri dovesse sollevare obiezioni sulla operazione, questa potrebbe non solo prescrivere eventuali impegni, ma vietare quest’ultima. Nel caso di divieto, chiosa il legislatore, tutti gli atti compiuti per la realizzazione dell’operazione vietata saranno nulli <sup>(11)</sup>.

Sussistendo gli obblighi di notifica dopo la stipula dei contratti, si può legittimamente dubitare che questi possono subire una “decretatoria di nullità” *ex post* emessa sulla base di una valutazione comunque discrezionale che si traduce in un provvedimento emesso da un organo amministrativo.

E’ da ritenere, a una prima superficiale analisi, che tali contratti /atti negoziali societari non potranno di certo ritenersi *ex ante* nulli né affetti *ab origine* da vizi di sorta, salvo l’ipotesi che l’operazione venga successivamente vietata <sup>(12)</sup>.

In quest’ultimo caso appare, tuttavia, ragionevole individuare un’eventuale inefficacia *ex lege* successiva di tali contratti (quantomeno nell’ambito del territorio italiano), disposta dal

---

<sup>11</sup> Il legislatore (art. 1 comma 4, e art 2 comma 4 DL 21/2012) chiarisce che le operazioni attuate in violazione di tali disposizioni sono nulle e, nel caso in cui l’impresa notificante abbia iniziato l’esecuzione del contratto o dell’accordo oggetto della notifica prima che sia decorso il termine per l’esercizio dei poteri speciali, la Presidenza del Consiglio dei Ministri nel provvedimento di esercizio dei predetti poteri, può ingiungere all’impresa di ripristinare a proprie spese la situazione anteriore all’esecuzione del predetto contratto o accordo.

<sup>12</sup> Va detto che comunque rilevato per prassi le operazioni di acquisizione prevedono una clausola di sospensione degli effetti dell’operazione sino all’ottenimento di tutte le autorizzazioni permessi e clearance rilasciate dalle competenti autorità regolatorie.

provvedimento di divieto, dato che la disciplina della nullità presuppone comunque un vizio *ab origine* dell'atto che nel caso di specie non è dato rivenire per le ragioni sopra sommariamente esemplificate.

## 7. Alcuni cenni sul procedimento di controllo governativo

La notifica deve essere eseguita dall'impresa target entro 10 giorni dall'adozione della determinazione societaria che dia luogo alla modifica del controllo ovvero, nel caso di acquisto di partecipazioni che conferiscono controllo, dall'acquirente (di nazionalità non nazionale), nel termine di dieci giorni dall'acquisto. Il Presidente del Consiglio dei Ministri dispone di 45 giorni per opporre il proprio veto all'operazione o per imporre specifiche misure <sup>(13)</sup>.

L'art. 16, comma 1, lett e) del Decreto Liquidità prevede la possibilità per il competente Gruppo di Coordinamento Interministeriale di richiedere a pubbliche amministrazioni, enti pubblici o privati, imprese o altri soggetti terzi di fornire informazioni e di esibire documenti <sup>(14)</sup>. A seguito della notifica dell'operazione (realizzata mediante la trasmissione alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, Dipartimento per il Coordinamento Amministrativo ([notificagp@pec.governo.it](mailto:notificagp@pec.governo.it)) di un formulario debitamente compilato (scaricabile dal sito <http://www.governo.it/it/dipartimenti/dip-il-coordinamento-amministrativo/dica-att-goldenpower-moduli/9297>), la Presidenza del Consiglio dei Ministri entro 45 giorni può decidere in ordine all'operazione comunicata.

Una volta spirato il termine di quarantacinque giorni senza che la Presidenza del Consiglio dei Ministri sia intervenuta, si desume implicitamente il rilascio della clearance sull'operazione notificata <sup>(15)</sup>. La Presidenza del Consiglio dei Ministri nel corso del

---

<sup>13</sup> La L. 133/2019 ha previsto, inoltre, una serie di modifiche di carattere generale, tra questi l'allungamento del termine per l'esercizio dei poteri speciali da parte del Presidenza del Consiglio dei Ministri che è passato da 15 a 45 giorni, con facoltà della Presidenza del Consiglio dei Ministri di richiedere integrazioni non solo all'impresa, ma anche di formulare richieste istruttorie a soggetti terzi (in tali casi, il termine per l'esercizio del potere di veto – di quarantacinque giorni, come modificato - è sospeso fino al ricevimento delle informazioni richieste, rispettivamente di 10 e/o 20 venti giorni). La norma ha infine ridefinito il concetto di “soggetto esterno all'Unione europea” per tutti i settori, conformemente a quanto già introdotto con il D. L. n. 22/2019 del 25 marzo, precisando i criteri per determinare se un investimento estero è suscettibile di incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico (nuovo comma 5-bis dell'Art. 2 d.l. 21/2012).

<sup>14</sup> Ai medesimi fini, è prevista altresì la possibilità di stipulare convenzioni o protocolli di intesa con istituti o enti di ricerca, per instaurare forme di collaborazione stabile e rafforzare gli strumenti di intelligence preordinati ad un efficace esercizio del Golden Power.

<sup>15</sup> Il Decreto Liquidità ha infatti ulteriormente rafforzato i poteri di intervento statale, prevedendo che, in caso di violazione degli obblighi di notifica (di cui agli artt. 1 e 2 del D.l. 21/2012), la Presidenza del Consiglio dei Ministri possa instaurare d'ufficio il procedimento finalizzato al controllo e all'eventuale esercizio del

procedimento può formulare una richiesta d'informazioni supplementare alle parti, così come a soggetti terzi; nel primo caso il termine di conclusione del procedimento viene prorogato di 20 giorni dalla data di ricezione delle risposte fornite dalle parti (ovviamente nel caso in cui le informazioni e in genere le risposte fornite siano complete). Quest'ultima può anche richiedere informazioni a terzi; in tal caso, il termine di chiusura del procedimento viene sospeso e un ulteriore proroga del termine di 10 giorni è prevista a decorrere dalla data di ricezione delle informazioni fornite da terzi. La proroga di 20 e 10 giorni sopra indicati può essere disposta solo una volta; pertanto la durata massima del procedimento è di 75 giorni (sommata ai giorni necessari ai soggetti ai quali le richieste sono state formulate, di rispondere in modo completo a queste ultime).

Nel caso di consultazioni con la Commissione europea relativamente a un procedimento in corso (ai sensi delle disposizioni del Reg. 452/2019) la Presidenza del Consiglio può disporre un ulteriore proroga del procedimento <sup>(16)</sup>.

La decisione di diniego ovvero di autorizzazione condizionata all'adozione di misure e/o impegni, è impugnabile presso il TAR del Lazio. Probabilmente anche la decisione di clearance è impugnabile, anche se l'amministrazione non sembrerebbe essere obbligata a emettere un provvedimento motivato.

Non è prevista alcuna pubblicazione né delle notifiche effettuate, né di un estratto dell'operazione, così come non è disciplinato alcun meccanismo di comunicazione e pubblicazione, con riferimento alle clearance ovvero alle decisioni di divieto o autorizzazione con misure (tali decisioni sono riportate da una relazione annuale pubblicata dalla Presidenza del Consiglio anche diversi mesi dopo l'adozione della decisione); ciò rende maggiormente problematica la tutela dei terzi contro interessati, i quali con difficoltà potranno partecipare al procedimento, intervenire nella eventuale successiva fase di revisione giurisdizionale della decisione ovvero agevolmente impugnare una eventuale decisione di clearance rilasciata con il meccanismo del silenzio assenso.

Va rilevato che in caso di mancata notifica, la Presidenza del Consiglio dei Ministri potrà avviare d'ufficio il procedimento nei 45 giorni successivi alla conoscenza

---

Golden Power. In questi casi, il termine per la conclusione del procedimento (di 45 giorni o 30 nel caso di reti di telecomunicazione 5G) inizia a decorrere non dalla conclusione dell'operazione, bensì dal termine dell'attività di accertamento della violazione dell'obbligo di notifica.

<sup>16</sup> Da alcune informazioni informalmente acquisite presso la presidenza del Consiglio tale termine di proroga verrà fissato in 30 giorni.

dell'operazione non notificata <sup>(17)</sup>. In ogni caso, la violazione dell'obbligo di notifica comporta l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria fino al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'1% del fatturato cumulato realizzato dalle imprese coinvolte nell'operazione non notificata, nell'ultimo esercizio finanziario approvato <sup>(18)</sup>. Per la dosimetria della sanzione si terrà conto dei criteri di cui alla l. 689 del 1981.

## 8. Allargamento dell'ambito di valutazione governativa

La principale preoccupazione che sta a fondamento della legislazione emergenziale in commento sostanziata sia nell'allargamento delle aree strategiche, sia dei soggetti tenuti all'obbligo di notifica, è che la pandemia ha reso particolarmente fragili importanti settori produttivi di una serie di servizi essenziali (si pensi ai prodotti farmaceutici, ai presidi medici, alla filiera agro alimentare, alla logistica, al trasporto e alla distribuzione) il cui funzionamento è essenziale per garantire a cittadini europei e/o nazionali servizi essenziali.

Da rilevare come tale preoccupazione è emersa a livello comunitario; in particolare la Commissione, a seguito dei primi gravi impatti che la pandemia ha provocato all'interno dell'Unione, ha esortato, gli stati membri ad adottare cautele esercitando poteri di controllo sulle acquisizioni di asset europei da parte di soggetti esteri <sup>(19)</sup>

---

<sup>17</sup> E dato desumere che in caso di mancata notifica la Presidenza del Consiglio potrà avviare istruttoria nei 5 anni successivi al perfezionamento dell'operazione comunicata, operando per il caso di specie il termine ordinario di prescrizione quinquennale di cui all'art. 28 Legge 24 novembre 1981, n. 689.

<sup>18</sup> L'art. 2 del D.L. 21/2012 prevede a carico dei soggetti i quali non adempiano all'obbligo di notifica, una sanzione amministrativa pecuniaria fino al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'1% del fatturato cumulato realizzato dalle imprese coinvolte nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio. Con riferimento al settore 5G, il D.L. n. 105/2019 ha previsto una sanzione amministrativa pecuniaria fino al 150 per cento del valore dell'operazione e, comunque, non inferiore al 25 per cento del medesimo valore.

<sup>19</sup> Tale intervento segue direttamente l'invito rivolto dalla Commissione europea, la quale, con la Comunicazione del 26 marzo 2020, ha esortato gli Stati membri "...ad avvalersi appieno, sin da ora, dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti", fermo restando l'interesse dell'Unione Europea a favorire gli investimenti esteri che costituiscono fattori di incremento della competitività, innovazione e occupazione all'interno dell'UE. In dottrina si è sostenuto che la disciplina Golden Power (peraltro invocata dalla Commissione europea) uno dei primi e più organici tentativi di affermare una nuova sovranità europea nell'arena economica globale, eventualmente declinabile anche in chiave protezionistica NAPOLITANO G., *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*.it, 2019). Da valutare se certe fughe in avanti dei legislatori nazionali possano avere il non desiderato obiettivo di minare alcuni principi cardine dell'unione europea favorendo posizioni protezionistiche nazionali incompatibili con i principi ispiratori dell'Unione Europea.

Data la difficoltà provocata anche dai vari provvedimenti di *lockdown*, molte imprese operanti in tali servizi essenziali si teme possano trovarsi in situazioni di difficoltà e pertanto divenire molto più contendibili <sup>(20)</sup>.

In estrema sintesi, la legislazione emergenziale si propone di evitare che la pandemia possa favorire comportamenti “predatori” da parte di soggetti che, essendo dotati di adeguata capienza patrimoniale e finanziaria, potrebbero acquisire più agevolmente il controllo di società o asset produttivi strategici a prezzi peraltro al di sotto rispetto ai normali valori di mercato <sup>(21)</sup>. Tale rischio viene considerato particolarmente grave allorché eventuali operazioni di acquisto di imprese o asset produttivi riguardino filiere concernenti beni e servizi primari, sempre che tali asset possano essere soggetti a controllo o di soggetti non in grado di (o non interessati) a:

- a) garantire il livello essenziale della produzione di beni e/o servizi essenziali, ovvero
- b) nel caso di soggetti riferibili a eventuali potenze ostili, possano cogliere l’occasione per acquisire un controllo stabile su asset nazionali (o intra-unionali) essenziali per fini strategici.

Il punto di vera svolta della disciplina Golden Power, così come riformata dalla normativa emergenziale nazionale in commento, nasce dal fatto che il rischio che si intende fronteggiare non viene individuato solo da una ingerenza di entità ostili all’Unione Europea (o che non garantiscano reciprocità) su attività imprenditoriali intra europee e/o nazionali considerate di valore strategico <sup>(22)</sup>, ma dalla necessità di fronteggiare una assunta debolezza

---

<sup>20</sup> In particolare, un’impresa in una situazione di crisi congiunturale provocata dalla pandemia potrà essere costretta, nel caso in cui non riesca a fronteggiare ipotizzabili problemi di significativa riduzione di fatturato e di crisi di liquidità, a sopravvivere o consentendo aumenti di capitale da parte di nuovi investitori, o cedendo asset di particolare valore economico, ovvero cedendo il controllo ad altra entità (ad esempio tramite una fusione) patrimonialmente capiente.

<sup>21</sup> Per le preoccupazioni di una debolezza dell’imprenditoria nazionale nei confronti delle grandi multinazionali che disponendo di risorse ingenti possono agevolmente acquisire il controllo di campioni nazionali dalla spesso ridotta capitalizzazione si rinvia a SACCO GINEVRI A., *L’espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, p. 151 ss. e MANCIULLI A., *Golden power, interesse nazionale e cultura della sicurezza economica*, in AA.VV., *Golden power*, cit., p. 136 ss. Da questo punto di vista un’ulteriore tipologia di soggetto ostile oltre agli stati nazionali viene individuato nelle imprese multinazionali di grandi dimensioni.

<sup>22</sup> La Presidenza del Consiglio dei Ministri è tenuta a valutare l’eventuale sussistenza di motivi oggettivi che facciano presupporre la possibilità che vi siano legami tra l’acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che abbiano rapporti con organizzazioni criminali. Al fine di vagliare il pericolo di pregiudizio, oggetto di valutazione sarà anche la provenienza dell’acquirente e, in particolare, a) se l’acquirente sia direttamente o indirettamente controllato dall’amministrazione pubblica, compresi organismi statali o forze armate, di un Paese non appartenente all’Unione europea, anche attraverso l’assetto proprietario o finanziamenti consistenti; b) che l’acquirente sia già stato coinvolto in attività che incidono sulla sicurezza o sull’ordine pubblico in uno Stato membro dell’Unione europea; c) che vi sia un grave rischio che l’acquirente intraprenda attività illegali o criminali.

congiunturale (provocata e/o aggravata pandemia) di intere filiere produttive relative a beni e servizi essenziali. Si teme che tale debolezza possa favorire l'acquisizione di tali asset da parte di soggetti (sia non EU, sia comunitari e in taluni casi persino nazionali) che per le più disparate ragioni non siano in grado di (o comunque per le più diverse ragioni non intendano) garantire, in uno scenario post-concentrazione, la prestazione adeguata di tali servizi ritenuti necessari/essenziali per la collettività nazionale.

La *ratio* di tale intervento legislativo ha pertanto un impatto rilevante anche sul tipo di valutazione che il controllo governativo dovrebbe in linea teorica svolgere, quest'ultimo non solamente rivolto a verificare se gli acquirenti degli asset essenziali siano potenze ostili ovvero imprese di matrice governativa di stati che non garantiscano un accettabile livello di reciprocità, ma anche finalizzato a monitorare l'adeguatezza del soggetto che procede all'acquisto del controllo a garantire la fornitura di beni/servizi offerti dalla target in uno scenario post concentrazione.

Un esempio potrà chiarire tale assunto; se si cede il controllo di una società concessionaria di un servizio di distribuzione di energia elettrica, occorrerà verificare non solo che tale asset non passi in mani ostili, ma anche che la società risultante dall'operazione (o che acquisirà l'asset) riuscirà a offrire comunque il servizio in modo tale da evitare gravi anomalie a danno degli utenti (ad esempio rischi di interruzione del servizio). Il pregiudizio può derivare non solo da potenze ostili extra UE, ma da qualunque soggetto anche intra comunitario che, per i più svariati motivi (anche di mera scelta commerciale), acquisendo il controllo d'impresе operanti in servizi essenziali, possa non garantire il servizio, a detrimento dell'interesse pubblico a che quel servizio continui ad essere effettuato in modo "regolare".

Proprio tale cambiamento di filosofia ispiratrice, introdotto dalla disciplina emergenziale, spiega le rilevanti modifiche introdotte innanzitutto con riferimento all'ipertrofico ampliamento dei settori economici considerati "strategici", ma anche e soprattutto l'allargamento sotto il profilo soggettivo delle operazioni sottoposte a notifica, includendo qualunque soggetto anche di matrice comunitaria (fattore che riteniamo quantomeno in una situazione non emergenziale sollevi non pochi problemi di compatibilità con i principi cardine dell'Unione Europea, oltre che con il Regolamento 452 del 2019 recentemente entrato in vigore - che disciplina il controllo degli investimenti esteri

diretti nell'Unione Europea) che sembrerebbe far riferimento ad acquisti di entità facenti riferimento a stati terzi, per tali dovendosi intende, riteniamo solo entità extra-UE) <sup>(23)</sup>.

## **9. Valutazione di “essenzialità”: alcune note a margine di un auspicabile criterio di analisi della “essenzialità” dell’asset oggetto di cessione**

Con riferimento alla valutazione se la società o ramo d’azienda oggetto di acquisizione svolga un’attività imprenditoriale essenziale, occorrerà accertare se l’asset produttivo dell’impresa target, rientrando in uno dei settori “sensibili”, sia oggettivamente necessaria per garantire la stabilità della produzione di un bene o servizio essenziale.

Riteniamo tuttavia che i poteri di blocco o imposizione di impegni di qualunque genere non possano essere esercitati se non viene provata l’essenzialità dell’asset, salvo conferire alla Presidenza del Consiglio un potere indefinito di incidenza sulle scelte economiche imprenditoriali delle imprese.

In particolare riteniamo tale valutazione vada compiuta non in linea teorica, ma considerando le specifiche peculiarità dell’attività effettivamente svolta dalla impresa oggetto di acquisizione. Così, ad esempio, se l’impresa target gestisce una filiera di logistica e approvvigionamento di prodotti alimentari essenziali, occorrerà verificare, in un’ipotesi controfattuale, cosa avverrebbe alla filiera se quel servizio dovesse cessare o essere drasticamente ridotto. Occorre, in particolare, verificare se la cessazione di quel servizio possa avere un impatto diretto sulla fornitura di tali beni, con effetti reali e apprensibili sull’approvvigionamento (con penurie che potrebbero, ad esempio, negare a un numero significativo di consumatori finali l’approvvigionamento e/o con effetti gravi di penuria di prodotti e eventuali significativi incrementi del prezzo al dettaglio).

Nell’ipotesi esemplificata, un profilo centrale dell’analisi riguarda la precisa definizione del mercato del servizio (della filiera) e dei mercati a monte e a valle e soprattutto il valore

---

<sup>23</sup> In dottrina (Di VIA L. Leone P. *Controllo degli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s’ha da fare, in Mercato Concorrenza Regole, Rivista quadrimestrale* 1/2020, pp. 99-118) si è rilevato che la disciplina *golden power*, mantiene molto ampi i margini di discrezionalità a disposizione del governo nel decidere l’attivazione dei poteri speciali, conferendo all’esecutivo una delega di poteri “in bianco” cui esercizio richiede una rigorosa osservanza dei principi di proporzionalità ed adeguatezza. E’ da valutare se il legislatore possa conferire al governo una delega in bianco del genere al di fuori di una situazione emergenziale senza violare fondamentali principi costituzionali e dell’Unione Europea.



di tale filiera nell'ambito dei volumi totali (e/o del valore complessivo) del mercato; ad esempio, se la distribuzione riguarda volumi limitati sarà verosimile che quell'asset non sia strategico in concreto, altra è la conclusione se l'asset movimenti volumi significativi rispetto al totale del valore dei mercati del prodotto e geografici interessati, di modo che una eliminazione di quel servizio potrebbe con buona probabilità avere un impatto notevole sul servizio e sui consumatori finali <sup>(24)</sup>.

## 10. Quando l'acquirente è un soggetto ostile

Una volta accertata l'eventuale strategicità dell'asset dell'impresa target, l'amministrazione sarà tenuta a valutare se il soggetto acquirente (immaginiamo non UE) sia riconducibile a stati ostili che possano avere interesse a gestire tale asset per fini ricattatori o comunque per perseguire non la massimizzazione del profitto, ma fini di carattere strategico in contrasto con gli interessi europei e/o nazionali <sup>(25)</sup>. L'amministrazione dovrà anche accertare se l'acquirente sia riconducibile a uno stato non UE che non garantisca condizioni di reciprocità (ad esempio l'impresa acquirente ha sede

---

<sup>24</sup> In Dottrina (Di Via L, Leone P. *cit.* si è rilevato che "... la modalità concreta per dare contenuto e limite interno alla discrezionalità offerta dalle norme, in linea con i principi posti dalla normativa e giurisprudenza europee, sia la necessaria considerazione in sede di esercizio del potere delle dinamiche del mercato e della tutela di un ambiente competitivo, perseguendo la soluzione meno restrittiva per raggiungere l'obiettivo di interesse generale. In altre parole, l'operatività in concreto del limite interno, deve essere realizzata attraverso il rafforzamento, nell'ambito della procedura avviata dal governo, delle valutazioni tecniche relative alla struttura del mercato e alle sue dinamiche". La tesi è condivisibile anche se tale rimedio non elimina comunque l'ontologia antinomia di un vaglio delle dinamiche di concorrenza con le esigenze di "difesa" degli asset nazionali, e non chiarisce alla fine quale sia il criterio da seguire nel caso in cui l'assunto interesse nazionale si ponga in palese contrasto con una operazione che non produce effetti restrittivi della concorrenza ovvero produca persino effetti pro-competitivi. Lo stesso Autore rileva che il controllo antitrust delle concentrazioni (ad esempio in presenza di decisioni con impegni) potrebbe in lieve teorica entrare in cortocircuito con le decisioni governative in sede di esercizio di poteri "Golden Power" che comunque non persegue in alcun modo fini di tutela della concorrenza, ma per certi versi persegue finalità di "protezione" quasi oppostive rispetto alla tutela della concorrenza.

<sup>25</sup> Alcuni autori ricollegano il proliferare di discipline volte a incrementare lo "... scrutinio degli investimenti esteri da parte dei governi nazionali", anche quale "... risultato della sempre più evidente 'guerra fredda', economica e tecnologica, in atto tra Stati Uniti e Cina" (Napolitano G., *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giorn. amm.*, 2019, p. 550). In particolare l'autore puntualizza che v'è il rischio che "... valutazioni geopolitiche assunte in solitudine" espungano i singoli Stati a "... diventare pedine spesso inconsapevoli della guerra fredda in atto tra Stati Uniti e Cina" nel più vasto gioco planetario, ingombro dei colossi dell'era attuale (cfr. G. Napolitano, *op.cit.*, 551). La tendenza a una difesa nazionale da investimenti esteri si è diffusa e si sta ulteriormente rafforzando in tutti gli stati per una visione comparatistica del fenomeno si rinvia a Scarchillo G., *Dalla Golden Share al Golden Power: la storia infinita di uno strumento societario. Profili di diritto europeo e comparato*, in *Contr. impr. Eur.*, 2015, p. 619 ss.). Per alcune valutazioni le implicazioni sul piano "politico" e delle relazioni internazionali, della disciplina Golden Power si rinvia a ARESU A., *Golden power e interesse nazionale: tra geodiritto e geotecnologia*, in AA.VV., *Golden Power*, a cura del DIS (Dipartimento delle informazioni per la sicurezza), Roma, 2019, p. 116 ss.

in uno stato che non consente a imprese nazionali e dell'Unione Europea di acquisire nel medesimo modo il controllo di proprie similari imprese nazionali).

Sul punto, un elemento essenziale nella valutazione riguarda l'identità e nazionalità del soggetto acquirente (il legislatore fa riferimento alla nozione di gruppo, rilevando, ai fini della determinazione della nazionalità, quella dell'impresa posta a vertice della complessa organizzazione economica). Ovviamente maggiore criticità è dato desumere se l'impresa acquirente faccia capo a uno stato straniero ostile (ad esempio se lo stato partecipa nel capitale sociale, o comunque finanzia con ricorrenti aiuti pubblici l'impresa o disponga di poteri di gestione e controllo di altro genere sulla stessa).

In questo contesto la valutazione può essere falsata se i soggetti controllanti effettivi siano in qualche modo schermati da architetture societarie, dall'uso di prestanomi o da altri strumenti che rendano oggettivamente problematico risalire ai controllanti, anche disponendo dei dati sui soggetti azionisti della *ultimate parent company*.

Da rilevare, inoltre, che quando il soggetto controllante è un fondo d'investimento, può risultare davvero problematico individuare non tanto i soggetti che gestiscono il fondo quanto gli investitori dello stesso.

## **11. Soggetti UE e nazionali – verifica della abilità a garantire il servizio**

Considerando come marginale (ma purtroppo, in questa fase eccezionale, non del tutto esclusa in linea di principio) l'ipotesi che un'impresa con sede nell'Unione Europea possa essere considerata residente in un paese ostile o che non garantisce condizioni di reciprocità, nel caso di operazioni notificate da soggetti europei lo scopo dell'analisi dovrebbe sostanzialmente incentrarsi sull'abilità dell'impresa (che abbia una valenza sostanzialmente strategica nei termini abbozzati sopra) a effettuare, in uno scenario post concentrazione, il servizio quantomeno nei medesimi termini rispetto allo scenario pre-merger.

In questo contesto, l'ambito di analisi dovrebbe estendersi al business plan della società in uno scenario post concentrazione e sulle risorse dell'impresa acquirente e sull'impiego di queste ultime per continuare lo svolgimento dell'attività considerata come essenziale.

In linea di principio, se nel *business plan* post concentrazione l'acquirente avesse intenzione di modificare il core business della target impiegando quest'ultima in altro settore magari più remunerativo, ma meno strategico, la Presidenza del Consiglio potrebbe, negare la clearance o imporre misure atte a modificare in tutto o in parte tale intendimento.

## 12. Le valutazioni sulle acquisizioni di minoranza da parte di soggetti non UE

Va infine fatto un cenno alle valutazioni da svolgere nell'ambito di acquisizione di partecipazione non di controllo da parte di soggetti non UE.

In tali contesti, la principale preoccupazione (nel caso di acquirenti facenti capo a stati ostili o che non garantiscano la reciprocità) consiste nel rischio che tali partecipazioni:

- i) siano prodromiche ad un successivo acquisto di controllo da parti di soggetti facenti capo e entità ostili;
- ii) consentano a tali entità ostili, grazie a eventuali norme, ad esempio, contenute in patti parasociali, o nello statuto, di avere la facoltà di esercitare comunque una influenza sulla società o di acquisire informazioni che possano risultare strategiche e la cui condivisione potrebbe essere dannosa per gli interessi nazionali.

## 13. Coerenza a costituzione della disciplina emergenziale, e alcune soluzioni interpretative più costituzionalmente orientate

L'estensione del controllo anche a soggetti appartenenti all'UE e persino nazionali presuppone che l'amministrazione, nell'ambito della sua funzione di controllo, sia tenuta a verificare se l'impresa, in uno scenario post concentrazione, continuerà a effettuare un servizio considerato essenziale.

Questo tipo di controllo potrebbe provocare una notevolissima limitazione alla libertà d'impresa che, magari giustificata in un periodo emergenziale, rappresenterebbe in una situazione normale una possibile violazione degli art. 41, 117 Cost. <sup>(26)</sup>; si legittimerebbe,

---

<sup>26</sup> Sul Punto si rinvia a Amato G., *Corte costituzionale e concorrenza*, in questa rivista, 3, 2017. E Libertini M., *La tutela della concorrenza nella costituzione una rassegna critica della giurisprudenza costituzionale, dell'ultimo decennio*, in questa rivista, 3, 2014. In dottrina R. NIRO, *Commento all'art. 41 Cost.*, in *Commentario alla Costituzione a cura di R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti*, UTET Giuridica 2006, 846-863 si sostiene fosse possibile desumere, sulla base delle stesse indicazioni dei costituenti, dall'art. 41 Cost. il fondamento costituzionale della libertà di concorrenza, solo con l'adesione dell'ordinamento italiano a quello comunitario si sono forniti robusti strumenti di tutela della concorrenza, e di resistenza nei confronti di quelle letture dei limiti posti all'iniziativa economica privata dallo stesso co. 2 dell'art. 41 volte a determinarne una surrettizia estensione in favore dell'intervento diretto dello Stato nell'economia, fino a giungere alla consacrazione costituzionale espressa della concorrenza, operata dall'art. 117 come modificato dalla l. cost. n. 3 del 2001, quale bene o fine o valore costituzionalmente rilevante da perseguire, assegnato alla potestà legislativa esclusiva dello Stato. Contra a M. LIBERTINI, *Concorrenza (voce)*, in *Enc. dir.*, 2010, 191-247, Giuffrè Milano, 2010, p. 196 secondo il quale l'art. 117 cost. conterebbe una norma attributiva della competenza (allo Stato), ma sarebbe neutra rispetto all'attribuzione di valore alla concorrenza.

infatti, in via ordinaria l'amministrazione governativa a imporre limiti sul modo concreto di svolgimento attività d'impresa in uno scenario post concentrazione.

Il giudice delle leggi, nel dare rilevanza costituzionale al diritto di concorrenza, ammette che quest'ultima possa subire delle limitazioni in presenza di comprovate esigenze di prevalente utilità sociale riferibili a diritti comunque costituzionalmente garantiti; a condizioni che tali limitazioni siano sorrette da un criterio di congruità e proporzionalità <sup>(27)</sup>

In linea di principio, i nuovi poteri governativi potrebbero essere visti come strumento volto a tutelare, in una fase emergenziale, una serie di interessi (sicurezza nazionale, degli approvvigionamenti essenziali, stabilità delle reti energetiche e di telecomunicazione) che possono avere rango costituzionale. Occorre tuttavia chiedersi se tali poteri di controllo così come congegnati appaiano necessari e proporzionati rispetto all'obiettivo che perseguono. Sul punto l'ampiezza e soprattutto indeterminatezza dei poteri di controllo evidenziate dalla dottrina <sup>(28)</sup> consentono di sollevare dei dubbi sulla proporzionalità ed

---

<sup>27</sup> Il giudice delle leggi ha riconosciuto il valore costituzionale del diritto alla concorrenza cui al secondo comma, lettera e), dell'art. 117 Cost. che riflette quella operante in ambito comunitario (Corte Cost. sentenze n. 299 del 2012, n. 270 e n. 45 del 2010, n. 430 del 2007 e n. 14 del 2004) e comprende, ha rilevato la Corte, a) sia gli interventi regolatori volti a contrastare comportamenti anticompetitivi delle imprese; b) sia le misure legislative di promozione, che mirano a rimuovere i vincoli alle modalità di esercizio delle attività economiche (Corte Cost. sentenze n. 125 del 2014 n. 270 e n. 45 del 2010, n. 160 del 2009, n. 430 e n. 401 del 2007). In questo contesto la Corte costituzionale nella Sentenza n. 125 del 2014 ha chiarito che "... la competitività del sistema economico risente della qualità della regolazione, la quale condiziona l'agire degli operatori sul mercato: una regolazione delle attività economiche ingiustificatamente intrusiva – cioè non necessaria e sproporzionata rispetto alla tutela di beni costituzionalmente protetti (sentenze n. 247 e n. 152 del 2010, n. 167 del 2009) – genera inutili ostacoli alle dinamiche economiche, a detrimento degli interessi degli operatori economici, dei consumatori e degli stessi lavoratori e, dunque, in definitiva reca danno alla stessa utilità sociale (sentenza n. 200 del 2012). La Corte Costituzionale ammette che il principio di concorrenza, declinato nei termini sopra sommariamente esposti, possa essere limitato per esigenza di interessi di rango costituzionale» (sentenza n. 200 del 2012), purché tali limitazioni non appaiano arbitrarie o palesemente incongrue (sentenze n. 247 e n. 152 del 2010, n. 167 del 2009 e n. 428 del 2008). La Corte fa riferimento ai criteri di congruità e proporzionalità delle relative misure, risultando la correlazione esistente tra tale parametro e l'art. 3 Cost. Nella Sentenza n. 270 del 2010 la Corte Costituzionale ha precisato che "... la sfera di autonomia privata e la concorrenza non ricevono «dall'ordinamento una protezione assoluta» e possono, quindi, subire le limitazioni ed essere sottoposte al coordinamento necessario «a consentire il soddisfacimento contestuale di una pluralità di interessi costituzionalmente rilevanti» (sentenza n. 279 del 2006, ordinanza n. 162 del 2009), nel caso di specie la Corte considerò non incostituzionale una norma che nei fatti sterilizzava l'operatività della disciplina del controllo delle concentrazioni per consentire il salvataggio del vettore aereo nazionale che si confrontava con una gravissima crisi di un'impresa e che svolgeva un servizio pubblico essenziale la cui interruzione avrebbe potuto causare "... ricadute sistemiche in ulteriori comparti" oltre che una grave crisi occupazionale.

<sup>28</sup> Con la disciplina in oggetto, estendendosi un sindacato governativo generalizzato, sulla conformità delle operazioni di acquisizione all'interesse pubblico, viene nei fatti attribuito al governo una sorta di delega in bianco che consente a quest'ultimo di volta in volta di determinare un interesse pubblico oppositivo alla libertà di iniziativa economica allagando in modo incontrollato un sindacato sull'attività di impresa e soprattutto potendo dare rilevanza a "nuovi" interessi pubblici ritenuti di volta in volta meritevoli di regolazione e di un intervento governativo ad hoc. Tale sindacato, peraltro, appare particolarmente critico allorché intervenga in settori già ampiamente regolati (banche assicurazioni, telecomunicazioni), e ove la disciplina di sistema potrebbe entrare in cortocircuito con decisioni governative adottate in modo del tutto contingente e asistematico. Per tale motivo è avvertita la preoccupazione che tale importante ampliamento del sindacato governativo sulle operazioni di acquisizione possa rappresentare il preludio per interventi del

effettività del sistema di controllo Golden Power così come risultante a seguito della riforma emergenziale, controllo che, occorre sottolineare, appesantisce i processi di acquisizione e fusione nel nostro paese e genera enormi incertezze sul tipo di misure che il governo potrà di volta in volta imporre alle imprese, dando luogo a un ulteriore disincentivo agli investimenti di soggetti stranieri anche Ue nel nostro paese.

Tuttavia, l'aspetto di maggior rilievo consiste nella "delega in bianco" che la disciplina golden power attribuisce al Governo; ad una prima superficiale analisi, la riserva di legge ex art. 117 cost. ci potrebbe indurre a sollevare dubbi sulla costituzionalità di una disciplina che nei fatti conferisce a un organo governativo un ambito di indefinita discrezionalità nel determinare sia l'interesse pubblico in concreto, sia le misure di volta in volta necessarie per perseguire quest'ultimo e che si traducono in una compressione del diritto di iniziativa economica privata.

Ma vi è un ulteriore profilo da valutare; il "costo" di tale regolazione "asistemica" è totalmente a carico delle imprese coinvolte nell'operazione di concentrazione, le quali saranno chiamate a tener conto dell'interesse pubblico individuato dal governo nell'ambito del procedimento di controllo, potendo avvenire che il perseguimento di tale interesse pubblico individuato dal governo si traduca in un divieto dell'operazione o nella sottoposizione di misure quale condizione per la clearance.

Il "costo" del perseguimento di tale interesse pubblico è a esclusivo carico delle imprese interessate dall'operazione soggetta a scrutinio governativo, con effetti parzialmente espropriativi, nella misura in cui tali prescrizioni comportino un apprezzabile aggravio di costi o perdita di chances per l'impresa risultante dall'operazione. Non si può dunque escludere il rischio di potenziale antinomia della disciplina anche con le disposizioni di cui all'art. 43 Cost..

In sostanza, da una prima analisi non si possono escludere profili di possibile conflitto della disciplina in esame con le norme di cui agli art. 41, 43 e 117 della Costituzione.

Tali preoccupazioni dovrebbero consigliare un esercizio di tali poteri di controllo innanzitutto più chiaro in ordine ai presupposti di esercizio di questi ultimi; tra questi l'imposizione di poteri di veto o di condizioni solo, a seguito di adeguata analisi e relativa motivazione, in presenza di un asset **effettivamente strategici** (nei termini sopra sommariamente descritti).

Ciò comporta riteniamo un onere di istruttoria particolarmente pregnante.

---

Governo sull'economia, in assenza di alcuna regola di sistema e persino in conflitto con le articolate discipline di settore.

Sul punto si potrebbe consigliare di prevedere, come nella disciplina delle concentrazioni antitrust, due fasi; una prima con termini brevi, nel quale o i) viene data la clearance a operazioni non problematiche ovvero ii) si deliberi l'avvio di una seconda fase (con termini maggiormente protratti nel tempo) allorché il caso ad una prima analisi ponga dei profili di reale problematicità.

#### **14. Golden Power nazionale e disciplina comunitaria**

La disciplina emergenziale Golden Power è stata sollecitata dalla Commissione europea, la quale, con la Comunicazione del 26 marzo 2020, ha esortato gli Stati membri “...*ad avvalersi appieno, sin da ora, dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti*”, fermo restando, ha precisato al Commissione, l'interesse dell'Unione Europea a favorire gli investimenti esteri che costituiscono fattori di incremento della competitività, innovazione e occupazione all'interno dell'UE.

Occorre tuttavia chiedersi se la disciplina emergenziale, così come realizzata, sia andata oltre gli obiettivi indicati dalla comunicazione della Commissione e soprattutto se la stessa possa sollevare problemi di compatibilità con il principio di libertà di stabilimento all'interno dell'Unione Europea. Va sul punto rilevato come il significativo allargamento delle aree economiche considerate strategiche, l'estensione del controllo anche a soggetti con sede nell'Unione Europea e l'assoluta genericità del tipo di misure che l'autorità governativa può imporre quale condizione per l'approvazione dell'operazione di acquisizione siano elementi che sicuramente possono rendere gli investimenti in Italia, da parte di un soggetto europeo, meno attraente rispetto ad un omologo operatore nazionale, favorendo processi di compartimentazione del mercati che si potrebbero porre in chiara controtendenza rispetto all'obiettivo di un mercato unico europeo <sup>(29)</sup>.

La giurisprudenza delle Corti di giustizia, proprio con riferimento ad alcune disposizioni francesi che disciplinavano un controllo governativo sulle acquisizioni, ha individuato una violazione dell'art. 49 TFUE a causa della eccessiva indeterminazione delle aree soggette a controllo e delle potenziali misure governative che sarebbero potute essere

---

<sup>29</sup> La giurisprudenza comunitaria in linea di principio individua un'incompatibilità con la libertà di stabilimento tutte le volte nelle quali una disciplina nazionale vieti, ostacoli o renda meno attraente l'esercizio di tale libertà» (Sentenza dell'8 marzo 2017, *Euro Park Service* (C-14/16, EU:C:2017:177, punto 59). Secondo una costante giurisprudenza della Corte, vanno considerate come «restrizioni alla libertà di stabilimento», ai sensi dell'articolo 49 TFUE, tutte le misure che ne vietano, ostacolano o scoraggiano l'esercizio (v., in particolare, sentenza del 25 ottobre 2017, *Polbud – Wykonawstwo*, C-106/16, EU:C:2017:804, punto 46 e giurisprudenza ivi citata).



adottate <sup>(30)</sup>. La Corte comunque ammette che uno stato membro possa porre delle limitazioni alla libertà di stabilimento purché queste ultime siano giustificate da un motivo imperativo di interesse generale <sup>(31)</sup>. In questo contesto, l'ampiezza dei poteri e la genericità del concreto esercizio degli stessi potrebbero non passare indenne un giudizio di compatibilità con la disciplina comunitaria.

D'altra parte, l'inclusione di soggetti UE nell'ambito dei controlli governativi potrebbe giustificare forme di veto o di limitazione a investimenti provenienti da altri Stati membri, che potrebbero a loro volta provocare e giustificare, con effetto a catena, interventi simili da parte dei governi di altri Stati membri, favorendo una spirale protezionistica nazionale all'interno dell'Unione Europea con effetti assai gravi sul diritto di stabilimento intra-unionale e soprattutto sulla stessa tenuta del mercato unico europeo e dell'interscambio comunitario.

Peraltra, se si passano in rassegna le decisioni adottate già in vigore del regime Golden Power pre-emergenza, ci si confronta con una serie di casi ove il Governo ha vietato acquisizioni da parte di un soggetto di nazionalità europea ovvero ha richiesto la

---

<sup>30</sup> La Corte di giustizia ha chiarito che eventuali limitazioni agli investimenti stranieri imposte da una normativa nazionale ha l'onere di definire con precisione i criteri per individuare gli investimenti idonei a pregiudicare l'interesse nazionale soggetti a obbligo di comunicazione, in modo da consentire ex ante di comprendere quali operazioni siano in concreto soggette a controllo preventivo; in particolare, la Corte di giustizia ha evidenziato la necessità che il legislatore nazionale francese fosse tenuto a definire in modo chiaro gli ambiti di applicazione degli obblighi di comunicazione (Corte Giust., sentenza 14 marzo 2000, causa C-54/99, *Eglise de Scientologie*).

<sup>31</sup> La Corte nelle sue decisioni ha comunque riconosciuto che la libertà di stabilimento possa subire delle limitazioni da parte della disciplina nazionale; così ad esempio quando la misura restrittiva abbia lo scopo di garantire un servizio di interesse generale e sia rappresentata da una ragione imperativa di interesse generale in grado di giustificare una limitazione alle libertà garantite dai Trattati (Così è stato dichiarato in relazione al servizio postale universale (sentenza del 28 settembre 2006, Commissione/Paesi Bassi, C-282/04 e C-283/04, EU:C:2006:608, punto 38) o ai servizi regolari di trasporto marittimo da, tra e verso le isole (sentenza del 20 febbraio 2001, Analir e a., C-205/99, EU:C:2001:107, punto 27). La Corte pur escludendo che motivi di natura puramente economica, quali, in particolare, la promozione dell'economia nazionale o il buon funzionamento di quest'ultima, possono servire come giustificazione per ostacoli vietati dal Trattato (Sentenza del 21 dicembre 2016 (C-201/15, EU:C:2016:972, punto 72), ammette che disposizioni del Trattato relative alla libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali debbano "... essere bilanciati con gli obiettivi perseguiti dalla politica sociale, tra i quali figurano in particolare, come risulta dall'articolo 151, primo comma, TFUE, la promozione dell'occupazione, il miglioramento delle condizioni di vita e di lavoro, che consenta la loro parificazione nel progresso, una protezione sociale adeguata, il dialogo sociale, lo sviluppo delle risorse umane atto a consentire un livello occupazionale elevato e duraturo e la lotta contro l'emarginazione" (Sentenza del 21 dicembre 2016, AGET Iraklis (C-201/15, EU:C:2016:972, punto 77).

La garanzia di un servizio di interesse generale può rappresentare un motivo imperativo di interesse generale in grado di giustificare una limitazione a una libertà fondamentale garantita dai trattati (v., per analogia, sentenza del 28 settembre 2006, Commissione/Paesi Bassi, C-282/04 e C-283/04, EU:C:2006:608, punto 38). Nella Comunicazione della Commissione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari del 19 luglio 1997, sez. 4, par. 9. In particolare al considerando 10. La Commissione ha sottolineato l'incompatibilità di provvedimenti nazionali atti ad incidere sulle libertà fondamentali, ammettendo possibili deroghe solo laddove fondate su "... criteri obiettivi, stabili e resi pubblici e [...] giustificati da motivi imperiosi di interesse generale" e nel rispetto del principio di proporzionalità".



nomina di amministratori di gradimento governativo, imponendo talvolta, con evidente ingiustificata discriminazione, la nazionalità italiana di questi ultimi <sup>(32)</sup>.

Proprio tali valutazioni ci portano a paventare il rischio che poteri governativi così generici applicati anche operazioni di concentrazione tra soggetti intra-unionali, se non attenuatamente rivisti e calibrati, possano sollevare seri problemi di conflitto con le norme di cui all'art. 49 TFUE.

Se poi consideriamo come questo processo di estensione dei controlli governativi (resi più invasivi per fronteggiare la pandemia) ha caratterizzato le legislazioni di altri paesi membri dell'UE, è ancora più avvertito il rischio che questa tipologia di legislazione nazionale, se non attentamente calibrata, possa innescare un processo disgregativo del mercato unico Unionale (tramite controlli governativi che potrebbero sollecitare veti incrociati tra operazioni intracomunitarie). Ciò dovrebbe consigliare le istituzioni comunitarie a un maggior rigore nel valutare, in un ambito non più emergenziale, la conformità di tali forme di controllo con i principi cardine dell'Unione Europea, circoscrivendo l'ambito del controllo dei governi nazionali a settori effettivamente critici chiaramente definiti ex ante ed escludendo dall'ambito di tale monitoraggio le operazioni intracomunitarie.

## 15. Criticità della disciplina

---

<sup>32</sup> Nel caso *THALES ITALIA S.p.a.* (operazione che riguardava il trasferimento di Trasferimento del ramo di azienda StarMille di Thales Italia alla società Sapura Thales Electronics Sdn Bhd (operazione che prevedeva il conferimento del ramo d'azienda – relativo alla produzione di un apparecchio radio impiegato da forze armate - a una società italiana controllata da un gruppo malese) è stato prescritto alla Società l'adozione di soluzioni gestionali, organizzative e tecniche volte a garantire il mantenimento in Italia delle attività di ricerca e sviluppo, nonché la nomina, quale responsabile per la gestione delle attività strategiche, di un dirigente con cittadinanza italiana. Nel caso *VIVENDI S.A. TIM S.p.a.*, avendo il gruppo francese superato la soglia di partecipazione al capitale di TIM S.p.a. di cui all'articolo 1, comma 5, del decreto-legge n. 21 del 2012, è stata disposta l'imposizione di specifiche prescrizioni e misure di monitoraggio e controllo nei confronti delle due società, tra le quali la nomina di un componente del c.d.a. di cittadinanza italiana di gradimento governativo (d.P.C.M. del 16 ottobre 2017). Con il d.P.C.M. del 2 novembre 2017 è stato inoltre imposto a TIM di adottare adeguati piani di sviluppo, investimento e manutenzione delle reti in modo da garantire la continuità della fornitura del servizio universale. Il Governo ha inoltre imposto l'impegno alla continuità e al mantenimento in Italia delle attività strategiche, la nomina, per la gestione di tali attività di amministratori italiani di gradimento governativo, ed altri rilevanti prescrizioni di natura organizzativa e strutturale (ad esempio rigida separazione amministrativa e funzionale all'interno della società target), che ha osservato la dottrina hanno richiesto "... investimenti tutt'altro che marginali, per arrivare, infine, ad interventi diretti nella governance societaria" (Di Via L. *op cit.*). Nel caso *ITALIA S.p.a., WIND ACQUISITION HOLDING FINANCE s.p.a., H3G S.p.a.* (fusione per incorporazione di WIND Acquisition Holding Finance s.p.a. in 3 Italia s.p.a. e di WIND Telecomunicazioni s.p.a. in H3G s.p.a.) il Consiglio dei ministri con decisione del 22 settembre 2015, sono state definite alcune raccomandazioni per la nuova società risultante dalle fusioni (H3GII); in particolare, è stato chiesto di comunicare le delibere e gli atti adottati in relazione alla pianificazione strategica sotto il profilo dell'integrazione industriale e degli investimenti. Il Governo, nell'ambito pur non imponendo misure vincolati, ha comunque consigliato all'entità risultante dalla concertazione di salvaguardare i livelli occupazionali nel nostro paese.

La disciplina Golden Power, specialmente quella introdotta in via transitoria fino alla fine di quest'anno, presenta alcuni profili di criticità.

Un primo aspetto da evidenziare è l'opacità della procedura, l'assenza di comunicazioni delle operazioni a terzi, così come la possibilità di non motivare le clearance, grazie al meccanismo del silenzio assenso, rendendosi di fatto del tutto impossibile comprendere il tipo di valutazione che l'amministrazione ha effettuato prima del rilascio della clearance all'operazione.

Altro profilo di possibile criticità riguarda (salvo per l'acquisto di partecipazioni di minoranza da parte di soggetti non UE) l'assenza di una soglia minima per gli obblighi di notifica<sup>(33)</sup>, quest'ultima associata a un ipertrofico ampliamento delle materie considerate come strategiche. È dato presumere che diverse centinaia di operazioni verranno comunicate (nel 2019 erano circa 40 mentre nel 2020 a ottobre sono più di 200), fattore che solleva il fondato timore che l'amministrazione, specie in questa fase emergenziale, non avrà le risorse materiali e informative necessarie per effettuare per ciascuna operazione comunicata, una adeguata istruttoria. Un elemento essenziale per una corretta valutazione di tali operazioni è rappresentato dalla precisa definizione dei mercati geografici del prodotto/servizio interessato dall'operazione, analisi essenziale per valutare il grado di effettiva essenzialità del servizio e per legittimare adeguati interventi correttivi. Da questo punto di vista, il formulario predisposto dalla Presidenza del Consiglio appare assai scarso e soprattutto prescinde da una corretta ricostruzione dei mercati che le parti notificanti dovrebbero comunicare per una adeguata analisi dell'operazione.

Pensando a una rivisitazione della materia, passato il periodo emergenziale, sarebbe auspicabile che il controllo Golden Power non riguardi, con esclusione magari dei settori relativi agli armamenti e alla difesa militare, soggetti EU, ma solo operazioni ove siano coinvolti acquirenti non UE. Ciò non solo per le evidenti violazioni di principi cardine dell'Unione Europea che una previsione del genere comporta, ma anche perché il rischio che tale controllo dovrebbe scongiurare è che infrastrutture essenziali cadano in mano a soggetti che siano espressione di stati ostili (ed è dato presumere che imprese che fanno

---

<sup>33</sup> Va rilevato come la Commissione al punto 1 dell'Allegato alla Comunicazione del 26 marzo 2020, cit. ha consigliato l'eliminazione di alcuna soglia per evitare che asset strategici ma riferibili a PMI o start up comunque strategiche possano cadere in mani ostili, l'osservazione ci porta comunque a non escludere la necessità di una soglia minima per le comunicazioni, magari prevedendo deroghe mirate per settori strategici (come la produzione di beni e servizi per scopi militari, tecnologie di comunicazione, vaccini e altri preparati essenziali per la salute pubblica).

riferimento a Stati membri dell'Unione Europea non possano di per sé essere considerati tali).

Se si legittima un controllo su tali operazioni a prescindere dalla nazionalità del soggetto acquirente, è giocoforza ritenere che il controllo abbia anche lo scopo di verificare le intenzioni dell'impresa in uno scenario post concentrazione riguardo la continuazione del servizio ritenuto dal governo come "essenziale": tipo di sindacato che, per quanto forse tollerabile in una situazione di comprovata emergenza, non appare, auspicabile in un regime ordinario e non emergenziale, dato che questo penetrante controllo inciderebbe in modo rilevantissimo e sistematico sul merito delle scelte imprenditoriali dell'impresa risultante dall'operazione, sollevandosi non pochi problemi di compatibilità di tale controllo con il diritti di libertà economica privata.

Sarebbe inoltre consigliabile una drastica riduzione (o, comunque, più precisa definizione) delle materie soggette a controllo preventivo, riducendo queste ultime solo a situazioni di comprovato interesse nazionale, evitando qualunque forma di allargamento ipertrofico dell'ambito del controllo che, dato l'ingente numero di operazioni che verosimilmente saranno soggette a notifica, non consentirebbe peraltro lo svolgimento di adeguata istruttoria per tutte le operazioni soggette a scrutinio.

Il Governo nei prossimi mesi definirà, con maggiore rigore i settori soggetti a obbligo di notifica, è auspicabile che tale definizione riduca tali obblighi a settori che, in una fase non emergenziale, non appaiano effettivamente strategici.

Sarebbe auspicabile che vengano previste sia delle soglie minime (fatturato delle imprese interessate e/o valore dell'operazione) per gli obblighi di notifica (salvo deroghe per i settori maggiormente sensibili), sia un meccanismo di pubblicazione di una sintesi dell'operazione in sede di notifica che consenta ai terzi di partecipare al procedimento depositando, entro limiti temporali definiti, osservazioni e memorie (fattore che potrebbe essere d'ausilio alla stessa amministrazione nella fase istruttoria del procedimento, salvo ovviamente casi di particolare sensibilità ove le esigenze di trasparenza possano essere derogate per comprovate esigenze di riservatezza poste a tutela dell'interesse pubblico).

Appare inoltre opportuno che ogni procedimento si concluda comunque con una decisione motivata. Il meccanismo del silenzio assenso (o dell'invio di una lettera priva di motivazione) rende del tutto inintelligibile i motivi che hanno indotto l'amministrazione ad adottare la decisione.

In via generale, in un'ottica *de iure condendo*, potrebbe essere opportuno che la disciplina che risulterà a conclusione della fase emergenziale venga sistematizzata in un testo unico

(evitando la notevole presenza di rimandi e sovrapposizioni tra disposizioni che producono inevitabili incertezze interpretative) che attinga al patrimonio concettuale sviluppato in più di 30 anni di esperienza nell'ambito del *merger control*, e sintetizzate nella *consolidated jurisdictional notice* della Commissione Europea, rinviando nozioni e definizioni (acquisto del controllo, gruppo, impresa interessata ecc.) già adeguatamente sistematizzate.

## 16. Alcune valutazioni conclusive

L'intervento emergenziale oggetto di commento è stato sollecitato dalle gravi preoccupazioni espresse anche a livello comunitario e che ha indotto diversi stati membri ad adottare misure di più vigoroso monitoraggio sugli investimenti stranieri.

La filosofia che ispira la disciplina in commento (così come molte delle omologhe discipline adottate da altri Stati Membri) si pone in netta controtendenza (ed esprime l'attuale maggiore sfiducia) rispetto al processo di progressiva riduzione delle aree economiche soggette a vincoli di natura statale/nazionale nell'ottica della creazione di un mercato unico europeo e della apertura dei mercati a un maggior livello di concorrenza.

Prescindendo dai profili di criticità abbozzati nel presente contributo, va rilevato come la normativa Golden Power nazionale (al pari di quelle adottate da altri stati membri) sia stata ispirata anche da spinte protezionistiche nazionali e dalla necessità avvertita dagli organi governativi di dare una sensazione di controllo e di adeguata azione sui rischi che una economia sempre più globalizzata può causare sull'assetto imprenditoriale nazionale, specie in quei settori di maggior rilievo economico e sociale.

E' tuttavia avvertito il rischio che tali normative, che prevedono un allargamento del controllo da parte dei singoli governi nazionali dell'UE sulle operazioni di acquisizione, se non attentamente calibrate e coordinate a livello Unionale, oltre a porsi in evidente contrasto con principi cardine dell'ordinamento interno ed europeo, non siano comunque in grado di fronteggiare la minaccia che si prefiggono di scongiurare e ciò per il sempre minor peso che una singola autorità governativa nazionale da sola può esercitare nell'ambito delle dinamiche che caratterizzano gli investimenti internazionali.

In questo contesto un'efficace attività di monitoraggio sugli investimenti stranieri, svolta nell'ottica di verifica degli interessi dei cittadini, può essere perseguita solo in stretto coordinamento con gli organi unionali, in vista dell'interesse comune dei cittadini europei e non di certo favorendo l'emersione di normative nazionali che attribuiscono ai vari governi dei singoli Stati membri poteri di controllo non coordinati e tra confliggenti: col probabile

risultato di indebolire ulteriormente l'Unione Europea nel suo insieme nei rapporti sia interni sia internazionali.

Riteniamo dunque che la necessaria attività di controllo governativo riferibile alla disciplina Golden Power, passato il periodo emergenziale, vada meglio calibrata e definita, sviluppando il coordinamento con la Commissione europea e gli altri stati membri, al fine di realizzare un efficace strumento di controllo degli investimenti su asset unionali da parte di entità extra UE.