

OSSERVATORIO
GOLDEN POWER®

DOCUMENTO PROGRAMMATICO

PROPOSTE DI REVISIONE DELLA NORMATIVA
IN MATERIA DI POTERI SPECIALI

2025

in collaborazione con

assonime

Associazione fra le società
italiane per azioni



OSSERVATORIO GOLDEN POWER

Direttore Scientifico
Michele Carpagnano

Collaborano con l'Osservatorio Golden Power:

Claudio Bassetti, Paolo Caggiano, Giulia Giordano,
Luca Picotti, Angela Raffaele, Adelaide Zorzettig.

www.osservatoriogoldenpower.eu

info@osservatoriogoldenpower.eu

Piazza Vicenza n. 8
38122 Trento

INDICE

SEZIONE I: PREMESSA METODOLOGICA	5
1. Obiettivi e finalità del documento programmatico	6
2. Metodo di lavoro: analisi dello <i>status quo</i> dalla prospettiva degli <i>stakeholders</i>	6
3. Metodo di analisi: sistematizzazione e comparazione normativa	6
4. Illustrazione dei risultati e presentazione delle proposte di revisione	7
SEZIONE II: SISTEMA DELLE FONTI NORMATIVE	8
Frammentarietà: necessità di un riordino delle disposizioni in materia di poteri speciali	8
SEZIONE III: ASPETTI PROCEDURALI	15
1. Competenza giurisdizionale della PCM	15
2. Collaborazione internazionale Italia - Paesi extra-UE	17
3. Interazione tra la disciplina sui poteri speciali ed altre normative di settore	18
4. Rafforzamento dell'istituto della pre-notifica	23
5. Tempistiche e conteggio dei termini del procedimento	27
6. Modalità e criteri per la definizione dell'importo delle sanzioni pecuniarie	30
SEZIONE IV: ASPETTI SOSTANZIALI	32
1. Abrogazione dell'art. 1-bis del D.L. n. 21/2012	32
2. Esclusione delle operazioni intra-UE e intra-IT nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, nonché negli altri settori di cui all'art. 2 D.L. n. 21/2012	34
3. Superamento dell'attuale prassi della PCM con riferimento alla notifica della costituzione di pegni su azioni o quote	36
4. Rapporto con i regimi concessori	47
5. Definizione di ambiti di non esercizio/esclusione degli obblighi di notifica	51
6. Onere motivazionale rafforzato	53
7. Chiarimenti sulla natura giuridica e sulla portata delle raccomandazioni contenute nelle delibere di non esercizio dei poteri speciali	56
DEFINIZIONI, GLOSSARIO ED ABBREVIAZIONI	58
APPENDICE Sintesi grafica delle proposte e del loro rationale	60
EXPERTS TALK GOLDEN POWER Madonna di Campiglio settembre 2025	74

ABSTRACT

Il presente documento, elaborato dall'Osservatorio Golden Power con il contributo di esperti accademici, istituzionali e professionali, propone una revisione complessiva della normativa italiana in materia di poteri speciali, al fine di renderla più coerente, prevedibile ed efficace nella tutela degli interessi strategici nazionali.

Muovendo da un'analisi dello stato dell'arte e delle criticità emerse nell'applicazione pratica della disciplina, il documento formula proposte puntuali di riforma sia sul piano normativo (riordino in un Testo Unico, armonizzazione con il diritto UE) sia procedurale (rafforzamento della pre-notifica, chiarimento sui termini e sull'ambito di applicazione, istituzionalizzazione del coordinamento tra autorità).

Le raccomandazioni si articolano lungo quattro direttrici principali:

- Semplificazione normativa: superamento della frammentarietà della disciplina attuale e riduzione delle notifiche "prudenziali";
- Chiarezza procedurale: definizione univoca dei criteri di applicazione, razionalizzazione delle tempistiche e dei meccanismi di notifica;
- Coordinamento inter-istituzionale: attivazione di meccanismi stabili di collaborazione tra PCM e autorità di settore;
- Utilizzo della soft law: adozione di linee guida e FAQ per supportare l'autovalutazione delle imprese e aumentare la prevedibilità.

L'obiettivo finale è quello di coniugare l'efficace esercizio dei poteri speciali con la certezza del diritto e l'attrattività del sistema Paese per gli investimenti esteri, anche in vista della riforma in corso del Regolamento europeo sugli investimenti esteri diretti.

SEZIONE I

PREMESSA METODOLOGICA

Il presente documento programmatico contiene una proposta di revisione della normativa italiana in materia di poteri speciali, anche nota come Golden Power.

Si tratta di un contributo curato dall'Osservatorio Golden Power, un gruppo di ricerca indipendente, con la partecipazione di esperti in materia di Golden Power riunitisi a Madonna di Campiglio il 13, 14 e 15 settembre 2024 nell'ambito della prima edizione di Experts Talk Golden Power¹.

Nel corso dei lavori preparatori si è posta particolare attenzione alla individuazione di proposte concrete volte ad incrementare la trasparenza del procedimento amministrativo e la prevedibilità dei suoi esiti, circoscrivere l'ambito di applicazione della disciplina sui poteri speciali, perseguire una più completa armonizzazione dei poteri speciali con il quadro giuridico nazionale e dell'Unione europea, nonché a prevedere una cornice di collaborazione stabile e armonizzata in ambito internazionale.

¹ Tra gli esperti che hanno partecipato alla prima edizione di Experts Talk Golden Power, hanno contribuito al gruppo di lavoro, in ordine alfabetico: Gabriele Accardo, Valentina Allotti, Roberto Arditti, Paolo Caggiano, Michele Carpagnano, Roberto Chieppa, Fabio Cintioli, Luciano Di Via, Stefano Firpo, Maria Carmela Macri, Silvia Morando, Agostino Nuzzolo, Luca Picotti, Dario Simeoli, Roberto Sommella e Giorgio Valoti. Maggiori informazioni sulla prima edizione di Experts Talk Golden Power ed il programma dei lavori sono disponibili al seguente link: <https://www.osservatoriogoldenpower.eu/project/experts-talk-golden-power/>.

Si ringraziano i collaboratori dell'Osservatorio Golden Power ed in particolare Claudio Bassetti, Giulia Giordano, Angela Raffaele e Adelaide Zorzettig per il supporto nelle attività di ricerca ed approfondimento connesse alla redazione del presente documento.

Si ringrazia in modo particolare Assonime per la collaborazione nell'elaborazione del documento e per l'opportunità di confronto con le sue Associate.

1. Obiettivi e finalità del documento programmatico

Il documento programmatico intende analizzare criticamente lo stato attuale della normativa e della prassi sui poteri speciali evidenziando alcune problematiche riscontrate sotto il profilo normativo ed applicativo. La finalità principale è quella di proporre soluzioni concrete per migliorare la coerenza e la sistematicità del quadro normativo rendendolo più chiaro e prevedibile per tutti gli attori coinvolti (*stakeholders*) con l'obiettivo ultimo di disporre a livello nazionale di uno strumento normativo che consenta al Governo italiano di concentrare l'attività di scrutinio e di esercizio dei poteri speciali sugli investimenti esteri e sulle operazioni che rappresentano un rischio per gli interessi vitali dello Stato e per la sicurezza nazionale.

2. Metodo di lavoro: analisi dello status quo dalla prospettiva degli stakeholders

Nella preparazione e stesura del documento programmatico è stato adottato un approccio inclusivo, coinvolgendo una pluralità di attori, al fine di raccogliere, in maniera più estesa possibile, i contributi e le diverse prospettive di coloro che, a vario titolo, sono chiamati ad occuparsi della materia: università, imprese, consulenti legali, associazioni, operatori del settore ed istituzioni pubbliche. Attraverso un'analisi partecipativa, sono stati raccolti input sulle principali difficoltà operative e interpretative della normativa vigente e della prassi.

3. Metodo di analisi: sistematizzazione e comparazione normativa

Il processo analitico si è basato sulla analisi della normativa esistente a livello nazionale e dell'Unione europea e sulla comparazione con le regole e con le prassi internazionali. Questo approccio ha permesso di identificare le migliori pratiche e i principali elementi di disallineamento, fornendo una base per individuare spunti per soluzioni legislative e regolamentari adeguate alle sfide attuali e future. Particolare attenzione è stata dedicata anche ad individuare soluzioni a problemi applicativi ed interpretativi valorizzando le soluzioni già individuate dal legislatore nazionale in aree del diritto analoghe al fine di perseguire una maggiore sistematicità delle soluzioni operative proposte.

4. Illustrazione dei risultati e presentazione delle proposte di revisione

Il documento presenta i risultati dell'analisi in modo strutturato, articolando proposte di revisione normativa, in alcuni casi sotto forma di opzioni alternative.

Le proposte individuate tengono conto delle esigenze di semplificazione, prevedibilità e compatibilità normativa con il diritto nazionale ed unionale, favorendo un bilanciamento tra l'esigenza di tutela degli interessi strategici dello Stato e la necessità di garantire certezza giuridica e, al contempo, attrattività per gli investimenti nel Paese.

SEZIONE II

SISTEMA DELLE FONTI NORMATIVE

Frammentarietà: necessità di un riordino delle disposizioni in materia di poteri speciali

RAZIONALE

Risolvere l'incertezza relativa all'ambito di applicazione oggettivo e soggettivo determinatasi a seguito delle progressive modifiche ed integrazioni alla disciplina Golden Power. Tale incertezza ha comportato, a partire dal 2019, la proliferazione di notifiche cc.dd. "prudenziali", molte delle quali ritenute dalla PCM non rientranti nell'ambito di applicazione della normativa.

La disciplina sui poteri speciali è stata introdotta in Italia nel 2012 tramite decretazione d'urgenza² ed ha registrato, in un breve lasso temporale, numerose modifiche ed integrazioni (nel 2017³,

2 Decreto-Legge 15 marzo 2012, n. 21 ("Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni") convertito con modificazioni dalla L. 11 maggio 2012, n. 56 ("D.L. n. 21/2012"). Per una ricostruzione diacronica dell'evoluzione della normativa sui poteri speciali nell'ordinamento giuridico italiano si rimanda a G. Napolitano, *Dalla golden share al golden power* in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023.

3 Decreto-Legge 16 ottobre 2017, n. 148 ("Disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili") convertito con modificazioni dalla L. 4 dicembre 2017, n. 172.

2019⁴, 2020⁵, 2022⁶ e 2023⁷).

Le modifiche sono sempre state apportate tramite lo strumento del decreto-legge al fine di adeguare rapidamente la disciplina al mutato contesto economico determinatosi dapprima a seguito dell'acuirsi di talune tensioni politiche ed economiche tra Stati Uniti d'America ("USA") e Repubblica Popolare Cinese ("PRC"), dalla pandemia da Covid-19, dall'attacco russo all'Ucraina nonché per conformarsi al quadro normativo unionale stabilito dal Regolamento (UE) 2019/452⁸ ed alla progressiva individuazione di "nuovi" settori che, al mutare del contesto geopolitico ed economico, sono stati ritenuti di rilievo strategico.

Il susseguirsi di modifiche ed integrazioni tramite decretazioni d'urgenza ha reso il corpus normativo in materia di poteri speciali di difficile lettura ed interpretazione con il risultato della proliferazione di notifiche "prudenziali" alla Presidenza del Consiglio dei Ministri ("PCM") che, a seguito del vaglio amministrativo della stessa PCM, sono state ritenute non dovute in quanto non rientranti nell'ambito di applicazione della normativa⁹.

L'ultima relazione al Parlamento del sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica Italiana riporta che nel 2024 il 46% (304 su 660) delle notifiche pervenute alla PCM è stato ritenuto non rientrante nell'ambito di applicazione della Disciplina Golden Power¹⁰. La relazione del Governo al Parlamento sui poteri speciali relativa all'anno 2023 ha precisato che il 55% delle operazioni oggetto di notifica (317 su 577) è stato considerato dalla PCM non rientrante nell'ambito di applicazione del D.L. n. 21/2012. Tale dato, nel 2022, è stato del 54% (314 su 608). Negli anni antecedenti al

4 Decreto-Legge 25 marzo 2019, n. 22 ("Misure urgenti per assicurare sicurezza, stabilità finanziaria e integrità dei mercati, nonché tutela della salute e della libertà di soggiorno dei cittadini italiani e di quelli del Regno Unito, in caso di recesso di quest'ultimo dall'Unione europea") convertito con modificazioni dalla L. 20 maggio 2019, n. 41; Decreto-Legge 21 settembre 2019, n. 105 ("Disposizioni urgenti in materia di perimetro di sicurezza nazionale cibernetica") convertito con modificazioni dalla L. 18 novembre 2019, n. 133.

5 Decreto-Legge 8 aprile 2020, n. 23 ("Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali") convertito con modificazioni dalla L. 5 giugno 2020, n. 40.

6 Decreto-Legge 21 marzo 2022, n. 21 ("Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina") convertito con modificazioni dalla L. 20 maggio 2022, n. 51; Decreto-Legge 5 dicembre 2022, n. 187 ("Misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici") convertito con modificazioni dalla L. 1 febbraio 2023, n. 10.

7 Decreto-Legge 10 agosto 2023, n. 104 ("Disposizioni urgenti a tutela degli utenti, in materia di attività economiche e finanziarie e investimenti strategici") convertito con modificazioni dalla L. 9 ottobre 2023, n. 136 ("Decreto Assef").

8 Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione ("Regolamento IDE").

9 Si tratta delle operazioni c.c.dd. "No GP".

10 Cfr. "Relazione annuale 2025 sulla politica dell'informazione per la sicurezza", Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica, p. 42.

2019, le operazioni comunicate alla PCM ai sensi della normativa sui poteri speciali e ritenute al di fuori dell'ambito di applicazione sono state pari a 10,47% (9 su 86)¹¹ e 3,3% (1 su 30)¹².

A partire dalle modifiche normative del 2019, risulta evidente l'acuirsi del grado di incertezza rispetto all'ambito di applicazione oggettivo e soggettivo in misura tale da offuscare la ratio stessa dell'istituto e la comprensione della sua reale funzione nell'ambito dell'ordinamento giuridico da parte della comunità dei cittadini, delle imprese, dei consulenti e operatori del diritto nonché delle stesse istituzioni pubbliche¹³.

Un riordino organico del *corpus* normativo consentirebbe di: i) identificare univocamente gli elementi essenziali della Disciplina Golden Power sotto il profilo oggettivo e soggettivo; ii) garantire, tramite disposizioni di raccordo, la coerenza delle disposizioni nell'ambito del *corpus* normativo vigente; iii) consolidare e sistematizzare nel formante legislativo le migliori prassi applicative emerse negli ultimi anni ed i principi enunciati nelle pronunce giurisprudenziali nazionali e della Corte di Giustizia dell'Unione europea¹⁴; iv) ricondurre alla ratio della disciplina alcune interpretazioni e prassi invalse nel settore; v) coordinare la disciplina nazionale con quella unionale sotto il profilo sostanziale e procedurale e vi) assicurare una migliore organicità e coerenza di alcune previsioni normative, uniformando le "definizioni", al fine di superare le incertezze interpretative derivanti da definizioni non pienamente coincidenti dello stesso fenomeno e/o concetto che si riscontrano attualmente nelle diverse disposizioni (si pensi, ad esempio, alle definizioni di "partecipazione", di "acquisto a qualsiasi titolo", alla precisa individuazione delle soglie di partecipazione che danno luogo all'obbligo di notifica, *etc.*).

L'intervento di riordino organico risulta opportuno anche in considerazione del processo di revisione attualmente in corso da parte delle istituzioni unionali delle disposizioni UE in materia di controllo

11 Cfr. "Relazione al Parlamento in materia di esercizio dei poteri speciali" relativa al periodo 1° luglio 2016 – 31 dicembre 2018, p. 71.

12 Cfr. "Relazione al Parlamento in materia di esercizio dei poteri speciali" relativa al periodo 3 ottobre 2014 – 30 giugno 2016, p. 13.

13 Le forti implicazioni sulla politica industriale ed in particolare sulla tutela dell'occupazione che un utilizzo eterodosso del Golden Power può determinare sono risultate ben chiare ai sindacati dei lavoratori. Cfr. ad esempio dichiarazione della segreteria del sindacato Fim Cisl riportata da *Il Corriere della Sera* dell'8 marzo 2024, p. 35: "al governo vogliamo chiedere come attraverso il golden power intende garantire l'occupazione e i siti produttivi" in relazione alla cessione delle attività di Whirlpool alla società turca Arceelik; cfr. anche dichiarazioni del responsabile nazionale per l'automotive di Fim Cisl riportate da *Industrialitaliana.it*, 5 marzo 2024: "[s]e Stellantis non fornirà risposte chiare ed inequivocabili sul futuro di Comau, potremmo chiedere al governo di esercitare il Golden Power". Secondo il Ministro Urso è stato fatto dal Governo "un esercizio molto accurato del golden power: in 27 casi – inclusi la Isab di Priolo e la Whirlpool di Napoli – abbiamo usato i poteri di prescrizione a tutela di tecnologia, produzione ed occupazione" (MF del 7 marzo 2024, p. 4).

14 A livello nazionale si sono registrate le seguenti pronunce: Consiglio di Stato, Sez. IV, Sent. 5 luglio 2023, n. 6575; Consiglio di Stato, Sez. IV, Sent. 9 gennaio 2023, n. 289; Consiglio di Stato, Sez. V, 26 aprile 2022, n. 3214; TAR Lazio, Sez. I, Sent. 22 maggio 2024, n. 10275; TAR Lazio, Sent. 24 luglio 2020, n. 8742. A livello unionale si è registrata la seguente pronuncia: CGUE, Xella, sentenza del 13 luglio 2023, causa C-106/22.

sugli investimenti esteri¹⁵: un parallelo processo di revisione nazionale consentirebbe di ottenere una più semplice e tempestiva convergenza con il nuovo quadro europeo sugli investimenti esteri attualmente in discussione¹⁶.

15 Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, COM(2024) 23 final, Bruxelles, 24/01/2024.

16 Ultimo aggiornamento sullo stato della normativa su EU Law Tracker: adozione della proposta legislativa da parte della Commissione. Cfr. https://law-tracker.europa.eu/procedure/2024_17?lang=en (consultato il 10 aprile 2025). L'8 aprile 2025 la proposta è stata adottata dalla Commissione per il Commercio Internazionale del Parlamento europeo e dovrà essere votata in una sessione plenaria del Parlamento. Cfr. <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20250407IPR27703/new-screening-rules-for-foreign-investment-in-the-eu> (consultato il 10 aprile 2025).

PROPOSTA

Riordino della disciplina in un Testo Unico che realizzi il coordinamento con le normative di settore e uniformi, ove possibile, le definizioni della disciplina nazionale con quelle del quadro UE. Il riordino dovrebbe avere l'obiettivo di semplificare la disciplina, contribuendo alla sostanziale riduzione del numero di notifiche meramente "prudenziali".

Lo strumento normativo da utilizzare dovrebbe essere il *decreto legislativo*. La delega del Parlamento al Governo dovrebbe espressamente escludere l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina.

Nelle more di un intervento legislativo, in considerazione della attuale necessità di risolvere i profili di incertezza applicativa, le criticità emerse in sede di *enforcement* e garantire una maggiore certezza del diritto, il Governo potrebbe intervenire direttamente tramite regolamentazione secondaria nel rispetto della riserva di legge. L'intervento tramite normativa secondaria potrebbe prioritariamente: (i) migliorare la coerenza tra la disciplina Golden Power e le normative di settore; (ii) rafforzare il coordinamento tra la PCM e le autorità di settore; (iii) prevedere un regime di pubblicità dei DPCM; (iv) stabilire procedure volte ad assicurare una maggiore interlocuzione con le parti nella conduzione del procedimento istruttorio, di monitoraggio e sanzionatorio.

Sarebbe auspicabile, inoltre, l'utilizzo di strumenti di *soft law* (linee guida o *Frequently Asked Questions*) che codifichino le migliori prassi e precisino i criteri di individuazione dei settori, consentendo di identificare ciò che certamente non rientra nell'ambito di applicabilità della disciplina.

Si propone di riordinare in maniera sistematica la Disciplina Golden Power in un Testo Unico: *Testo unico sui poteri speciali* ("TUPS").

Il riordino dovrebbe essere principalmente compilativo con l'obiettivo di semplificare la disciplina, intervenendo in modo puntuale sui problemi interpretativi e le criticità emerse nella prassi applicativa. Lo strumento normativo da utilizzare, in considerazione della elevata tecnicità della materia e

della natura compilativa dell'esercizio, dovrebbe essere il Decreto Legislativo. La delega del Parlamento al Governo dovrebbe espressamente escludere l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina.

Tale proposta consentirebbe, *inter alia*, un migliore coordinamento con le altre normative di settore applicabili dal punto di vista soggettivo e oggettivo agli atti ed operazioni rilevanti ai sensi della disciplina sui poteri speciali (si pensi, ad esempio, alle operazioni straordinarie soggette anche al vaglio di autorità amministrative nazionali quali AGCM, CONSOB, IVASS, Banca d'Italia e/o unionali come la Commissione europea - Direzione Generale della Concorrenza e la Banca centrale europea), rendendo più semplice l'individuazione delle disposizioni applicabili e la loro interazione da un punto di vista sostanziale e procedurale.

Tale revisione del testo normativo, inoltre, dovrebbe essere volta ad uniformare le "definizioni" al fine di superare le attuali incertezze interpretative derivanti, ad esempio, da definizioni non pienamente coincidenti nelle diverse disposizioni normative nazionali ed UE, o eccessivamente atecniche/generiche¹⁷.

Nelle more della adozione di un Testo Unico che, come noto, richiede di seguire un *iter* legislativo di medio-lungo periodo, l'obiettivo di una maggiore chiarezza e sistematicità della disciplina potrebbe essere raggiunto tramite la revisione della normativa secondaria vigente.

Fatta salva la riserva di legge che riguarda gli aspetti sostanziali e procedurali dei poteri speciali definiti dalla legislazione primaria vigente, la legislazione secondaria potrebbe essere utilizzata per definire in dettaglio alcuni specifici aspetti operazionali e procedurali.

Come noto, la legislazione primaria vigente prevede l'intervento della PCM come legislatore secondario in relazione alla definizione di molti aspetti operazionali della disciplina sui poteri speciali. Si potrebbe utilizzare questo ampio spazio di intervento per perseguire gli obiettivi di razionalizzazione oggetto del presente documento programmatico.

17 Si pensi alle definizioni di cui all'art. 2 del DPCM n. 179/2020. "Ai fini del presente decreto: a) per «infrastrutture critiche» si intendono le infrastrutture essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza e del benessere economico e sociale della popolazione; b) per «tecnologie critiche» si intendono le tecnologie essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione, nonché per il progresso tecnologico; c) per «fattori produttivi critici» si intendono i beni e i rapporti essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza e del benessere economico e sociale della popolazione; d) per «informazioni critiche» si intendono le informazioni essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza e del benessere economico e sociale della popolazione; e) per «attività economiche di rilevanza strategica» si intendono le attività economiche essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione, nonché per il progresso tecnologico". Le definizioni hanno pressoché lo stesso contenuto fatta eccezione per le "tecnologie critiche" e le "attività economiche di rilevanza strategica" ove è stato aggiunto il concetto di progresso tecnologico. È evidente come le strutture interne delle imprese (ove presenti) chiamate effettuare l'analisi di strategicità di un asset rilevante ai sensi del DPCM n. 179/2020, si scontrano con l'assoluta genericità di tali definizioni che diventano pertanto assolutamente inutilizzabili a fini interpretativi.

Ad esempio, si potrebbe disciplinare tramite normativa secondaria il raccordo sostanziale e procedurale con le normative e le autorità di settore, stabilire un regime di pubblicità dei DPCM con cui vengono esercitati i poteri speciali (nella versione non confidenziale), nonché disporre procedure per la conduzione del procedimento: (i) istruttorio, che consentano un maggiore contraddittorio e possibilità di dialogo tra le parti e PCM, (ii) di monitoraggio delle prescrizioni eventualmente imposte volte a garantire una maggiore prevedibilità, certezza ed imparzialità nella verifica dell'ottemperanza (tramite, ad esempio, la nomina di *Monitoring Trustees*) e (iii) sanzionatorio, prevedendo anche delle linee guida per la determinazione delle sanzioni.

Da questa prospettiva, tramite la normativa secondaria si potrebbero altresì codificare le migliori prassi invalse a livello nazionale ed unionale.

L'esperienza degli ultimi anni ha evidenziato alcune prassi, nonché determinati ambiti ed operazioni considerati certamente sensibili. Sarebbe utile, in tal senso, la redazione e pubblicazione di documenti di *soft law* che fungano da **linee guida o *Frequently Asked Questions (FAQ)***, da adottare previa consultazione pubblica con gli *stakeholders*, che diano punti di riferimento all'interprete nell'ambito dell'autovalutazione della rilevanza di un atto o operazione ai fini della disciplina sui poteri speciali. Ciò potrebbe risultare particolarmente utile al fine di individuare con maggiore certezza le operazioni da considerare *ex ante* al di fuori dell'ambito di applicabilità della disciplina¹⁸.

Linee guida o FAQ volte a supportare l'interprete nell'analizzare una determinata operazione consentirebbero di ottenere con un minore sforzo di intervento normativo ed in tempi più celeri rispetto a un riordino organico della normativa un risultato deflattivo delle notifiche "certamente" non dovute in modo da evitare oneri e incertezze per le imprese e costi evitabili anche dal lato della Pubblica Amministrazione.

L'adozione di linee guida o FAQ consentirebbe anche di valorizzare meglio lo strumento della pre-notifica, il quale potrebbe essere utilizzato per il ristretto numero di operazioni rispetto a cui residuino dubbi in merito alla sussumibilità nell'ambito di applicazione della disciplina.

18 La pubblicazione di FAQ da parte delle amministrazioni è considerata una *best practice* a livello internazionale al fine di aumentare la certezza del diritto e la prevedibilità delle disposizioni normative. In Italia, ad esempio, un simile *modus operandi* è seguito dal Ministero delle imprese e del Made in Italy (e.g. Progetti R&S nel settore aerospaziale - Risposte alle domande frequenti, FAQ relative ai bandi Horizon Europe rientranti nella Missione M4C2-2.2 PNRR) così come dall'Unità per le Autorizzazioni di Materiali d'Armamento ("**UAMA**") sull'*export control*, che tramite una descrizione accurata delle fattispecie riescono a distinguere i profili che rilevano da quelli che invece sono inconferenti. A livello unionale, si veda, ad esempio, la metodologia delle FAQ della Commissione (e.g. Frequently asked questions on the EU framework for FDI screening, Frequently Asked Questions on Leniency).

SEZIONE III

ASPETTI PROCEDURALI

1. Competenza giurisdizionale della PCM

RAZIONALE

Esplicitare l'estraneità dall'ambito di applicazione della Disciplina Golden Power delle operazioni cc.dd. "*foreign to foreign*" per garantire maggiore certezza giuridica ed evitare notifiche prudenziali di questo tipo di operazioni.

La Disciplina Golden Power conferisce alla PCM poteri speciali con riferimento a determinate operazioni che abbiano ad oggetto società o, più direttamente, attivi, beni e/o rapporti considerati strategici per gli interessi nazionali. Ne consegue che rientrano nell'ambito di applicazione della Disciplina Golden Power le operazioni riguardanti società con sede in Italia ed i cui attivi, beni o rapporti strategici siano localizzati anch'essi in Italia.

Nella prassi, tuttavia, si registrano numerose notifiche di operazioni interamente *foreign to foreign*.

Tale fenomeno, disallineato rispetto alla *ratio* della disciplina, deriva dall'assenza di un chiaro riferimento nella Disciplina Golden Power alla giurisdizione della PCM in relazione ad attività, anche potenzialmente riferibili a "settori sensibili" ma svolte in Italia da società estere prive di una presenza fisica nel paese.

PROPOSTA

Esplicitare, anche mediante normativa secondaria, linee guida o FAQ, che sono esclusi dall'ambito di applicazione della Disciplina Golden Power investimenti, delibere, atti o operazioni realizzati da o riguardanti società di diritto estero prive di articolazioni sul territorio italiano per il tramite di società controllate, sedi secondarie e/o *asset* e che siano quindi attive in Italia solo per il tramite di vendite di prodotti o prestazione di servizi dall'estero.

Si propone di esplicitare (anche mediante normativa secondaria, linee guida o FAQ) che sono da considerarsi esclusi dall'ambito di applicazione della disciplina Golden Power gli investimenti, le delibere, gli atti o le operazioni che abbiano ad oggetto società di diritto estero prive di articolazioni sul territorio italiano per il tramite di società controllate, sedi secondarie e/o *asset* e che siano quindi attive in Italia, ad esempio, solo per il tramite di vendite di prodotti o prestazione di servizi dall'estero. E ciò anche qualora queste ultime svolgano attività o detengano beni e rapporti che sarebbero altrimenti ricompresi nei DPCM n. 108/2014, n. 179/2020 e/o n. 180/2020 (“**Regolamenti Attuativi**”).

La proposta risulta coerente con alcune precedenti pronunce della PCM rinvenibili nelle relazioni annuali¹⁹.

Escludendo la riconducibilità nell'ambito della normativa nazionale di operazioni prive di un ancoraggio con la giurisdizione italiana, si garantirebbe un'applicazione coerente con il quadro normativo stabilito dal Regolamento IDE²⁰.

19 Cfr., ad esempio, le operazioni *BC European Capital Management X Limited/Ceramtec Holding GmbH e AS Wagram/ZMFH SAS*, descritte nella “Relazione al Parlamento in materia di esercizio dei poteri speciali Golden Power aggiornata al 31 dicembre 2018”, p. 45.

20 Operazioni che riguardino società localizzate in altri Stati membri dell'Unione europea ricadrebbero comunque nella giurisdizione dei rispettivi Stati membri ed eventuali effetti prodotti in Italia da tali operazioni sarebbero presi in considerazione nell'ambito del meccanismo di cooperazione per il controllo degli investimenti esteri istituito dal Regolamento IDE.

2. Collaborazione internazionale Italia - Paesi extra-UE

RAZIONALE

Garantire una più efficace esecuzione degli accordi commerciali (e.g. accordi di libero scambio, partenariato economico, *etc.*) sottoscritti dall'Italia e/o dall'Unione europea con paesi extra-UE prevedendo forme di semplificazione dell'eventuale scrutinio ai sensi della normativa Golden Power.

Gli Stati membri hanno competenza esclusiva in materia di sicurezza nazionale²¹ ed il diritto di tutelare gli interessi essenziali della propria sicurezza conformemente a quanto previsto dall'articolo 346 TFUE²².

Con il Regolamento IDE, l'UE ha inteso garantire un approccio coordinato al controllo degli investimenti diretti esteri nei settori strategici essenziali per la sicurezza e il funzionamento dell'economia dell'Unione e dei 27 Stati membri.

Allo stesso tempo, l'Unione europea e gli Stati membri sottoscrivono accordi internazionali aventi ad oggetto il libero scambio commerciale o accordi di partenariato economico²³.

In tale contesto, in relazione alle operazioni che si inquadrano nell'ambito di accordi internazionali sottoscritti dall'Italia o dall'Unione europea e che, dunque, siano presumibilmente insuscettibili di pregiudicare gli interessi nazionali, l'eventuale scrutinio Golden Power potrebbe essere semplificato.

21 Cfr. Articolo 4, paragrafo 2, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea ("TFUE" o "Trattato").

22 Il comma 1 recita: "Le disposizioni dei trattati non ostano alle norme seguenti: a) nessuno Stato membro è tenuto a fornire informazioni la cui divulgazione sia dallo stesso considerata contraria agli interessi essenziali della propria sicurezza; b) ogni Stato membro può adottare le misure che ritenga necessarie alla tutela degli interessi essenziali della propria sicurezza e che si riferiscano alla produzione o al commercio di armi, munizioni e materiale bellico; tali misure non devono alterare le condizioni di concorrenza nel mercato interno per quanto riguarda i prodotti che non siano destinati a fini specificamente militari".

23 Cfr. <https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/it/content/accordi-di-libero-scambio>. Si pensi agli accordi cc.dd. "Government to Government".

In questo modo, oltre al meccanismo istituito a livello UE²⁴, si garantirebbe una più efficace esecuzione degli accordi commerciali, agevolando le attività di analisi della PCM e riducendo gli oneri a carico degli investitori provenienti da tali Stati anche in termini di tempistica del procedimento di valutazione dell'operazione.

PROPOSTA

Per le operazioni che si inquadrano nell'ambito di accordi internazionali sottoscritti dall'Italia e/o dall'Unione europea con paesi extra-UE, prevedere forme di semplificazione dell'eventuale scrutinio ai sensi della Disciplina Golden Power, ad esempio, tramite procedure di *fast track*.

3. Interazione tra la disciplina sui poteri speciali ed altre normative di settore

RAZIONALE

Nelle ipotesi in cui si instaurino rapporti di specialità tecnica tra la Disciplina Golden Power e le discipline di settore, con conseguente poliscrutinio amministrativo da parte della PCM e di altre autorità nazionali competenti, si possono ravvisare alcune criticità pratiche relative ai termini da rispettare, agli eventi rilevanti che determinano l'obbligo di notifica e ai rimedi imposti nell'ambito dei diversi procedimenti, specie se tra di loro confliggenti.

²⁴ Nella Proposta di nuovo Regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, presentata dalla Commissione il 24 gennaio 2024, si legge: "[l]a proposta di regolamento dovrebbe continuare a sostenere la cooperazione internazionale con i paesi terzi su questioni relative al controllo degli IED, nel debito rispetto della riservatezza delle operazioni e delle relative indagini di controllo".

Gli investimenti esteri in Italia non sono soggetti esclusivamente alla Disciplina Golden Power. A seconda delle sue caratteristiche, l'investimento può essere soggetto ad una o più discipline di settore nazionali e dell'Unione europea²⁵.

In linea generale, il legislatore italiano ha regolato il rapporto tra Disciplina Golden Power e disciplina di settore stabilendo che, fermo restando l'obbligo di notifica, i poteri speciali si applicano nella misura in cui la tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico “*non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore*”²⁶.

I settori della difesa e della sicurezza nazionale fanno eccezione a tale regola generale, non essendo previsto all'art. 1 del D.L. n. 21/2012 alcun richiamo alla regola di prevalenza della disciplina di settore.

Pertanto, limitatamente ai settori di cui all'art. 2 del D.L. n. 21/2012, nei casi in cui la disciplina di settore nazionale o unionale garantisca “*adeguatamente*” la tutela dell'interesse nazionale che si intende proteggere, è escluso l'esercizio dei poteri speciali.

Restano comunque fermi gli obblighi di comunicazione dell'operazione previsti dal D.L. n. 21/2012 alla PCM, alla quale è riservata la valutazione tecnica sull'idoneità della disciplina di settore a offrire garanzia di adeguata tutela degli interessi nazionali.

Vi sono, poi, delle ipotesi in cui la Disciplina Golden Power interagisce con discipline speciali rispetto alle quali “*non sembra possibile impostare il rapporto [...] in termini di prevalenza*”²⁷ ed è invece ravvisabile un rapporto di “*specialità*” tecnica nella misura in cui la disciplina di settore richieda l'intervento pubblico rispetto all'investimento estero per tutelare un bene giuridico diverso rispetto all'operazione. Si tratta, ad esempio, dei rapporti di specialità tecnica tra la Disciplina Golden Power e le discipline di settore in materia di controllo delle concentrazioni, di prodotti a duplice uso (c.d. *dual use*) e di Offerta Pubblica di Acquisto (“**OPA**”).

Così, in materia di controllo delle concentrazioni, qualora un investimento estero in Italia rientri nel

25 Cfr. M. Carpagnano, *Il rapporto tra la disciplina golden power e le altre discipline di settore* in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, p. 173.

26 Cfr. art. 4-bis, comma 3-quater, D.L. n. 105/2019; art. 2, comma 3, D.L. n. 21/2012; art. 14, comma 1, DPCM n. 179/2020.

27 Cfr. R. Chieppa, *Disciplina e prassi applicativa del golden power italiano anche alla luce del regolamento UE sul controllo degli investimenti esteri diretti (IDE) e della riforma introdotta con il decreto legge n. 21 del 2022* in J. Moscianese, R. Cafari Panico (a cura di), *Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza*, Torino, 2022, p. 97.

perimetro applicativo della Disciplina Golden Power e contestualmente siano integrate le soglie di fatturato stabilite dalla normativa in materia di controllo delle concentrazioni, l'investimento estero sarà soggetto al duplice vaglio amministrativo della PCM per i profili Golden Power e dell'autorità *antitrust* competente²⁸. Si tratta di valutazioni distinte ed autonome, rispondenti a diversi obiettivi di tutela, che possono condurre ad esiti di segno opposto.

Analogamente, le attività economiche di rilevanza strategica esercitate da imprese aventi ad oggetto i prodotti a duplice uso (c.d. *dual use*) potrebbero essere soggette ad un duplice vaglio amministrativo. Potranno, infatti, essere soggette al vaglio della PCM per gli aspetti Golden Power qualora le imprese svolgano in tale settore attività economiche di rilevanza strategica e realizzino un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro²⁹, nonché della UAMA per l'autorizzazione all'esportazione³⁰.

Sotto un ulteriore profilo, un investimento rispetto ad una società *target* quotata su un mercato regolamentato potrebbe essere oggetto di scrutinio sia da parte della PCM, ai sensi della disciplina Golden Power, sia da parte della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ("CONSOB"), nonché delle eventuali altre autorità nazionali competenti UE e/o extra-UE.

Ogni qualvolta una operazione soggetta al vaglio della PCM ai sensi della normativa Golden Power dia luogo ad un poliscrutinio amministrativo da parte di altre autorità nazionali e/o estere competenti per materia si possono ravvisare criticità pratiche sotto un triplice ordine di profili.

In particolare, rispetto alle possibili divergenze e contrasti relativi a:

- (i) eventi rilevanti che determinano l'obbligo di notifica ai sensi delle normative di settore;
- (ii) termini da rispettare per l'avvio e la conclusione dei diversi procedimenti;

28 L'investimento di Iren, società attiva nel settore dell'energia, in Egea, società *multiutility* piemontese (attiva nei settori del gas, energia elettrica, teleriscaldamento, rifiuti e servizi idrici integrati) è un recente esempio di interazione tra la normativa Golden Power e la normativa in materia di controllo delle concentrazioni (e la procedura fallimentare). Secondo quanto riportato da Iren, a fronte del *signing* avvenuto il 30 marzo 2024, il 23 aprile 2024 è stato ottenuto dalla PCM il "via libera" Golden Power rispetto all'operazione, mentre il 26 giugno 2024 l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha autorizzato l'operazione ai sensi della normativa in materia di controllo delle concentrazioni (*Borsa Italiana*, 28 giugno 2024).

29 Cfr. art. 12 del Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 18 dicembre 2020, n. 179 ("Regolamento per l'individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionale nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, a norma dell'articolo 2, comma 1-ter, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56") ("Regolamento Attuativo Settori Europei").

30 In applicazione delle disposizioni di cui al Decreto Legislativo del 15 dicembre 2017, n. 221, funzionale all'applicazione del regime istituito a livello UE dal Regolamento 2021/821 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2021 che istituisce un regime dell'Unione di controllo delle esportazioni, dell'intermediazione, dell'assistenza tecnica, del transito e del trasferimento di prodotti a duplice uso.

- (iii) rimedi e prescrizioni imposti nell'ambito dei diversi procedimenti, specie se tra di loro confliggenti³¹.

Nell'ambito della legislazione vigente, l'art. 2-bis del D.L. n. 21/2012 prevede una forma di collaborazione “*anche mediante scambio di informazioni*” tra la PCM e altre autorità al fine di agevolare l'esercizio delle funzioni di cui alla Disciplina Golden Power. In particolare, ai sensi del comma 2 di tale disposizione, il Gruppo di Coordinamento ha la facoltà di richiedere a “*pubbliche amministrazioni, enti pubblici o privati, imprese o altri soggetti terzi*” di fornire informazioni ed esibire documenti.

Tale forma di coordinamento, senz'altro utile per fornire elementi informativi alla PCM da parte di autorità di settore, non risolve le possibili divergenze e contrasti sopra rilevati tra i diversi procedimenti amministrativi che attengono alla struttura stessa dei differenti procedimenti. Peraltro, tale sistema sembra essere stato impostato “a senso unico” dalla PCM verso le altre autorità amministrative di settore (non essendo prevista per queste ultime la possibilità di interagire con la PCM *motu proprio*) e l'attivazione di tale sistema è rimessa alla discrezionalità della PCM.

PROPOSTA

Istituzionalizzare il coordinamento tra la PCM e le autorità amministrative di settore (e.g. AGCM, CONSOB, o UAMA) tramite la previsione, in sede regolamentare, di un obbligo per il Gruppo di coordinamento di richiedere un parere non vincolante, qualora nell'ambito della fase istruttoria emergano questioni di competenza di un'autorità amministrativa di settore.

Inoltre, sarebbe utile poter disporre di un meccanismo di notifica unica (*one stop shop*), la cui attivazione è rimessa alla facoltà delle parti notificanti, che consenta di accentrare in un unico adempimento amministrativo la comunicazione delle operazioni rilevanti a livello nazionale, ferma restando l'autonomia di valutazione rimessa alle singole amministrazioni coinvolte.

³¹ Tanto più che le condizioni che possono essere imposte dalla PCM sono di tipo “aperto” e non tipizzate, e possono concretizzarsi in misure di natura comportamentale ed organizzativa, con potenziale impatto sulle valutazioni che le altre autorità amministrative potrebbero essere chiamate a fare nei rispettivi procedimenti.

Per l'attuazione di tale proposta si potrebbe seguire il modello già previsto in sede regolamentare in materia di pratiche commerciali scorrette, che impone all'AGCM di richiedere un parere alla Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni ("AGCOM"), qualora nell'ambito di istruttorie in tema di tutela del consumatore e pubblicità ingannevole e comparativa emergano profili di competenza dell'AGCOM³².

Tale modello potrebbe essere particolarmente utile in materia di poteri speciali, ad esempio nei casi in cui il Gruppo di Coordinamento ravvisi, nella fase istruttoria, che determinati rimedi possano incidere, anche indirettamente, sulla struttura concorrenziale del mercato nazionale o di una sua parte rilevante. In tali casi, il coinvolgimento della AGCM sotto forma di un parere da esprimere entro un congruo termine, decorso il quale il procedimento potrà essere concluso anche in assenza del parere³³, garantirebbe un coordinamento tra le amministrazioni nel rispetto delle rispettive competenze ed in ossequio al principio di autonomia dal potere politico che informa l'operato delle amministrazioni indipendenti. In questo modo si potrebbero evitare situazioni in cui l'esercizio dei poteri speciali può dare luogo a restrizioni strutturali della concorrenza.

Tale modello potrebbe essere replicato *mutatis mutandis* anche per la richiesta di pareri ad altre autorità di settore, quali ad esempio la CONSOB, o la UAMA.

In un'ottica di ulteriore efficientamento e di semplificazione degli oneri amministrativi a carico degli investitori esteri, ferma restando l'autonomia di valutazione rimessa alle singole amministrazioni coinvolte, sarebbe utile ipotizzare un meccanismo di notifica unica (*one stop shop*), la cui attivazione è rimessa alla facoltà delle parti notificanti, che consenta di accentrare in un unico adempimento amministrativo la comunicazione delle operazioni rilevanti a livello nazionale.

³² Cfr. art. 17, comma 2, Regolamento sulle procedure istruttorie nelle materie di tutela del consumatore e pubblicità ingannevole e comparativa (Delibera AGCM 5 novembre 2024, n. 31356).

³³ Analogo potere dell'AGCM di verifica della compatibilità delle norme in materia di tutela della concorrenza degli atti e dei provvedimenti adottati dalle pubbliche amministrazioni è previsto dagli articoli 21, 21-bis e 22 della Legge 10 ottobre 1990, n. 287.

4. Rafforzamento dell'istituto della pre-notifica

RAZIONALE

Incentivare il ricorso alla pre-notifica, perseguendo le finalità deflattive rispetto al numero in costante crescita di notifiche.

L'istituto della pre-notifica³⁴ è stato introdotto con una finalità deflattiva rispetto al numero, come confermato anche dai dati relativi al 2024, sempre crescente di notifiche ricevute dalla PCM³⁵.

In particolare, tramite lo strumento della pre-notifica l'impresa interessata può trasmettere al Dipartimento per il coordinamento amministrativo (“DICA”) una informativa sui progetti di costituzione, acquisizione, delibera, atto od operazione, fornendo tutti i documenti e le informazioni, in quanto disponibili, previsti per la formale notifica.

Entro trenta giorni dalla ricezione della pre-notifica il DICA, all'esito delle deliberazioni assunte dal Gruppo di Coordinamento, comunica all'impresa se: (a) l'operazione non rientra nell'ambito applicativo della Disciplina Golden Power, sicché una notifica formale non è dovuta; (b) l'operazione è suscettibile di rientrare nell'ambito applicativo della Disciplina Golden Power, nel qual caso l'impresa è tenuta a eseguire la notifica prevista dagli articoli 1 e 2 decreto-legge n. 21 del 2012; (c) l'operazione rientra nell'ambito applicativo della Disciplina Golden Power ma sono manifestamente insussistenti i presupposti per l'esercizio dei poteri speciali (*i.e.* la c.d. autorizzazione in pre-notifica). Qualora nel termine di trenta giorni non sia adottata alcuna decisione dal Gruppo di Coordinamento, l'impresa è tenuta a eseguire la notifica formale.

³⁴ Lo strumento è stato introdotto a settembre 2022 per mezzo dell'art. 7 del DPCM n. 133/2022, adottato a seguito della riforma prevista dal D.L. 21 marzo 2022, n. 21 (convertito con modificazioni dalla Legge 20 maggio 2022, n. 51).

³⁵ Cfr. C. D. Piro, *La prenotifica e le ulteriori misure di semplificazione*, in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, p. 211. Anche a distanza di anni il numero delle comunicazioni alla PCM non accenna a diminuire. Cfr. in proposito M. Carpagnano, *Golden power, il 2024 anno record. In Italia è già stato applicato in 27 casi*, su *Milano Finanza*, 21 novembre 2024.

Lo strumento della pre-notifica non sembra allo stato aver raggiunto pienamente le finalità deflative auspicate³⁶.

Spesso, infatti, le imprese preferiscono optare per la notifica in luogo della pre-notifica. Ciò sembra essere dovuto a una pluralità di fattori di natura operativa, tra cui:

- (i) la mancata predisposizione di un formulario in forma abbreviata che si concentri esclusivamente sugli elementi essenziali per l'analisi dell'informativa da parte del Gruppo di Coordinamento ai fini di stabilire se l'operazione rientri effettivamente nell'ambito applicativo della normativa Golden Power (art. 7, comma 2, lettera a) del DPCM n. 133/2022) e/o sono manifestamente insussistenti i presupposti per l'esercizio dei poteri speciali (art. 7, comma 2, lettera c) del DPCM n. 133/2022)³⁷;
- (ii) la circostanza per cui la pre-notifica non incide sul decorso dei termini previsti per il deposito della notifica, ove dovuta. Tale circostanza può dar luogo a problemi ed incertezze operative, ad esempio, qualora - in pendenza del termine di trenta giorni previsto dall' art. 7, comma 5 del DPCM n. 133/2022 - si verifichi una circostanza che renda necessario procedere alla notifica entro dieci giorni;
- (iii) la circostanza per cui, anche qualora il procedimento di pre-notifica si concluda con una delibera di cui alle lettere a) e c) dell'art. 7 del DPCM n. 133/2022, la parte notificante potrebbe comunque essere tenuta ad eseguire una formale notifica, ad esempio, qualora lo richiedano una o più delle Amministrazioni che compongono il Gruppo di Coordinamento (comma 4 dell'art. 7 del DPCM n. 133/2022);
- (iv) la circostanza che, qualora entro il termine di trenta giorni dalla pre-notifica, non sia adottata alcuna decisione, sarebbe in ogni caso necessaria una notifica formale.

³⁶ Nel 2024 sono state effettuate 175 pre-notifiche e 660 notifiche, cfr. "Relazione annuale 2025 sulla politica dell'informazione per la sicurezza", Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica, p. 42. Nel 2023, invece, sono state effettuate 150 pre-notifiche e 577 notifiche, cfr. "Relazione annuale alle Camere in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni", 2023, p. 12.

³⁷ L'esperienza applicativa insegna che l'impresa che si trova nella necessità di fornire, in sede di pre-notifica, tutte le informazioni che sarebbero dovute in caso di notifica formale, spesso preferisce depositare direttamente quest'ultima. In tal modo, infatti, si evita il rischio di un allungamento dei tempi nel caso in cui, ad esempio, la pre-notifica si concluda con la richiesta di una notifica formale.

PROPOSTA

- 1) prevedere la possibilità per le imprese di instaurare, tramite l'adozione di un'apposita procedura, un confronto preliminare con il Gruppo di Coordinamento, in anticipo rispetto alla pre-notifica o alla notifica formale, in merito ad una prospettata operazione sia per discuterne la sussumibilità o meno nell'ambito di applicazione della Disciplina Golden Power sia per, assumendone la riconducibilità alla normativa, discutere preliminarmente eventuali profili rilevanti connessi alla stessa operazione con conseguenti vantaggi traducibili in una semplificazione dell'attività amministrativa ed in una maggiore tempestività del pronunciamento della PCM;
- 2) chiarire il contenuto minimo della pre-notifica adottando un formulario in forma abbreviata;
- 3) chiarire che, ogni qual volta il perfezionamento dell'operazione sia espressamente subordinato alla positiva conclusione del procedimento di pre-notifica, i termini previsti per il deposito della notifica formale sono da considerarsi rispettati (cfr. paragrafo successivo);
- 4) stabilire che in caso di conclusione del procedimento di pre-notifica con esito di inapplicabilità o manifesta insussistenza dei presupposti per l'esercizio dei poteri speciali, le amministrazioni componenti il Gruppo di coordinamento non possano richiedere la presentazione di una notifica formale;
- 5) sostituire il meccanismo del silenzio-diniego con quello del silenzio-assenso eventualmente introducendo anche la possibilità, entro precisi limiti, di sospendere il termine di 30 giorni per richiedere ulteriori informazioni ove la PCM ritenesse che il contenuto minimo della pre-notifica (cfr. *supra* punto 2) non consenta di disporre di tutti gli elementi necessari per compiere la propria valutazione;
- 6) prevedere che, qualora il procedimento di pre-notifica si sia concluso con la richiesta di eseguire la notifica, la PCM riversi nel procedimento di notifica tutte le informazioni già acquisite agli atti, semplificando l'onere di comunicazione gravante sulle parti e tenendo conto, nella tempistica del procedimento di notifica, del tempo già trascorso in sede di pre-notifica.

Al fine di superare le criticità sopra identificate e valorizzare pienamente l'istituto della pre-notifica in funzione deflattiva si propone di adottare le seguenti misure:

- (i) prevedere la possibilità, tramite l'adozione di una apposita procedura, per le imprese di avere un confronto preliminare con il Gruppo di Coordinamento, in anticipo rispetto alla pre-notifica o alla notifica formale, in merito ad una prospettata operazione sia per discutere la sussumibilità o meno nell'ambito di applicazione della Disciplina Golden Power sia per, assumendone la riconducibilità alla normativa, discutere preliminarmente eventuali profili rilevanti connessi alla stessa operazione con conseguenti vantaggi traducibili in una semplificazione dell'attività amministrativa ed in una maggiore tempestività del pronunciamento della PCM;
- (ii) adottare un formulario in forma abbreviata che riporti gli elementi essenziali per la presentazione ed analisi della pre-notifica;
- (iii) chiarire che, ogni qual volta il perfezionamento dell'operazione sia contrattualmente subordinato alla positiva conclusione del procedimento di pre-notifica, i termini previsti per il deposito della notifica formale sono da considerarsi rispettati;
- (iv) stabilire che, qualora il procedimento di pre-notifica si sia concluso nel senso della inapplicabilità della Disciplina Golden Power o della manifesta insussistenza dei presupposti per l'esercizio dei poteri speciali (art. 7, comma 2, lettere a) e c) del DPCM 133/2022), non possa essere richiesta la presentazione di una notifica formale³⁸;
- (v) considerato che, sulla base delle informazioni pubbliche disponibili, la PCM ha sempre dato riscontro alle parti nell'ambito del procedimento di pre-notifica, si propone di sostituire il meccanismo del silenzio-diniego con quello del silenzio-assenso per una maggiore certezza giuridica e per rimuovere un disincentivo all'utilizzo dello strumento da parte delle imprese. Si potrebbe eventualmente introdurre la possibilità, entro precisi limiti, di sospendere il termine di 30 giorni per richiedere ulteriori informazioni ove la PCM ritenga che il contenuto minimo della pre-notifica (cfr. *supra* punto (ii)) non consenta di disporre di tutti gli elementi necessari per compiere la propria valutazione;

³⁸ Abrogare, quindi, la previsione del comma 4 dell'art. 7 del DPCM n. 133/2022 per cui, "[n]ei casi di cui al comma 2, lettere a) e c), in occasione della riunione del Gruppo di coordinamento, una o più Amministrazioni componenti il medesimo Gruppo possono richiedere che l'impresa esegua una formale notifica ai sensi degli articoli 1 e 2 del decreto-legge n. 21 del 2012. In ogni caso, entro il termine di tre giorni, dalla riunione del Gruppo di coordinamento per le Amministrazioni componenti il Gruppo di coordinamento, le stesse amministrazioni o le parti possono richiedere che l'impresa esegua una formale notifica ai sensi degli articoli 1 e 2 del decreto-legge n. 21 del 2012".

- (vi) prevedere che, qualora il procedimento di pre-notifica si sia concluso con la richiesta di eseguire la notifica prevista dagli articoli 1 o 2 del D.L. n. 21/2012 (art. 7, comma 2, lettera b) del DPCM n. 133/2022), la PCM riversi nel procedimento di notifica tutte le informazioni/documenti già acquisiti nell'ambito del procedimento di pre-notifica, semplificando pertanto l'onere di comunicazione gravante sulle parti, e qualificando le informazioni allo stato trasmesse dalle parti come integranti una notifica ai sensi degli articoli 1 e/o 2 del D.L. n. 21/2012. Coerentemente, la tempistica del procedimento di notifica terrà conto del tempo già trascorso nel procedimento di pre-notifica, quanto meno per la valutazione degli aspetti di cui alle lettere a) e c) dell'art. 7 del DPCM n. 133/2022.

5. Tempistiche e conteggio dei termini del procedimento

RAZIONALE

Garantire una maggiore certezza rispetto ai tempi e ai termini del procedimento Golden Power.

Al fine di fornire maggiore certezza e prevedibilità rispetto alla tempistica ed al computo dei termini del procedimento Golden Power, potrebbe essere utile procedere ad una revisione dei seguenti aspetti, che hanno ingenerato alcuni dubbi interpretativi e prassi discordanti.

Con riferimento alle **modalità del computo dei termini** previsti dal D.L. n. 21/2012 (*i.e.* giorni lavorativi o di calendario), l'art. 6 comma 7 del D.P.R. 35/2014 e l'art. 6 comma 7 del D.P.R. 86/2014 sulle procedure per l'esercizio dei poteri speciali prevedono che nel computo dei "*termini*" previsti agli artt. 1 e 2 del D.L. n. 21/2012 non si conteggino i giorni di sabato, domenica ed i giorni festivi. Gli artt. 1 e 2 del D.L. n. 21/2012 non qualificano espressamente come "*termine*" i dieci giorni entro cui le imprese sono tenute a comunicare un'operazione rilevante ai sensi della normativa Golden Power. Le due disposizioni normative sopra menzionate invece qualificano espressamente come

“*termini*” i quarantacinque giorni entro cui la PCM comunica l’esito del procedimento e i dieci/venti giorni a disposizione delle parti/dei terzi per rispondere a eventuali richieste istruttorie nel corso del procedimento. Pertanto, una lettura dell’art. 6, comma 7, del D.P.R. 35/2014 e dell’art. 6 comma 7 del D.P.R. 86/2014 in combinato disposto con gli artt. 1 e 2 del D.L. n. 21/2012 potrebbe condurre l’interprete a ritenere, *a contrario*, che nel computo dei dieci giorni per la comunicazione di un’operazione rilevante si debbano includere i giorni di sabato, domenica e i giorni festivi.

La prassi, tuttavia, sembra indicare che perlomeno il termine di 45 giorni della durata del procedimento Golden Power (così come, peraltro, i termini per rispondere alle richieste istruttorie formulate ai soggetti notificanti o a terzi) siano calcolati dalla PCM in giorni di calendario. Risulta, pertanto, auspicabile un chiarimento in modo da uniformare il computo dei termini, anche prendendo spunto dal Regolamento IDE che, in modo più chiaro, fa riferimento a giorni di calendario (“*calendar days*” o “giorni civili” nella versione italiana)³⁹.

Inoltre, sarebbe opportuno prevedere espressamente la possibilità per le parti notificanti di presentare una richiesta motivata di proroga del termine per rispondere a richieste istruttorie, fermo restando che, in tal caso, il procedimento rimarrà sospeso fino a quando non sarà dato riscontro alla richiesta istruttoria, e quindi potenzialmente, fino al decorso del nuovo termine, come prorogato.

L’individuazione del “*dies a quo*” per l’adempimento degli obblighi di comunicazione ai sensi della Disciplina Golden Power potrebbe essere definita più chiaramente. Ad esempio: l’art. 2, commi 2 e 2-*bis*, richiede che le delibere, atti o operazioni che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità di attivi, beni e rapporti strategici, debbano essere notificate “*entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione*”. Sicché tale formulazione sembra consentire di interpretare la previsione “*entro dieci giorni*” come non perentoria. Andrebbe comunque chiarito che la comunicazione è in ogni caso tempestiva se effettuata anche oltre i dieci giorni purché non sia stata data attuazione alla delibera, atto o operazione rilevante. Ciò risulterebbe, inoltre, coerente con la prassi affermatasi, secondo cui le parti optano, ogni volta sia possibile⁴⁰, per l’inclusione di una condizione sospensiva⁴¹ che subordini l’implementazione della delibera, atto

39 Cfr. Regolamento IDE, art. 6, paragrafi 6 e 7 e art. 7, paragrafo 6.

40 E ciò anche qualora l’operazione riguardi esclusivamente l’acquisto di azioni (c.d. *share deal*).

41 Così facendo, le parti regolano da un punto di vista contrattuale il rischio di, ad esempio: (a) non perfezionare acquisti di partecipazioni che potrebbero incontrare la successiva opposizione della PCM o essere assoggettati al rispetto di prescrizioni impreviste; (b) non incorrere in violazioni di termini o in pre-implementazioni prima dell’autorizzazione Golden Power essendo evidente, data la previsione di una specifica condizione sospensiva Golden Power, che la delibera, l’atto o l’operazione di cui trattasi non possa comportare,

o operazione da cui scaturisce l'obbligo di notifica, alla favorevole conclusione del procedimento Golden Power.

Prendendo spunto da tale prassi, sarebbe utile esplicitare, anche per il tramite di linee guida o di FAQ, che il termine di 10 giorni per la comunicazione alla PCM risulta rispettato per delibere, atti od operazioni di cui all'art. 2, c. 2 e c. 2-*bis* del D.L. n. 21/2012 che siano sospensivamente condizionati alla favorevole conclusione del procedimento Golden Power.

Tale chiarimento risulterebbe anche funzionale a garantire un coordinamento tra pre-notifica e notifica qualora in pendenza del procedimento di pre-notifica si renderebbe altrimenti necessario rispettare i termini previsti ai sensi degli artt. 1 e 2 del D.L. n. 21/2012 (v. *supra* par. 4, sez. III).

PROPOSTA

Esplicitare che, per il computo dei termini previsti per la comunicazione alla PCM (10 giorni), per la durata del procedimento Golden Power (45 giorni) e per rispondere a richieste istruttorie formulate ai soggetti notificanti (10 giorni) o a terzi (20 giorni), la locuzione “*giorni*” è da riferirsi ai giorni di calendario.

Prevedere in modo esplicito la possibilità per le imprese notificanti di presentare una richiesta motivata di proroga del termine previsto per rispondere a richieste istruttorie.

Prevedere espressamente, anche tramite linee guida o FAQ, che il termine di 10 giorni per la comunicazione alla PCM risulta rispettato per delibere, atti od operazioni di cui all'art. 2, commi 2 e 2-*bis* del D.L. n. 21/2012 che siano sospensivamente condizionati alla favorevole conclusione del procedimento Golden Power.

prima dell'autorizzazione da parte della PCM, alcuna modifica del controllo, della titolarità o della disponibilità di attività, beni o rapporti strategici e che, conseguentemente, la notifica consente l'eventuale tempestivo esercizio dei poteri speciali da parte della PCM.

6. Modalità e criteri per la definizione dell'importo delle sanzioni pecuniarie

RAZIONALE

Garantire una maggiore certezza giuridica, trasparenza e proporzionalità del regime sanzionatorio.

Gli obblighi stabiliti dalla Disciplina Golden Power sono assistiti da un impianto sanzionatorio particolarmente gravoso. Ad esempio, per la violazione dell'obbligo di notifica così come per il caso di inosservanza delle prescrizioni imposte dalla PCM possono essere applicate sanzioni amministrative pecuniarie fino al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiori all'1% del fatturato cumulato delle imprese coinvolte nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio, oltre ad eventuali sanzioni accessorie ed alla possibile nullità degli atti adottati in violazione del D.L. n. 21/2012.

In materia di Golden Power, non sono previsti, a livello di normativa primaria e secondaria, criteri e disposizioni sulle modalità di calcolo delle sanzioni amministrative pecuniarie, né sono state formalizzate le relative prassi sotto forma di linee guida (strumento utilizzato da altre autorità, come ad esempio l'AGCM) che possano garantire un maggiore livello di trasparenza e conoscibilità delle sanzioni concretamente applicabili.

Il regime sanzionatorio in materia di Golden Power risulta particolarmente gravoso ed induce le imprese a notificare in via cautelativa anche operazioni che risultano non rientrare nell'ambito applicativo della disciplina sull'esercizio dei poteri speciali, come dimostra l'elevato numero delle notifiche ricevute dalla PCM.

PROPOSTA

Intervenire sul regime sanzionatorio individuando criteri e modalità di calcolo della sanzione che tengano conto dell'entità e dell'effettività dell'eventuale pregiudizio per gli interessi essenziali dello Stato e del comportamento delle parti coinvolte, nonché della eventuale declaratoria di nullità *de iure* dell'operazione.

Si propone, inoltre, di circoscrivere con precisione le ipotesi in cui opera la nullità *de iure* dell'operazione.

Si propone di intervenire sul regime sanzionatorio individuando criteri e modalità di calcolo della sanzione, a partire dall'individuazione del fatturato rilevante, che tengano conto dell'entità e dell'effettività dell'eventuale pregiudizio per gli interessi essenziali dello Stato connesso all'operazione, del comportamento delle parti coinvolte e della eventuale declaratoria di nullità *de iure* dell'operazione. A riguardo, si propone di circoscrivere con precisione le ipotesi in cui opera la nullità *de iure* dell'operazione nel rispetto del principio di proporzionalità. Ciò faciliterebbe, al contempo, un pieno ed effettivo sindacato giurisdizionale⁴².

⁴² Un utile esempio è rappresentato dalle Linee Guida sulla modalità di applicazione dei criteri di quantificazione delle sanzioni amministrative pecuniarie adottate dall'AGCM, cfr. Delibera AGCM del 25 febbraio 2025, n. 31466, recante "Linee guida sulla modalità di applicazione dei criteri di quantificazione delle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dall'Autorità in applicazione dell'articolo 15, comma 1-bis, della legge n. 287/90".

SEZIONE IV

ASPETTI SOSTANZIALI

1. Abrogazione dell'art. 1-bis del D.L. n. 21/2012

RAZIONALE

Adattare il quadro normativo previsto a tutela della sicurezza dei dati trasmessi attraverso le reti 5G (art. 1-*bis* del D.L. n. 21/2012) agli sviluppi legislativi nel campo della sicurezza cibernetica dalla perimetrazione realizzata con il D.L. n. 22/2019 alla creazione di una Agenzia ad hoc attraverso il D.L. n. 82/2021.

L'inserimento all'interno della Disciplina Golden Power dell'art. 1-bis nel 2019 rispondeva alla necessità di tutelare la sicurezza dei dati trasmessi attraverso le reti 5G. L'esigenza di intervenire con una disciplina specifica è stata avvertita in modo crescente, sia a livello nazionale che dell'Unione europea, in ragione dell'importanza economica di tali dati e della loro connessione con la sicurezza nazionale⁴³.

Tuttavia, l'art. 1-bis si distingue per caratteristiche e traiettorie sue proprie: sebbene riguardi un settore rilevante per la sicurezza e la difesa nazionale, ad esso è dedicato un articolo *ad hoc*, che

⁴³ Cfr. R. Chieppa, C. D. Piro *Dal D.L. n. 21/2012 al D.L. 21/2022 e agli ultimi interventi normativi* in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, p. 25.

sottopone alla disciplina sui poteri speciali determinati accordi contrattuali e acquisti di forniture. Si tratta di operazioni del tutto diverse rispetto a quelle previste dagli artt. 1 e 2⁴⁴ così come sono diversi i termini del procedimento e le modalità per l'eventuale esercizio dei poteri speciali.

PROPOSTA

Abrogare l'art. 1-bis del D.L. n. 21/2012 e ricondurre tale settore nell'ambito della disciplina sulla *cybersecurity*.

Considerati gli sviluppi legislativi nel campo della sicurezza cibernetica, dalla perimetrazione realizzata con il D.L. n. 22/2019 alla creazione di una Agenzia *ad hoc* attraverso il D.L. n. 82/2021, sarebbe coerente ricondurre l'ambito del 5G a tale dimensione normativa. Anche la dottrina ha sottolineato come l'estensione dei poteri speciali a tale settore sia avvenuta in un momento in cui in Italia mancava una disciplina compiuta in tema di *cybersecurity*⁴⁵. Pertanto, anche in considerazione dello scopo perseguito dall'art. 1-bis, è stato proposto di sottrarre alla disciplina sui poteri speciali le tecnologie 5G e regolarle, invece, nell'ambito della disciplina sulla *cybersecurity*, prevedendo l'attribuzione di nuovi poteri istruttori all'Agenzia per la cybersicurezza nazionale ("ACN")⁴⁶.

Inoltre, attraverso il ricollocamento dell'art. 1-bis nella disciplina sulla *cybersecurity*, la PCM sarebbe sollevata dall'onere di approvazione dei piani annuali, potendo concentrare le risorse sulle operazioni più rilevanti per la sicurezza e difesa nazionale.

44 *Ibidem*.

45 Cfr. R. Chieppa, *Considerazioni conclusive*, in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, p. 421.

46 *Ibidem*.

2. Esclusione delle operazioni intra-UE e intra-IT nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, nonché negli altri settori di cui all'art. 2 D.L. n. 21/2012

RAZIONALE

Allineare la normativa nazionale con i principi unionali in materia di libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento, con la finalità di promuovere un principio di sicurezza economica unionale e facilitare il rafforzamento delle imprese strategiche dell'UE.

Il D.L. n. 21/2012 include nell'ambito di applicazione della Disciplina Golden Power anche le operazioni realizzate da soggetti appartenenti all'Unione europea nei confronti di società con attivi strategici nei settori delle comunicazioni, energia, trasporti, salute, agroalimentare e finanziario, incluso quello creditizio e finanziario⁴⁷.

Tale regime rafforzato, introdotto in via temporanea durante la pandemia per reagire alla volatilità dei mercati e contrastare il rischio di operazioni speculative ai danni di imprese strategiche italiane⁴⁸, è stato più volte prorogato e infine definitivamente incluso nella Disciplina Golden Power dal D.L. n. 21/2022. L'estensione della disciplina sui poteri speciali anche agli acquisti di partecipazioni di controllo da parte di soggetti intra-UE solleva la questione della compatibilità del regime italiano con la tutela delle libertà garantite dal diritto dell'Unione europea in materia di libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali, in particolare quando abbia ad oggetto investimenti provenienti da soggetti appartenenti all'Unione europea.

Il diritto UE ammette a determinate condizioni – che ci siano motivi di interesse generale e che le misure adottate siano proporzionate e non siano discriminatorie – restrizioni alle libertà fonda-

⁴⁷ Si tratta di operazioni di acquisto di partecipazioni di controllo o che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o degli attivi strategici (cfr. art. 2, commi 2-bis e 5, D.L. 21/2012).

⁴⁸ D.L. 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. Decreto Liquidità).

tali previste dal Trattato, come previsto anche dal Regolamento IDE. L'impianto normativo italiano sui poteri speciali sembra rispettare tali condizioni nella misura in cui tipizza, *ex ante* in via normativa e regolamentare, i poteri esercitabili e i relativi presupposti, la procedura per l'esercizio dei poteri speciali e prevede la possibilità di ricorrere in giudizio contro il decreto di esercizio dei poteri speciali. Inoltre, la disposizione include espressamente anche i residenti italiani tra i soggetti tenuti alla notifica dell'acquisto di partecipazioni di controllo al fine di evitare disparità di trattamento.

Ciononostante, occorrerà verificare come tali poteri saranno esercitati in concreto e quanto lo scrutinio di proporzionalità sarà effettivamente rigoroso⁴⁹. Non si può dunque escludere che la normativa italiana si esponga al rischio di procedure di infrazione da parte della Commissione Europea e censure della Corte di Giustizia⁵⁰.

Tale impostazione sarebbe inoltre coerente con la finalità di promuovere un principio di sicurezza economica europea e facilitare il rafforzamento delle imprese strategiche europee.

PROPOSTA

Escludere dall'ambito di applicazione della Disciplina Golden Power, nei settori diversi dalla difesa e sicurezza nazionale, gli acquisti di partecipazioni, gli investimenti, gli atti od operazioni realizzati da soggetti intra-UE (ivi compresi i soggetti nazionali).

Si propone di escludere dall'ambito di applicazione della Disciplina Golden Power gli acquisti di partecipazioni, gli investimenti, gli atti od operazioni realizzati da soggetti appartenenti all'Unione europea, inclusi i soggetti nazionali, nei settori di cui all'art. 2 del D.L. n. 21/2012.

La proposta non modificherebbe l'ambito di applicazione della disciplina nei settori della difesa e della sicurezza nazionale.

49 Cfr. G. Napolitano, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, cit.; R. Chieppa, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n.21 del 2022 e della legge di conversione del 20 maggio 2022*, n. 51, *Federalismi.it*, 8 giugno 2022.

50 Secondo quanto riportato dagli organi di stampa, la Commissione europea avrebbe chiesto all'Italia talune informazioni, nell'ambito della procedura c.d. EU Pilot, sulle modalità di applicazione della Disciplina Golden Power per vagliare eventuali acquisizioni bancarie nel Paese (Fonte: Reuters, 4 aprile 2025).

3. Superamento dell'attuale prassi della PCM con riferimento alla notifica della costituzione di pegni su azioni o quote

RAZIONALE

Evitare la proliferazione degli obblighi di notifica in conseguenza del recente orientamento giurisprudenziale secondo cui si renderebbe necessario comunicare alla PCM la mera costituzione di un pegno su azioni/quote societarie a garanzia di finanziamenti a imprese che detengono attivi in settori strategici (cfr. TAR Lazio, Sez. I, sent. n. 10275/2024, caso *Cedacri*), preservando la speditezza delle operazioni di finanziamento, essenziali per sostenere le esigenze operative, espansive e strategiche delle imprese italiane.

L'ambito di applicazione del D.L. 21/2012 interessa anche l'“**assegnazione in garanzia**” di beni e rapporti strategici (cfr. articolo 1, comma 1, lettera b, e articolo 2, commi 2 e 2-*bis*).

Si tratta, tuttavia, di un ambito applicativo che, nel corso degli anni, ha dato luogo a prassi non uniformi, specie con riferimento alla notificabilità della **costituzione** di garanzie su partecipazioni societarie in imprese che detengono beni e rapporti strategici⁵¹ e che, più recentemente, ha dato origine a una significativa pronuncia del Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (TAR Lazio) (caso *Cedacri*⁵²), attualmente oggetto di appello davanti al Consiglio di Stato.

Se infatti non si è mai realmente dubitato che l'escussione di un pegno sulle azioni - tramite vendita a terzi o appropriazione - che comporti un cambio di controllo o l'acquisizione di azioni/quote/diritti di voto che raggiungano o superino (a seconda dei casi) le soglie previste dal D.L. n. 21/2012⁵³, dovesse essere oggetto di una notifica Golden Power, nella sentenza *Cedacri* il TAR ha sostenuto

51 Ci si riferisce in particolare ai beni e rapporti indicati nei DPCM 108/2014 (nei settori della difesa e della sicurezza nazionale), 179/2020 (nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del Regolamento (UE) 2019/452) e 180/2020 (nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni).

52 TAR Lazio, Sez. I, sent. n. 10275/2024.

53 Si tratterebbe, infatti, di un'operazione assimilabile a un "acquisto a qualsiasi titolo di partecipazioni in imprese strategiche".

che l'obbligo di notifica sussisterebbe anche nel caso di costituzione ed estensione di pegno su partecipazioni societarie, a prescindere dal fatto che i diritti di voto rimangano al socio, e non siano trasferiti al creditore pignoratizio.

Questi sviluppi giurisprudenziali pongono il mercato dei finanziamenti in Italia in distonia rispetto alle norme e alla prassi internazionali a cui sono usi gli operatori del settore (su tutti, banche e fondi di investimento internazionali), che si trovano ormai a valutare l'appetibilità delle operazioni in Italia, anche in funzione di obblighi e vincoli non previsti da altri Paesi dell'Unione europea.

Si ritiene necessario ripensare lo scrutinio *ex ante* sulle garanzie connesse ai finanziamenti alle imprese in ottica di semplificazione, efficienza e maggior certezza del diritto.

L'attrazione degli investimenti diretti dall'estero, come pure dei finanziamenti alle imprese italiane, è fra le priorità strategiche del Governo⁵⁴ e la Disciplina Golden Power non deve quindi essere percepita dagli investitori esteri come un'ulteriore barriera⁵⁵, scoraggiando l'ingresso nel mercato italiano di istituzioni finanziarie non domestiche.

I comitati creditizi delle istituzioni finanziarie, infatti, stanno prestando via via una sempre maggior attenzione alle tematiche legate ai profili Golden Power e maturando enorme sensibilità sul tema. Si evidenzia, peraltro, che nell'ambito delle operazioni di finanziamento, l'intervenuta costituzione del *security package* che assiste il finanziamento stesso costituisce – di norma – condizione sospensiva all'erogazione del prestito. Di conseguenza, l'attesa di una delibera da parte della PCM può portare a ritardi e dilazioni nella conclusione della operazione finanziaria nel suo complesso.

a) Le operazioni di finanziamento con pegno su partecipazioni societarie di imprese che detengono beni e rapporti strategici

Le operazioni di finanziamento sono essenziali per sostenere le esigenze operative, espansive e strategiche delle imprese italiane, ivi incluse di quelle attive in settori strategici. Operazioni di finanziamento sono comuni nell'ambito di transazioni di *private equity* e acquisizione (che potrebbero richiedere esse stesse una autonoma notifica Golden Power), in operazioni di finanza di progetto (le quali, tipicamente, investono i settori strategici dell'economia italiana quali quello energetico ed infrastrutturale) e in altre operazioni di finanza strutturata.

54 Si veda <https://www.esteri.it/it/diplomazia-economica-e-politica-commerciale/diplomaziaeconomica/l-attrazione-degli-investimenti/perche-investire-in-italia/>.

55 Si veda https://www.corriere.it/economia/opinioni/24_ottobre_01/perche-l-italia-ha-tanto-bisogno-degli-investimenti-esteri-e-perche-non-arrivano-52c02535-4394-40b4-8327-9dd91e128xik.shtml?refresh_ce.

Tra le forme più diffuse di finanziamenti troviamo:

- **Finanziamenti bancari (sindacati e non):** in genere si tratta di finanziamenti concessi da una o più banche (in questo ultimo caso si parla di “finanziamenti in *pool*”), e oggi anche da fondi specializzati. Nel caso dei finanziamenti in pool, l’obiettivo principale è distribuire il rischio e l’onere finanziario (in genere molto ingente) tra i vari partecipanti, garantendo così la capacità di concedere prestiti di importi particolarmente rilevanti o in favore di imprese di maggiori dimensioni⁵⁶. Peculiare tipologia di finanziamenti bancari è quella comunemente nota con la denominazione di finanza di progetto (o *project finance*), complessa operazione finanziaria nel contesto della quale progetti di grande rilevanza economica e sociale (e.g. aeroporti, autostrade, ospedali) vengono affidati – nella loro progettazione, realizzazione e gestione – a soggetti privati che se ne accollano i relativi rischi, in cambio della possibilità di remunerarsi mediante la gestione dell’opera stessa. Tali progetti vengono di norma finanziati attraverso prestiti sindacati a lungo termine, senza ricorso nei confronti dei promotori dell’iniziativa economica, il cui rimborso viene garantito dai flussi di cassa previsti dalla gestione e/o esercizio dell’opera stessa.

- **Emissione di prestiti obbligazionari / titoli di debito:** si tratta di casi in cui una impresa emette obbligazioni o titoli di debito per finanziarsi. Questa modalità permette alle aziende di raccogliere fondi da una base più ampia di investitori, ferma restando la libertà di trasferimento sul mercato secondario delle obbligazioni/titoli di debito.

Usualmente le operazioni di finanziamento sopra citate sono assistite da garanzie reali (il c.d. *security package*) a garanzia delle obbligazioni di pagamento del prenditore del finanziamento (in particolare per il rimborso del capitale, degli interessi, delle commissioni e degli eventuali oneri accessori). Di consueto, il *security package* include, *inter alia*, anche il pegno sulle partecipazioni della società finanziata o, ove il finanziamento sia propedeutico ad un’acquisizione, sulla partecipazione acquisita nella società target. Con particolare riferimento al pegno su partecipazioni è importante segnalare che, in deroga alla regola generale dell’art. 2352 del Codice Civile, per prassi i diritti di voto relativi alle azioni/quote sulle quali è costituita la garanzia rimangono in capo al socio

⁵⁶ Nel contesto dei finanziamenti in pool, gli istituti finanziari partecipanti al sindacato sono soliti assumere differenti ruoli: (i) le banche arranger (o capofila) sono coloro che si occupano della strutturazione del finanziamento nonché della costituzione del pool di banche; (ii) la banca agente è l’intermediario finanziario incaricato della effettiva gestione del prestito; e (iii) le banche partecipanti sono coloro che erogano il prestito all’impresa debitrice. Nel contesto del processo di sindacazione, accade di sovente che le banche che originariamente hanno proceduto all’erogazione del prestito (ovvero all’assunzione dell’impegno a procedere a successive erogazioni), cedano – in tutto o in parte – il loro credito nei confronti del prenditore ovvero la loro obbligazione di procedere a future erogazioni nei confronti di altri istituti di credito.

fino all'eventuale verificarsi di eventi di inadempimento delle obbligazioni di rimborso o altro evento rilevante ai sensi della documentazione finanziaria stipulata dalle parti, a cui può fare seguito l'escussione del pegno stesso (previo esercizio della relativa facoltà da parte del pool dei finanziatori, per il tramite della banca agente). Ciò ha il chiaro fine di consentire al socio di continuare ad operare in massima autonomia, al fine di massimizzare i risultati economici, e rimborsare così anche il prestito (unico vero interesse dei soggetti finanziatori).

Una breve sintesi delle principali problematiche tipicamente connesse agli obblighi di notifica Golden Power aiuterà a comprendere che le esigenze di monitoraggio della Presidenza possono essere assicurate con strumenti meno invasivi della notifica formale prima dell'eventuale escussione del pegno o, in ogni caso, dell'eventuale passaggio dei diritti di voto in capo al creditore pignoratizio.

b) Problematiche connesse agli obblighi di notifica delle operazioni di finanziamento

Senza alcuna pretesa di esaustività, si ritiene che le problematiche rappresentate di seguito siano comuni alla grande maggioranza dei casi, e dunque comprenderne la portata dovrebbe aiutare a trovare soluzioni che contemperino le esigenze collettive/pubbliche con quelle delle società interessate a conseguire un finanziamento.

In questa sede, ci si concentrerà in particolare sull'aspetto da cui emergono forse le maggiori criticità applicative, vale a dire, i possibili obblighi di notifica connessi alla costituzione di garanzie su azioni di società strategiche.

Infatti, un tale obbligo (i) non trova esplicita conferma nel D.L. n. 21/2012 e (ii) non sembra rispondere nel modo più appropriato alle esigenze di tutela degli interessi nazionali protetti dal medesimo decreto.

Con riferimento al primo profilo, la non assoggettabilità a notifica della costituzione di pegni su azioni si basa su almeno due considerazioni:

- (i) il D.L. n. 21/2012 si riferisce esplicitamente ad "assegnazione in garanzia", di "beni e rapporti" (altrove anche detti "attivi") ma non di azioni o quote societarie. Invero, il legislatore del D.L. n. 21/2012 utilizza la locuzione "assegnazione in garanzia" in senso atecnico (non essendo dato rinvenire in alcun altro provvedimento legislativo e/o regolamentare l'impiego

della medesima espressione), ma l'espressione evoca⁵⁷ chiaramente l'idea di un effettivo trasferimento degli attivi, circostanza che evidentemente si realizzerebbe solo al momento di una futura possibile escussione della garanzia.

Ne consegue, da un lato, che la mera costituzione di una garanzia non sia coperta dal dato normativo (al contrario della "assegnazione") e, dall'altro, che a *fortiori* questa prima estensione della norma non possa essere ulteriormente ampliata fino a comprendere la costituzione in garanzia di azioni o quote societarie.

Sotto quest'ultimo profilo, se è vero che dalla titolarità delle azioni/quote di una società strategica e dei diritti di voto ad esse connessi scaturiscono effetti in merito alla titolarità, al controllo e alla disponibilità dei beni e rapporti strategici dalla medesima società, è altrettanto vero che gli obblighi di notifica Golden Power legati all'acquisto di azioni e quote (o di diritti di voto) di una società strategica sono autonomamente regolati da specifiche previsioni del D.L. n. 21/2012, e in particolare dagli articoli 1, comma 5 e 2, comma 5.

Un'interpretazione estensiva dell'"*assegnazione in garanzia*" degli articoli 1, comma 1, lettera b, e 2, commi 2 e 2-bis, del D.L. n. 21/2012 non servirebbe dunque a colmare alcun vuoto normativo; **tanto più che,**

- (ii) nella prassi, i pegni su azioni che assistono i finanziamenti bancari prevedono espressamente che tanto la titolarità delle azioni quanto l'esercizio dei diritti di voto rimanga in capo al socio della società strategica che ha concesso il pegno, salvo l'eventuale verificarsi di un evento rilevante ai sensi della documentazione finanziaria stipulata dalle parti, a cui può fare seguito l'escussione del pegno stesso (che in caso sarebbe, questo sì, potenzialmente soggetto a obblighi di notifica Golden Power). I finanziatori, infatti, fondano le loro delibere creditizie su: (i) la capacità del *cash flow* di progetto di assolvere al servizio del debito; e/o (ii) le valutazioni su natura e *rating* del soggetto prestatore, piano di investimenti, *etc.*, e – pertanto - non hanno alcun interesse ad ingerirsi nella gestione aziendale sino al verificarsi di eventi patologici che possano pregiudicare gli stessi flussi di cassa. In un simile scenario quindi, le previsioni già contenute nel D.L. n. 21/2012 in merito alla notificabilità dell'acquisto di partecipazioni e diritti di voto, paiono già un presidio sufficiente rispetto agli interessi nazionali.

57 Nel Codice Civile è dato rinvenire l'utilizzo del termine agli articoli 2804 e 2798 con riferimento all'assegnazione in pagamento, norme nel contesto delle quali è chiaro che il significato attribuito richiama un trasferimento di un asset/credito a soddisfazione di una obbligazione.

È però oggi d'obbligo, su tali profili, un confronto con la posizione della PCM recentemente avallata dal TAR sul caso *Cedacri*, per quanto ancora *sub judice*.

In estrema sintesi, nella predetta sentenza il TAR ha sostenuto che la costituzione di un pegno su azioni⁵⁸ di una società strategica rientrerebbe invece, tra le operazioni che necessitano di una notifica Golden Power. Tale conclusione deriverebbe, essenzialmente, dal fatto che la costituzione del pegno inciderebbe di fatto sulla “disponibilità” del bene posto in garanzia dal momento che:

- (a) il creditore pignoratorio può “*far vendere la cosa* [includere le azioni - ndr] *ricevuta in pegno, incassandone il ricavato, o domandare che il bene gli sia assegnato in pagamento fino alla concorrenza del debito*”;
- (b) la circostanza che la costituzione del pegno, vincolando il bene al soddisfacimento del credito, incide inevitabilmente sulla capacità di gestire tale bene ovvero sul controllo della società;
- (c) la conclusione *sub b)* si applicherebbe anche nel caso in cui, a seguito della costituzione di un pegno su azioni, il creditore non disponga del diritto di voto, visto che (i) tale patto potrebbe essere in seguito modificato, (ii) il creditore pignoratorio potrebbe in ogni caso incidere in altro modo sulla vita della società, ad esempio promuovendo azioni di responsabilità o impugnando delibere assembleari e (iii) a seguito di un inadempimento, i diritti di voto potrebbero spettare al creditore garantito **e che**
- (d) spostare l'obbligo di notifica al momento dell'assegnazione significherebbe svuotarne di portata pratica il contenuto poiché l'intervento pubblico sarebbe tardivo.

La PCM dovrebbe guardare oltre il caso *Cedacri* per riallinearsi all'approccio europeo / internazionale. In ogni caso, le argomentazioni del TAR non sembrano conclusive.

Con riferimento all'argomento *sub a)*, si è già detto che, in simili circostanze, il D.L. n. 21/2012 già prevede autonomi obblighi di notifica al ricorrere dei relativi presupposti.

⁵⁸ Dalla lettura della sentenza *Cedacri* emerge che, tra gli atti notificati dalla società, figurano, *inter alia*, i pegni sui conti correnti. È ragionevole supporre che tale riferimento sia stato inserito nell'ambito della descrizione del *security package*, per meri fini di completezza, come frequentemente accade nella prassi. Dopotutto, l'assimilazione, sotto il profilo della rilevanza Golden Power, di un pegno su un conto corrente a una garanzia su beni e rapporti strategici non convincerebbe. È evidente, infatti, che (i) oggetto di garanzia, nel contesto di un pegno su conto corrente, siano le somme di denaro su di esso depositate, e (ii) il denaro, in quanto tale, non risulta coperto da alcuna disposizione dei DPCM n. 108/2014, n. 179/2020 e n. 180/2020, e dunque, come è ovvio, non sia un bene strategico.

Dopotutto, se pure si può comprendere che la normativa Golden Power possa porre limiti alla possibilità che un creditore soddisfi la propria pretesa creditoria acquisendo una infrastruttura o altro asset strategico (ovvero che lo faccia un terzo, a seguito di una escussione della garanzia pignoratoria conseguenza di un inadempimento della società prenditrice del finanziamento), non può invece essere limitata la possibilità, per lo stesso, di essere ripagato in denaro. In caso contrario, le imprese strategiche (o potenzialmente strategiche) potrebbero incontrare gravi difficoltà a reperire finanziamenti.

Non si comprende poi per quale motivo il mero fatto che il bene sia vincolato al soddisfacimento del credito dovrebbe coincidere, specie quando il bene oggetto di garanzia siano azioni, con una ingerenza sul controllo della società.

Se infatti a seguito di una modifica del pegno (o di un inadempimento da parte del debitore) dovesse aver luogo un trasferimento dei diritti di voto, la relativa acquisizione da parte del creditore garantito o di un terzo (a seguito di una vendita ex art. 2797 del Codice Civile o art. 4 del Decreto Legislativo n. 170/2004) ben potrebbe comportare, come si è detto, un autonomo obbligo di notifica Golden Power.

Si aggiunga che la possibilità, invero non scontata, che il creditore pignoratizio possa promuovere azioni di responsabilità o impugnare delibere assembleari, non sembra sufficiente a rinvenire alcuna forma di controllo sulla società, a meno che non si voglia considerare anche qualunque socio di minoranza – che in qualche misura può perlomeno contare su diritti di voto – come un “controllante”, circostanza evidentemente non corretta.

È inoltre difficile comprendere per quale motivo un intervento della PCM al momento dell’eventuale escussione/assegnazione in garanzia dovrebbe considerarsi tardivo. I poteri speciali che la PCM potrebbe utilizzare includono, in ipotesi, anche il veto dell’operazione, sicché il rischio sembrerebbe più in capo al creditore, che in circostanze straordinarie potrebbe incontrare limiti al soddisfacimento delle sue pretese risarcitorie in ragione di superiori interessi nazionali, che non in capo alla società strategica.

È opportuno inoltre evidenziare che fin qui il tema è stato affrontato avendo a riferimento la costituzione di garanzie su azioni, beni o rapporti di una società strategica nel contesto di finanziamenti *stand alone*.

Nella realtà dei fatti, la necessità di dover effettuare una notifica, e ottenere l’autorizzazione da parte della PCM prima di costituire le garanzie, pone gli operatori di fronte a difficoltà applicative ancora più complesse quando il finanziamento, e le relative garanzie, si innestano in una operazione c.d. di M&A.

Si pensi, a titolo di esempio, a una tipica operazione di acquisizione di un’impresa in cui la società oggetto di acquisizione (c.d. “*Target*”) ricada nell’ambito di applicazione della Disciplina Golden Power. In tale contesto, la notifica Golden Power sarà, nella maggior parte dei casi, presentata nel corso dell’*interim period* tra *signing* e *closing*, e spesso entro pochi giorni dal *signing*, così da ot-

tenere la *clearance* Golden Power entro il termine previsto per il perfezionamento dell'operazione.

Ebbene, nel contesto di simili operazioni, la negoziazione del finanziamento volto a fornire all'acquirente ulteriore liquidità ai fini dell'acquisizione della società Target – e l'individuazione dei soggetti finanziatori (nel caso di finanziamenti in pool) – potrebbe avvenire solo a ridosso del *closing*. Ne consegue che, nel momento in cui acquirente e Target depositeranno la notifica relativa all'acquisizione, tale aspetto dell'operazione, e le conseguenti garanzie, dovrebbero essere descritte nel formulario sulla base delle informazioni disponibili a tale data, e quindi spesso sulla base di *term sheet*, in luogo dei documenti definitivi. Di conseguenza alcuni aspetti, quali la composizione dell'eventuale sindacato delle banche finanziatrici, e quindi l'identità dei creditori garantiti, potrebbero non essere ancora stati compiutamente definiti (in quanto soggetti alle delibere creditizie che, nella prassi, vengono adottate a ridosso del *signing* del finanziamento, una volta che i termini commerciali e legali della stessa operazione sono stati compiutamente definiti e contrattualizzati).

Lo stesso accade laddove il finanziamento sia effettuato mediante l'emissione di un prestito obbligazionario/titoli di debito garantiti da pegno. Tali strumenti finanziari, peraltro, prevedono, per loro natura, di essere scambiati sul mercato secondario, con la conseguenza che l'identità dei creditori garantiti è di fatto indeterminata e indeterminabile.

Nello stesso tempo, la notifica a fini Golden Power della costituzione di eventuali garanzie, ove ritenuta necessaria, non potrebbe essere posticipata, ad esempio alla data in cui la documentazione finanziaria sia stata compiutamente definita. Ciò, infatti, implicherebbe di fatto un allungamento del termine per addivenire al *closing* anche dell'operazione di acquisizione cui il finanziamento (e le relative garanzie) è finalizzato, causando ritardi spesso difficilmente compatibili con le logiche e la meccanica delle operazioni di M&A.

Le ripercussioni che un simile scenario avrebbe sulla prevedibilità dei tempi delle operazioni di M&A, e della relativa fattibilità, così come sull'attrattività del “sistema Italia” per gli investimenti, non solo stranieri, sarebbero evidentemente significative.

Per gli stessi motivi è parimenti molto oneroso e assai poco pratico provvedere a una nuova notifica in caso di **modifiche all'oggetto** della garanzia (*e.g.*, modifiche sostanziali dei termini economici, durata, *etc.*) o atti ricognitivi e confermativi, o di rinegoziazione di talune condizioni del prestito stesso che avvengano a seguito di una precedente *clearance* Golden Power, potendo la Presidenza fare ricorso in ogni caso a strumenti di controllo meno invasivi, come sopra illustrato (segnatamente con

eventuali obblighi di notifica in sede di acquisizione a qualsiasi titolo, e quindi compresa l'escusione di garanzie, di azioni, quote, diritti di voto o beni e rapporti strategici)⁵⁹.

Ancora più complesso, e a tratti del tutto impossibile (si pensi ad esempio ad obbligazioni oggetto di continue negoziazioni sul mercato secondario), risulterebbe poi notificare modifiche della garanzia in senso soggettivo (*i.e.* dell'identità del creditore garantito).

Si tratta, infatti, di eventi tutt'altro che infrequenti che non possono essere assoggettati ad obblighi di notifica ed autorizzazione preventiva, sia perché ottemperare a simili obblighi risulterebbe potenzialmente impraticabile dal punto di vista operativo, a causa dell'elevata frequenza e del volume delle transazioni, sia perché, in ogni caso, in un simile scenario tali strumenti risulterebbero assai meno liquidi e il loro valore potrebbe risultare molto ridotto (senza tralasciare il fatto che un'autorizzazione preventiva al trasferimento potrebbe anche sollevare questioni di libera circolazione dei capitali).

L'estensione incontrollata degli obblighi di notifica Golden Power esporrebbe poi:

- (i) le imprese a insostenibili rischi, anche alla luce delle severe sanzioni connesse alla violazione degli obblighi di notifica, che potrebbero in ipotesi finanche comportare la nullità di quanto il soggetto obbligato abbia ommesso di notificare, oltre a rilevanti sanzioni pecuniarie;
- (ii) la PCM, al rischio di essere destinataria di un numero incontrollabile di notifiche, per operazioni presumibilmente di scarso interesse, alla luce della sostanziale incapacità delle stesse di incidere negativamente sugli interessi nazionali tutelati dal D.L. n. 21/2012. È peraltro lecito chiedersi se la Presidenza sarebbe attrezzata per gestire una simile mole di notifiche.

Analizzando alcuni casi concreti di notifiche Golden Power effettuate nel contesto della costituzione di garanzie pignoratizie a servizio di operazioni di finanziamento, è inoltre dato riscontrare come la Presidenza, in fattispecie pressoché analoghe, si sia espressa in modo difforme.

Emblematico, al riguardo, è il caso di Open Fiber S.p.A.⁶⁰:

- nel 2018, nell'ambito dell'operazione di finanziamento degli investimenti necessari alla realizzazione del proprio piano industriale 2017-2026, Open Fiber S.p.A. ha notificato la stipula di un

⁵⁹ In tale contesto, spesso non è semplice capire quali modifiche potrebbero risultare significative.

⁶⁰ Cfr. "Relazione al Parlamento in materia di esercizio dei poteri speciali", dati aggiornati al 31 dicembre 2018.

contratto di finanziamento che prevede un pegno sulle azioni di Open Fiber detenute da Enel e da CDP Equity. Il Consiglio dei Ministri, con delibera del 29 agosto 2017, ha affermato che “*pur non ravvisandosi i presupposti per l'esercizio dei poteri speciali, è stato prescritto alla società Open Fiber ed ai suoi soci l'obbligo di notifica preventiva, ai sensi del decreto-legge n. 21 del 2012, all'eventuale verificarsi dell'escussione della garanzia pignorizia*”;

- sempre nel 2018, nel contesto della concessione in suo favore di un finanziamento, Open Fiber S.p.A. ha notificato un'operazione di costituzione di garanzie reali sulle azioni e sugli attivi societari. All'esito degli approfondimenti istruttori e la raccolta ulteriori informazioni a valle di chiarimenti richiesti alla società in relazione all'operazione, con delibera del Consiglio dei Ministri del 27 settembre 2018, il Governo ha ritenuto di “*raccomandare [...] in caso di eventuale escussione delle garanzie, di procedere ad ulteriore notifica ai sensi del decreto-legge n. 21 del 2012*”.

La presenza di delibere che, con riferimento alla medesima fattispecie (*i.e.* finanziamento in *project finance* in favore dello stesso prenditore, assistito da garanzie reali su azioni e asset), hanno dato luogo a pronunce differenti (prescrizione, nel primo caso, mera raccomandazione, nel secondo, con evidenti differenze in termini di sanzioni in caso di inadempimento) determinano una forte incertezza del diritto senz'altro poco incentivante per gli operatori di mercato che si avvicinano a strutturare operazioni di questo genere in Italia.

PROPOSTA

Superare l'attuale prassi della PCM, specie con riferimento alla notifica della costituzione di pegni su azioni o quote. Nel rispetto del dettato normativo, si dovrebbe ritenere rilevante il solo evento dell'assegnazione di attivi, beni o rapporti strategici (per tali dovendosi intendere il loro trasferimento, tipicamente nel contesto di una ipotetica escussione), escludendo conseguentemente, a titolo di esempio, l'obbligo di notifica in sede di costituzione di garanzie su partecipazioni societarie e/o a seguito di modifiche soggettive/oggettive delle stesse.

E ciò fermi restando gli ulteriori presupposti soggettivi e oggettivi (*e.g.* soglie quantitative) previsti dalla normativa perché sorga un obbligo di notifica.

In conformità al dettato normativo, l'assegnazione in garanzia rilevante ai fini della sussistenza di un obbligo di notifica deve essere intesa in maniera restrittiva e quindi limitatamente all'effettiva assegnazione di attivi, beni o rapporti strategici, dovendo pertanto ritenersi esclusa l'estensione dell'obbligo di notifica alla costituzione o all'estensione di garanzie su partecipazioni societarie in imprese la cui attività è considerata strategica ai sensi della Disciplina Golden Power. Ciò perlomeno in tutti i casi in cui, a seguito della costituzione della garanzia, i diritti di voto relativi alle azioni/quote sulle quali è costituita la garanzia rimangano in capo al socio fino all'eventuale verificarsi di eventi di inadempimento delle obbligazioni di rimborso o altro evento rilevante ai sensi della documentazione finanziaria stipulata dalle parti, a cui faccia seguito l'escussione del pegno stesso.

Infatti, in tale contesto, l'autorizzazione Golden Power dovrebbe essere necessaria solo in caso di effettivo trasferimento di diritti di voto e/o azioni ai creditori pignorati o a terzi (tipicamente nel contesto di una ipotetica escussione della garanzia) ove ciò determini il raggiungimento o superamento (a seconda dei casi) delle soglie previste agli articoli 1, comma 1, lettera b, e articolo 2, commi 2 e 2-bis⁶¹.

Da ultimo, si evidenzia come un effettivo esercizio dei poteri speciali dovrebbe trovare applicazione esclusivamente nei casi in cui la PCM non disponga di altri strumenti per esercitare un controllo sull'identità del soggetto cessionario a seguito dell'evento di escussione: accade di frequente, infatti, che le convenzioni di concessione regolate dal Codice degli Appalti Pubblici (D. Lgs. n. 36/2023) prevedano delle forme di controllo da parte del concedente pubblico, che deve esprimere il suo gradimento ogniqualvolta intervenga una modifica soggettiva del soggetto concessionario, ivi incluso al ricorrere di un cambio di controllo conseguenza di *enforcement* del pegno sulle partecipazioni. In tali circostanze, pertanto, i poteri speciali della PCM dovrebbero cedere il passo a diversi (e spesso più invasivi) poteri già attribuiti all'autorità pubblica ai sensi della disciplina di settore⁶².

61 Nella denegata ipotesi in cui la PCM volesse invece mantenere una qualche forma di monitoraggio dei pegni costituiti su partecipazioni societarie in imprese strategiche, la proposta – finalizzata ad una maggiore certezza del diritto che rassicurerebbe le banche che intendono finanziare progetti relativi ad attivi strategici – potrebbe essere quella di prevedere una mera informativa circa l'intervenuta costituzione della garanzia reale per consentire al Governo di conoscere ex ante la transazione ed avere già a disposizione tutte le informazioni maggiormente rilevanti relative al deal nell'ipotesi di una successiva notifica in sede di escussione della garanzia pignorata.

62 Cfr. Sez. IV, par. 4 del presente documento programmatico.

4. Rapporto con i regimi concessori

RAZIONALE

Eliminare i dubbi interpretativi fornendo chiarimenti circa il rapporto della Disciplina Golden Power con i regimi concessori.

Il rapporto tra i poteri speciali e regimi concessori è governato dal principio generale, rimarcato in sede di DPCM n. 179/2020 e n. 180/2020⁶³, di residualità della Disciplina Golden Power rispetto alla disciplina settoriale, qualora questa sia sufficiente a tutelare in maniera adeguata gli interessi essenziali dello Stato⁶⁴. Tale principio risulta essere osservato nella prassi applicativa, in cui si verifica frequentemente che una delibera di non esercizio dei poteri speciali sia giustificata dall'esistenza di un regime concessorio⁶⁵.

Coerentemente l'esercizio dei poteri speciali in settori intrinsecamente condizionati da regimi concessori, come ad esempio quello dei trasporti, che ha ad oggetto le infrastrutture (porti, aeroporti, etc.), risulta marginale se non irrilevante⁶⁶.

Tuttavia, la Disciplina Golden Power tutela un interesse diverso da quello a cui sono finalizzati i poteri attribuiti ad un soggetto pubblico in un rapporto concessorio, che attengono alla corretta

63 Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 23 dicembre 2020, n. 180 ("Regolamento per l'individuazione degli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, a norma dell'articolo 2, comma 1, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56").

64 Si legge all'articolo 4 del DPCM n. 180/2020 (e in modo analogo all'articolo 14 del DPCM n. 179/2020): "Fermo restando l'obbligo di notifica, i poteri speciali di cui all'articolo 2 del decreto-legge e relativi al presente regolamento si applicano nella misura in cui la tutela degli interessi essenziali dello Stato previsti dal medesimo articolo 2, ivi compresi quelli connessi a un adeguato sviluppo infrastrutturale, non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore, anche di natura convenzionale connessa a uno specifico rapporto concessorio".

65 Cfr. P. Cirielli, *I settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni di cui all'art. 2, comma 1, D.L. n. 21/2012*, in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, 96.

66 Il carattere residuale della Disciplina Golden Power nel caso di rapporti di concessione è motivato dalla circostanza che spesso già solo i requisiti di gara, per accedervi o ottenere l'aggiudicazione, nonché in ogni caso il titolo concessorio – frutto di una convenzione con l'amministrazione competente – risultano sufficienti a tutelare l'interesse pubblico. Sul punto è interessante riportare l'esempio dell'acquisto del 79,793% delle azioni di Geasar S.p.A. (gestore dell'Aeroporto di Olbia-Costa Smeralda) da parte di F2i Aeroporti 2 S.r.l.: il Governo, ricevuta la notifica dell'operazione, ha ritenuto di non deliberare l'esercizio dei poteri speciali, in quanto l'operazione notificata era già regolamentata da una convenzione tra ENAC e Geasar S.p.A. e, pertanto, trovava applicazione l'articolo 4 del D.P.R. 85/2014, "ove si prevede l'esclusione dell'esercizio dei poteri speciali nel caso in cui sussista una specifica regolamentazione di settore tale da garantire la tutela degli interessi essenziali dello Stato".

gestione di un determinato servizio⁶⁷. Pertanto, nel caso in cui si ritengano non adeguatamente presidiati gli interessi essenziali dello Stato, anche in tali settori possono essere esercitati i poteri speciali⁶⁸.

Il quadro generale è così delineato:

- i. previsione di espressa rilevanza ai sensi della Disciplina Golden Power delle reti, degli impianti, dei beni e dei rapporti di rilevanza strategica anche se oggetto di concessioni (articolo 2, comma 1, del D.L. n. 21/2012);
- ii. principio di residualità e non applicabilità dei poteri speciali in caso di sussistenza di una regolamentazione di settore, anche di natura convenzionale, connessa ad uno specifico rapporto concessorio (articolo 4, DPCM n. 180/2020; articolo 14, DPCM n. 179/2020);
- iii. meccanismi di raccordo tra obbligo di notifica e procedure di gara (DPCM n. 189/2022);
- iv. nel complesso, tutela degli interessi pubblici già garantita in sede di affidamento e, pertanto, residualità dei poteri speciali confermata dalla casistica osservata nelle Relazioni Annuali al Parlamento.

67 Cfr. P. Cirielli, *I settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni di cui all'art. 2, comma 1, D.L. n. 21/2012*, in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, 96.

68 In tale contesto il DPCM n. 189/2022 ha opportunamente disciplinato i meccanismi di raccordo tra obbligo di notifica e procedure di gara.

PROPOSTA

- 1) Definire, in sede di regolamentazione secondaria (DPCM), le singole fattispecie degli appalti, delle concessioni e delle autorizzazioni, riferendosi a titolo di sintesi ai rapporti convenzionali tra privati e amministrazioni discendenti da una gara;
- 2) prevedere espressamente all'art. 3, comma 4, DPCM n. 189/2022, che l'obbligo di notifica resta fermo anche in caso di sub-concessione o sub-affidamento;
- 3) fornire specificazioni in riferimento alle *security clauses* nel coordinamento tra amministrazioni;
- 4) in sede di norma primaria eliminare il riferimento alle concessioni contenuto nell'art. 2, c. 1, D.L. n. 21/2012 dato che risulta superfluo poiché la strategicità di un *asset* non sembra dipendere dalla modalità del suo affidamento.

Tra gli elementi su cui sarebbe auspicabile intervenire:

- a) In sede di definizioni occorre una chiarificazione terminologica, anche alla luce del lessico utilizzato dall'Unione europea, circa la fattispecie degli appalti, delle concessioni e delle autorizzazioni. Ad esempio, nel DPCM n. 189/2022 si usa in modo indiscriminato il termine appalto e il termine concessione; nei DPCM n. 179/2020 e n. 180/2020 sono menzionati in termini generali i rapporti di natura convenzionale e i rapporti concessori. Occorrerebbe, da un lato, effettuare le dovute specificazioni in sede di definizione, dall'altro, focalizzarsi sull'aspetto comune delle varie fattispecie: ossia la gara e il relativo titolo convenzionale che disciplina i rapporti tra amministrazione concedente/affidante e concessionario/appaltatore. In questo senso, previa definizione, ci si potrebbe riferire, a titolo di sintesi, ai rapporti convenzionali tra privati e amministrazioni discendenti da una gara pubblica.
- b) La previsione di una gara, tra requisiti di accesso e aggiudicazione, nonché il titolo convenzionale, sono spesso già idonei a tutelare gli interessi pubblici. Inoltre, anche qualora il privato intendesse affidarsi ad una sub-concessione o un sub-appalto, sarebbe necessaria l'autorizzazione dell'amministrazione competente. Potrebbe verificarsi l'ipotesi in cui tale

autorizzazione non risulti sufficiente a garantire una adeguata tutela: se per la concessione vi è stata la parallela istruttoria della PCM, lo stesso dovrebbe essere previsto anche in caso di sub-concessione e sub-affidamento. Sul punto è discutibile ritenere che tale tutela possa essere ricavata, in via analogica, dal disposto di cui all'articolo 3, comma 4, DPCM n. 189/2022 (*“Restano fermi gli obblighi di notifica previsti dal decreto-legge n. 21 del 2012 nel caso di acquisto di partecipazioni in società già titolari di concessioni, nonché di atti che modificano la titolarità, il controllo, o la disponibilità degli attivi strategici da esse detenuti”*). Sarebbe pertanto auspicabile inserire, nel testo del predetto comma, l'inciso “nonché in caso di sub-affidamento ad altro soggetto” (sub-affidamento integrale o comunque sostanziale).

- c) Sempre in sede di normativa secondaria, potrebbero essere contemplate alcune specificazioni circa le *security clauses* nel coordinamento tra amministrazioni, fermo restando il principio di residualità della Disciplina Golden Power.
- d) I rapporti convenzionali hanno un ambito applicativo trasversale, dal momento che riguardano una serie di settori, quali i trasporti (i cui attivi concernono, sostanzialmente, infrastrutture oggetto di concessioni), o l'energia (reti e distribuzione), nonché altre realtà più specifiche. Pertanto, non sarebbe utile prevedere un articolo o paragrafo *ad hoc* relativo agli stessi. È invece preferibile mantenere l'impianto attuale, ove i rapporti convenzionali vengono contemplati in sede di attivi, a livello trasversale. Sotto questo profilo non si ravvisa l'utilità dell'inciso di cui all'art. 2, comma 1: “sono individuati le reti e gli impianti, ivi compresi quelli necessari ad assicurare l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali, i beni e i rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, anche se oggetto di concessioni, comunque affidate, incluse le concessioni di grande derivazione idroelettrica e di coltivazione di risorse geotermiche”. L'intero periodo risulta superfluo, compreso il riferimento alle concessioni, in quanto la strategicità di un bene non ha a che fare con la modalità del suo affidamento. In particolare, le concessioni idroelettriche e geotermiche, poi, possono essere individuate in sede di DPCM tra gli attivi dell'energia. In dottrina è stato evidenziato come l'espressa menzione delle concessioni, introdotta dalla legge n. 51/2022, abbia avuto una portata meramente interpretativa e non estensiva dell'ambito di applicazione della disciplina⁶⁹.

69 Cfr. R. Chieppa, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022*, n. 51, in *Federalismi*.

5. Definizione di ambiti di non esercizio/esclusione degli obblighi di notifica

RAZIONALE

Chiarire le disposizioni in merito all'esclusione delle operazioni infragruppo e delle operazioni realizzate in stretta esecuzione di un obbligo di legge.

Il D.L. n. 21/2012 rimette alla disciplina regolamentare il compito di definire possibili esenzioni per le operazioni infragruppo (art. 1, comma 1-*bis*, art. 2, commi 1 e 1-*ter*).

I Regolamenti Attuativi prevedono che, fermi restando gli obblighi di notifica previsti dal medesimo decreto-legge, e il relativo regime sanzionatorio in caso di inadempimento, gli atti e le operazioni escluse dall'ambito di applicazione dei poteri speciali sono le fusioni, scissioni, incorporazioni, ovvero cessioni, anche di quote di partecipazione, quando le relative delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione non comportano il trasferimento dell'azienda o di rami di essa, o di società controllata, ovvero il trasferimento della sede sociale, il mutamento dell'oggetto sociale o la modifica di clausole statutarie che prevedono limiti al diritto di voto o al possesso azionario (ai sensi dell'art. 2351, comma 3, c.c. o dell'art. 3, comma 1, decreto-legge n. 332/1994), o la costituzione o cessione di diritti reali o di utilizzo relativi a beni materiali o immateriali o l'assunzione di vincoli che ne condizionano l'impiego (art. 4, DPCM n. 108/2014; art. 4, DPCM n. 180/2020; art. 14, DPCM n. 179/2020).

L'art. 11 del DPCM n. 133/2022 prevede poi che alle operazioni infragruppo si applichi una procedura semplificata, salvo che emerga una minaccia di grave pregiudizio agli interessi tutelati nella disciplina Golden Power.

L'art. 7 del D.L. n. 104/2023, convertito con legge n. 136/2023, ha esteso l'applicabilità della disci-

plina e l'eventuale esercizio dei poteri speciali anche all'interno del medesimo gruppo quando gli atti, le operazioni e le delibere abbiano ad oggetto attivi coperti da diritti di proprietà intellettuale afferenti all'intelligenza artificiale, ai macchinari per la produzione di semiconduttori, alla cybersicurezza, alle tecnologie aerospaziali, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, alle tecnologie di produzione alimentare e riguardino uno o più soggetti esterni all'Unione europea.

Tuttavia, le ragioni sottese all'applicazione della Disciplina Golden Power sembrano venire meno per quelle operazioni infragruppo che non comportano alcuna modifica della titolarità o del controllo sugli *asset* strategici che la normativa vuole tutelare, poiché si tratta di mere attività di riorganizzazione e razionalizzazione societaria all'interno del medesimo gruppo, con una variazione solo formale della titolarità degli *asset* oggetto dell'operazione.

Analogamente, non sembra sussistere la *ratio* della tutela del Golden Power in quelle operazioni che, pur avendo effetti traslativi sono realizzate in esecuzione di obblighi di legge.

Andrebbe quindi ripensata la portata delle esenzioni per limitare gli obblighi di notifica a quelle operazioni che, pur se infragruppo, possano comunque presentare, in linea di principio, profili di rischio per gli interessi nazionali, evitando eccessi che portino ad esempio a notificare a fini cautelativi anche operazioni realizzate tra società interamente controllate dalla stessa impresa.

Meriterebbe spazio, inoltre, l'introduzione di una specifica esenzione per quelle operazioni che rientrerebbero nell'ambito di applicazione della disciplina Golden Power ma che sono eseguite in stretta esecuzione di un obbligo di legge e alle quali, quindi, non dovrebbe essere imposto un obbligo di notifica⁷⁰.

⁷⁰ Cfr. Assonime, *Proposte per una semplificazione del quadro regolamentare e applicativo in materia di golden power*, position papers 6/2024, pp. 21-22.

PROPOSTA

- 1) Con riferimento alle operazioni infragruppo, limitare l'obbligo di notifica esclusivamente alle operazioni che, in linea di principio, presentino profili di rischio ai sensi della disciplina Golden Power;
- 2) prevedere un'esplicita esclusione dall'ambito applicativo della disciplina Golden Power per le operazioni eseguite in stretta esecuzione di un obbligo di legge o con un socio di controllo pubblico.

6. Onere motivazionale rafforzato

RAZIONALE

Garantire maggiore certezza con riferimento alle ipotesi di esercizio dei poteri speciali e maggiore prevedibilità rispetto agli esiti del procedimento anche con riferimento alle delibere che dichiarano la non applicabilità della normativa all'operazione notificata.

La comunicazione di chiusura del procedimento è tipicamente sintetica e priva di motivazione nei casi in cui l'operazione è ritenuta al di fuori dell'ambito di applicazione della normativa (delibere cc.dd. "No GP").

Nei casi di esercizio dei poteri speciali da parte della PCM, pur essendo la motivazione tipicamente più estesa, si riscontano ipotesi in cui le prescrizioni sono formulate con un linguaggio eccessivamente ampio e/o risultano non precisamente determinate o poco chiare in relazione ad elementi essenziali come, ad esempio, la loro durata.

Inoltre, condizioni/prescrizioni sembrano assumere nella prassi forme e modalità molto eterogenee, manifestandosi, in alcuni casi, in misure di ingerenza nella *governance* societaria oppure nella definizione delle obbligazioni o nelle modalità di esecuzione di contratti che regolano le operazioni oggetto di esercizio dei poteri speciali⁷¹.

La Disciplina Golden Power non definisce il contenuto minimo della motivazione della delibera, né delimita in modo preciso le modalità di intervento da parte del Governo in caso di imposizione di prescrizioni/condizioni. Sarebbe pertanto auspicabile l'instaurarsi di una prassi applicativa che preveda un onere motivazionale rafforzato per le delibere di esercizio dei poteri speciali in modo da esplicitare più diffusamente la motivazione dell'esercizio nel rispetto dei principi di necessità e di proporzionalità.

Nell'ambito delle *best practices*, si propone di esplicitare la motivazione anche con riferimento alle delibere che dichiarano la non applicabilità della normativa all'operazione notificata.

Inoltre, ad oggi non vi è un limite temporale o una cadenza con cui le prescrizioni o condizioni debbano essere rinnovate previo controllo della sussistenza dei presupposti di fatto e di diritto che hanno condotto alla delibera di esercizio dei poteri speciali. Ne consegue una incertezza sulla durata di tali prescrizioni, che può essere risolta solo con una istanza di parte al fine di chiedere la modifica o la revoca.

⁷¹ Cfr. R. Tuccillo, *Le tipologie di decisioni: le prescrizioni, le raccomandazioni e le verifiche di ottemperanza*, in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, p. 242.

PROPOSTA

Si propone, nel rispetto dei principi di necessità e di proporzionalità, l'adozione di una prassi volta a esplicitare più diffusamente la motivazione del provvedimento di esercizio dei poteri speciali.

Nell'ambito delle *best practices* si propone di esplicitare la motivazione anche con riferimento alle delibere che dichiarano la non applicabilità della normativa all'operazione notificata.

Coerentemente con la previsione normativa per cui l'esercizio dei poteri speciali deve essere informato ai principi di necessità e proporzionalità, la delibera con cui la PCM assume una delibera di esercizio dei poteri speciali in relazione ad un'operazione notificata deve essere debitamente e dettagliatamente motivata, nonché riferita ai presupposti legali e fattuali su cui si fonda.

Inoltre, l'eventuale imposizione di prescrizioni/condizioni dovrebbe sempre precisare in maniera chiara l'ambito oggettivo, soggettivo e temporale delle stesse. Ciò consentirebbe non solo alle parti di comprendere con esattezza il perimetro delle prescrizioni/condizioni da osservare, ma ne agevolerebbe anche la rendicontazione e la strutturazione di presidi di controllo interno volti ad assicurarne il rispetto ed il monitoraggio da parte della PCM, nonché la revisione in sede giurisdizionale.

Si dovrebbe, inoltre, prevedere esplicitamente la possibilità per le parti, qualora si verificano mutamenti sostanziali della situazione di fatto alla base della decisione, di richiedere una revisione con possibile revoca delle prescrizioni/condizioni. Con riferimento alle prescrizioni, andrebbe precisamente delineata per ciascuna delibera la relativa durata. Eventuali rinnovi alla scadenza (ad esempio annuali o bi-annuali) dovrebbero essere soggetti all'avvio di un procedimento volto a verificare la sussistenza dei presupposti.

Infine, sarebbe opportuno garantire maggiore trasparenza, in sede di relazioni annuali, sulle motivazioni fornite nelle delibere adottate, anche in relazione alle delibere "No GP", al fine di definire una prassi applicativa che possa fungere da orientamento interpretativo agli operatori.

7. Chiarimenti sulla natura giuridica e sulla portata delle raccomandazioni contenute nelle delibere di non esercizio dei poteri speciali

RAZIONALE

Definire meglio la demarcazione tra prescrizioni/condizioni e semplici raccomandazioni, che non hanno carattere vincolante.

Le raccomandazioni sono emerse dalla prassi delle delibere di non esercizio dei poteri speciali e hanno poi ricevuto un riconoscimento normativo con l'art. 6 del DPCM n. 133/2022⁷². Rappresentando una forma ibrida, che risulta analoga, quantomeno in forma embrionale, alle prescrizioni, ma che non ne possiede lo stesso valore giuridico. In alcuni casi, si assiste alla formulazione di raccomandazioni assimilabili, per entità, a delle vere e proprie prescrizioni, ingenerando incertezza negli operatori. Proprio l'assenza di vincolatività, accompagnata però da una certa *moral suasion*, induce a chiedersi quali conseguenze possano derivare da una loro violazione. Sicuramente la non osservanza delle raccomandazioni, in quanto inserite in una delibera di non esercizio, non può comportare sanzioni, né tantomeno la riapertura dei termini del procedimento⁷³. Lo scopo di questo strumento è quello di indurre le imprese, legandole ad un impegno esclusivamente morale e non giuridico, a comportarsi in modo conforme ai presupposti su cui si fonda la decisione di non esercizio dei poteri speciali⁷⁴, anche se potrebbe costituire la base per la ricostruzione di elementi probatori e/o argomentativi in relazione a futuri provvedimenti di altre autorità amministrative (si pensi, ad esempio, alla repressione delle pratiche commerciali scorrette), nonché a possibili conflittualità e/o contenziosi tra l'operatore economico che ha realizzato l'operazione di acquisizione (o altre fattispecie rilevanti ai sensi della Disciplina Golden Power), da un lato, e i concorrenti o i consumatori,

⁷² Cfr. C. D. Piro, *La prenotifica e le ulteriori misure di semplificazione*, in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, p. 218.

⁷³ Cfr. R. Tuccillo, *Le tipologie di decisioni: le prescrizioni, le raccomandazioni e le verifiche di ottemperanza*, in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, p. 245.

⁷⁴ Cfr. C. R. Piro, *La prenotifica e le ulteriori misure di semplificazione*, in R. Chieppa, C. D. Piro, R. Tuccillo (a cura di) *Golden Power*, La Tribuna, Milano, 2023, p. 218.

dall'altro lato. Quest'ultima considerazione potrebbe dimostrare, peraltro, che la raccomandazione di per sé produce un effetto giuridico benché non immediato e tangibile come quello delle prescrizioni. Sul piano generale si potrebbe richiamare il dibattito sulle cc.dd. linee guida non vincolanti adottate da autorità amministrative tipo Autorità Nazionale Anticorruzione (“ANAC”).

In merito, occorre maggiore chiarezza: le raccomandazioni possono essere contenute solo in una delibera di non esercizio, che ne certifica, pertanto, la non vincolatività e la mera portata di *soft law*, in termini di suggerimenti di *policy* e non di prescrizioni vere e proprie. Bisogna, invece, evitare la confusione con le delibere di esercizio dei poteri speciali: trattasi qui non più di forma di *moral suasion*, ma di prescrizioni o condizioni imposte, dotate di effetti giuridici vincolanti (tra cui l'avvio di procedimenti istruttori finalizzati all'accertamento dell'inottemperanza ed all'irrogazione di eventuali sanzioni).

PROPOSTA

Chiarire che le raccomandazioni non introducono obblighi direttamente vincolanti e, potendo essere adottate solo in caso di delibere di non esercizio dei poteri speciali, non producono i medesimi effetti delle prescrizioni.

DEFINIZIONI, GLOSSARIO E ABBREVIAZIONI

ACN: Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale.

AGCOM: Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni.

AGCM: Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato.

CONSOB: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

DICA: Dipartimento per il Coordinamento Amministrativo istituito presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri. Struttura di supporto al Presidente del Consiglio dei ministri per lo svolgimento della funzione di coordinamento dell'attuazione, in via amministrativa, delle politiche del Governo. L'attività di coordinamento amministrativo del Dipartimento si realizza anche mediante il coordinamento e la gestione delle attività propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali. Il DICA è articolato in tre Uffici: l'“Ufficio per le attività di indirizzo politico-amministrativo”, l'“Ufficio per la concertazione amministrativa e l'utilizzazione dell'otto per mille dell'IRPEF” e l'“Ufficio per le attività propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali, la cooperazione europea, lo studio e l'analisi degli investimenti nei settori strategici”.

Disciplina Golden Power (anche “**disciplina sui poteri speciali**”): l'insieme delle disposizioni normative italiane di rango primario e secondario in materia di esercizio dei poteri speciali dello Stato.

D.L. n. 21/2012: Decreto-Legge del 15 marzo 2012, n. 21 convertito con modificazioni dalla L. 11 maggio 2012, n. 56 (in G.U. 14/05/2012, n. 111) recante “Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni”.

Gruppo di Coordinamento: Presieduto dal Segretario generale della Presidenza del Consiglio dei Ministri e composto dai responsabili degli Uffici dei Ministeri nonché dai responsabili designati dell'Agenzia per la cybersicurezza nazionale, che partecipa per gli ambiti di competenza. Sono altresì componenti del Gruppo di coordinamento il Consigliere militare del Presidente del Consiglio

dei ministri, il Consigliere diplomatico del Presidente del Consiglio dei ministri, il Capo del Dipartimento per il coordinamento amministrativo, il Capo del Dipartimento per le politiche europee, nonché il Capo del Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica della Presidenza del Consiglio dei ministri. Al Gruppo di Coordinamento sono attribuiti (e rafforzati anche a seguito dell'adozione del DPCM 1° agosto 2022, n. 133) vari compiti/facoltà tra cui l'adozione di delibere sulla proposta di non esercizio dei poteri speciali, l'avvio del procedimento sanzionatorio.

IVASS: Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni.

PCM: Presidenza del Consiglio dei Ministri.

OPA: Offerta Pubblica di Acquisto.

Regolamenti Attuativi:

- i) **DPCM n. 108/2014:** Decreto del Presidente del Consiglio dei ministri 6 giugno 2014, n. 108 - **Regolamento per l'individuazione delle attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale**, a norma dell'articolo 1, comma 1, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56;
- ii) **DPCM n. 179/2020:** Decreto del Presidente del Consiglio dei ministri 18 dicembre 2020, n. 179 - **Regolamento per l'individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionale nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019**, a norma dell'articolo 2, comma 1-ter, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56;
- iii) **DPCM n. 180/2020:** Decreto del Presidente del Consiglio dei ministri 18 dicembre 2020, n. 180 - **Regolamento per l'individuazione degli attivi di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni**, a norma dell'articolo 2, comma 1, del decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56.

Regolamento IDE: Regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 marzo 2019 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione.

UAMA: Unità per le autorizzazioni dei materiali di armamento del Ministero degli Affari Esteri.

APPENDICE

SINTESI GRAFICA DELLE PROPOSTE E DEL LORO RAZIONALE

SISTEMA DELLE FONTI NORMATIVE

Frammentarietà: necessità di un riordino delle disposizioni in materia di poteri speciali

RAZIONALE

Risolvere l'incertezza relativa all'ambito di applicazione oggettivo e soggettivo determinatasi a seguito delle progressive modifiche ed integrazioni alla disciplina Golden Power. Tale incertezza ha comportato, a partire dal 2019, la proliferazione di comunicazioni cc.dd. "prudenziali", molte delle quali ritenute dalla PCM non rientranti nell'ambito di applicazione della normativa.

PROPOSTA

Riordino della disciplina in un Testo Unico che realizzi il coordinamento con le normative di settore e uniformi, ove possibile, le definizioni della disciplina nazionale con quelle del quadro UE. Il riordino dovrebbe avere l'obiettivo di semplificare la disciplina, contribuendo alla sostanziale riduzione del numero di notifiche meramente "prudenziali", intervenendo in modo puntuale sui problemi interpretativi emersi nella prassi.

Lo strumento normativo da utilizzare dovrebbe essere il **decreto legislativo**. E ciò in considerazione della elevata tecnicità della materia e della natura compilativa dell'esercizio. La delega del Parlamento al Governo dovrebbe espressamente **escludere l'estensione dell'ambito di applicazione** della disciplina.

Nelle more di un intervento legislativo, in considerazione della attuale necessità di risolvere i profili di incertezza e le criticità finora emerse in sede applicativa e garantire una maggiore certezza del diritto, il Governo potrebbe intervenire direttamente tramite **regolamentazione secondaria** nel rispetto della riserva di legge. Tale intervento potrebbe prioritariamente: (i) migliorare la coerenza tra la disciplina Golden Power e le normative di settore; (ii) rafforzare il coordinamento tra la PCM e le autorità di settore; (iii) prevedere un regime di pubblicità dei DPCM; (iv) stabilire procedure volte ad assicurare una maggiore interlocuzione con le parti nella conduzione del procedimento istruttorio, di monitoraggio e sanzionatorio; (v) chiarire che, rispetto alle operazioni intra-UE, i poteri speciali potranno essere esercitati nel rigoroso rispetto dei limiti imposti dall'ordinamento dell'Unione europea.

Sarebbe auspicabile, inoltre, l'utilizzo di **strumenti di soft law** (linee guida o FAQ) che codifichino le migliori prassi e precisino i criteri di individuazione dei settori, consentendo di identificare perlomeno ciò che certamente non rientra nell'ambito di applicabilità della disciplina.

ASPETTI PROCEDURALI

1. Competenza giurisdizionale della PCM

RAZIONALE

Esplicitare l'estraneità dall'ambito di applicazione della disciplina Golden Power delle operazioni cc.dd. "*foreign to foreign*" per garantire maggiore certezza giuridica ed evitare notifiche prudenziali di questo tipo di operazioni.

PROPOSTA

Esplicitare, anche mediante normativa secondaria, linee guida o FAQ, che sono esclusi dall'ambito di applicazione della normativa Golden Power investimenti, delibere, atti o operazioni che abbiano ad oggetto **società di diritto estero prive di articolazioni sul territorio italiano** per il tramite di società controllate, sedi secondarie e/o asset e che siano quindi attive in Italia solo per il tramite di vendite di prodotti o prestazione di servizi dall'estero.

2. Cooperazione internazionale Italia – Paesi extra-UE

RAZIONALE

Garantire una più efficace esecuzione degli accordi commerciali (e.g. accordi di libero scambio, partenariato economico etc.) sottoscritti dall'Italia o dall'Unione europea con paesi extra-UE prevedendo forme di semplificazione dell'eventuale scrutinio ai sensi della normativa Golden Power.

PROPOSTA

Per le operazioni che si inquadrano nell'ambito di accordi internazionali sottoscritti dall'Italia o dall'Unione europea con paesi extra-UE, prevedere forme di semplificazione dell'eventuale scrutinio ai sensi della normativa Golden Power, ad esempio, tramite **procedure di *fast track***.

3. Interazione tra la disciplina sui poteri speciali ed altre normative di settore

RAZIONALE

Nelle ipotesi in cui si instaurino rapporti di specialità tecnica tra la disciplina Golden Power e le discipline di settore, con conseguente poliscrutinio amministrativo da parte della PCM e di altre autorità nazionali competenti, si possono ravvisare alcune criticità pratiche relative ai termini da rispettare, agli eventi rilevanti che determinano l'obbligo di notifica e ai rimedi imposti nell'ambito dei diversi procedimenti, specie se tra di loro confliggenti.

PROPOSTA

Istituzionalizzare il coordinamento tra la PCM e le autorità amministrative di settore (e.g. AGCM, Consob, o UAMA) tramite la previsione, in sede regolamentare, di un obbligo per il Gruppo di coordinamento di **richiedere un parere non vincolante**, qualora ricorrano le ipotesi tassativamente previste dalla legge in cui, nell'ambito della fase istruttoria, emergano questioni di competenza di un'autorità amministrativa di settore (ad. esempio obbligo di promuovere un'OPA).

Inoltre, sarebbe utile poter disporre di un **meccanismo di notifica unica (*one stop shop*)**, la cui attivazione è rimessa alla facoltà delle parti notificanti, che consenta di accentrare in un unico adempimento amministrativo la comunicazione delle operazioni rilevanti a livello nazionale, ferma restando l'autonomia di valutazione rimessa alle singole amministrazioni coinvolte.

4. Rafforzamento dell'istituto della pre-notifica

RAZIONALE

Incentivare il ricorso alla pre-notifica, perseguendo le finalità deflattive rispetto al numero in costante crescita di notifiche.

PROPOSTA

- 1) prevedere la possibilità, tramite l'adozione di una apposita procedura, per le imprese di avere un **confronto preliminare con il Gruppo di Coordinamento**, in anticipo rispetto alla pre-notifica o alla notifica formale, in merito ad una prospettata operazione per discuterne la sussumibilità o meno nell'ambito di applicazione della normativa Golden Power e per, assumendone la riconducibilità alla normativa, discutere preliminarmente eventuali profili rilevanti connessi alla stessa operazione con conseguenti vantaggi traducibili in una semplificazione dell'attività amministrativa ed in una maggiore tempestività del pronunciamento della PCM;
- 2) chiarire il **contenuto minimo della pre-notifica** adottando un formulario in forma abbreviata;
- 3) chiarire che, ogni qual volta il perfezionamento dell'operazione sia espressamente subordinato alla positiva conclusione del procedimento di pre-notifica, **i termini previsti per il deposito della notifica formale sono da considerarsi rispettati** (cfr. slide successiva);
- 4) stabilire che in caso di conclusione del procedimento di pre-notifica con esito di inapplicabilità o manifesta insussistenza dei presupposti per l'esercizio dei poteri speciali, le amministrazioni componenti il Gruppo di coordinamento **non possano richiedere la presentazione di una notifica formale**;
- 5) sostituire il meccanismo del silenzio-diniego con quello del **silenzio-assenso** eventualmente introducendo anche la possibilità, entro precisi limiti, di sospendere il termine di 30 giorni per richiedere ulteriori informazioni ove la PCM ritenga che il contenuto minimo della pre-notifica (cfr. supra punto 2) non consenta di disporre di tutti gli elementi necessari per compiere la propria valutazione;
- 6) prevedere che, qualora il procedimento di pre-notifica si sia concluso con la richiesta di eseguire la notifica, la PCM **riversi nel procedimento di notifica tutte le informazioni** già acquisite agli atti, semplificando l'onere di comunicazione gravante sulle parti e tenendo conto, nella tempistica del procedimento di notifica, del tempo già trascorso in sede di pre-notifica.

5. Tempistiche e conteggio dei termini del procedimento

RAZIONALE

Garantire una maggiore certezza rispetto ai tempi e ai termini del procedimento Golden Power.

PROPOSTA

Esplicitare che, per il computo dei termini previsti per la comunicazione alla PCM (10 giorni), per la durata del procedimento Golden Power (45 giorni) e per rispondere a richieste istruttorie formulate ai soggetti notificanti (10 giorni) o a terzi (20 giorni), la locuzione “*giorni*” è da riferirsi ai **giorni di calendario**.

Prevedere in modo esplicito la possibilità per le imprese notificanti di presentare una richiesta motivata di **pro-roga del termine** previsto per rispondere a richieste istruttorie.

Prevedere espressamente, anche tramite linee guida o FAQ, che il termine di 10 giorni per la comunicazione alla PCM risulta rispettato per delibere, atti od operazioni di cui all’art. 2, c. 2 e c. 2-bis del D.L. n. 21/2012 che siano **sospensivamente condizionati** alla favorevole conclusione del procedimento Golden Power.

6. Modalità e criteri per la definizione dell'importo delle sanzioni pecuniarie

RAZIONALE

Garantire una maggiore certezza giuridica, trasparenza e proporzionalità del regime sanzionatorio.

PROPOSTA

Intervenire sul regime sanzionatorio individuando **criteri e modalità di calcolo della sanzione** che tengano conto dell'entità e dell'effettività dell'eventuale pregiudizio per gli interessi essenziali dello Stato e del comportamento delle parti coinvolte, nonché della eventuale declaratoria di nullità de iure dell'operazione.

Si propone, inoltre, di **circoscrivere con precisione** le ipotesi in cui può operare la nullità de iure dell'operazione.

ASPETTI SOSTANZIALI

1. Abrogazione dell'art. 1-bis del D.L. n. 21/2012

RAZIONALE

Adattare il quadro normativo previsto a tutela della sicurezza dei dati trasmessi attraverso le reti 5G (art. 1-bis D.L. n. 21/2012) ai recenti sviluppi legislativi nel campo della sicurezza cibernetica dalla perimetrazione realizzata con il D.L. n. 22/2019 alla creazione di una Agenzia ad hoc attraverso il D.L. n. 82/2021.

PROPOSTA

Abrogare l'art. 1-bis del D.L. n. 21/2012 e ricondurre tale settore nell'ambito della disciplina sulla *cybersecurity*.

2. Esclusione delle operazioni intra-UE e intra-IT nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, nonché negli altri settori di cui all'art. 2 D.L. n. 21/2012

RAZIONALE

Allineare la normativa nazionale con i principi europei in materia di libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento, con la finalità di promuovere un principio di sicurezza economica europea e facilitare il rafforzamento delle imprese strategiche europee.

PROPOSTA

Escludere dall'ambito di applicazione della disciplina Golden Power, nei settori diversi dalla difesa e sicurezza nazionale, gli acquisti di partecipazioni, gli investimenti, gli atti od operazioni realizzati da soggetti intra-UE (ivi compresi i soggetti italiani).

3. Superamento dell'attuale prassi della PCM con riferimento alla notifica della costituzione di pegni su azioni o quote.

RAZIONALE

Evitare la proliferazione degli obblighi di notifica in conseguenza del recente orientamento giurisprudenziale secondo cui si renderebbe necessario comunicare alla PCM la mera costituzione di un pegno su azioni/quote societarie a garanzia di finanziamenti a imprese che detengono attivi in settori strategici (cfr. TAR Lazio, Sez. I, sent. n. 10275/2024, caso Cedacri), preservando la speditezza delle operazioni di finanziamento, essenziali per sostenere le esigenze operative, espansive e strategiche delle imprese italiane.

PROPOSTA

Superare l'attuale prassi della PCM, specie con riferimento alla notifica della costituzione di pegni su azioni o quote. Nel rispetto del dettato normativo, si dovrebbe ritenere rilevante il solo evento dell'**assegnazione di attivi, beni o rapporti strategici** (per tali dovendosi intendere il loro trasferimento, tipicamente nel contesto di una ipotetica escussione), escludendo conseguentemente, a titolo di esempio, l'obbligo di notifica in sede di costituzione di garanzie su partecipazioni societarie e/o a seguito di modifiche soggettive/oggettive delle stesse. E ciò fermi restando gli ulteriori presupposti soggettivi e oggettivi (e.g. soglie quantitative) previsti dalla normativa affinché sorga un obbligo di notifica.

4. Rapporto con i regimi concessori.

RAZIONALE

Evitare dubbi interpretativi chiarendo il rapporto della disciplina Golden Power con i regimi concessori.

PROPOSTA

- 1) Definire, in sede di regolamentazione secondaria (DPCM), le singole fattispecie degli appalti, delle concessioni e delle autorizzazioni, riferendosi a titolo di sintesi ai rapporti convenzionali tra privati e amministrazioni discendenti da una gara pubblica;
- 2) prevedere espressamente all'art. 3, c. 4, DPCM n. 189/2022, che l'obbligo di notifica resta fermo anche in caso di sub-concessione o sub-affidamento;
- 3) fornire specificazioni in riferimento alle *security clauses* nel coordinamento tra amministrazioni;
- 4) in sede di norma primaria, eliminare il riferimento alle concessioni contenuto nell'art. 2, c. 1, D.L. n. 21/2012, che risulta superfluo poiché la strategicità di un asset non sembra dipendere dalla modalità del suo affidamento.

5. Definizione di ambiti di non esercizio/esclusione degli obblighi di notifica.

RAZIONALE

Chiarire le disposizioni in merito all'esclusione delle operazioni infragruppo e delle operazioni realizzate in stretta esecuzione di un obbligo di legge.

PROPOSTA

- 1) Con riferimento alle operazioni infragruppo, limitare l'obbligo di notifica esclusivamente alle operazioni che, anche potenzialmente, **presentino profili di rischio** ai sensi della disciplina Golden Power;
- 2) prevedere un'**esplicita esclusione** dall'ambito applicativo della disciplina Golden Power per le operazioni eseguite in stretta esecuzione di un obbligo di legge o con un socio di controllo pubblico.

6. Onere motivazionale rafforzato.

RAZIONALE

Garantire maggiore certezza con riferimento alle ipotesi di esercizio dei poteri speciali e maggiore prevedibilità rispetto agli esiti del procedimento anche con riferimento alle delibere che dichiarano la non applicabilità della normativa all'operazione notificata.

PROPOSTA

Si propone, nel rispetto dei principi di necessità e di proporzionalità, l'adozione di una **prassi volta a esplicitare** più diffusamente la motivazione del provvedimento di esercizio dei poteri speciali.

Nell'ambito delle best practices si propone di **esplicitare la motivazione** anche con riferimento alle delibere che dichiarano la non applicabilità della normativa all'operazione notificata.

7. Chiarimenti sulla natura giuridica e sulla portata delle raccomandazioni contenute nelle delibere di non esercizio dei poteri speciali.

RAZIONALE

Definire meglio la demarcazione tra prescrizioni/condizioni e semplici raccomandazioni, che non hanno carattere vincolante.

PROPOSTA

Chiarire che le raccomandazioni non sono direttamente vincolanti e, potendo essere adottate solo in caso di delibere di non esercizio dei poteri speciali, non producono i medesimi effetti delle prescrizioni.

OSSERVATORIO
GOLDEN POWER®

MADONNA
DI CAMPIGLIO

TRENTINO

EXPERTS TALK®
GOLDEN
POWER

MADONNA DI CAMPIGLIO
12-14 SETTEMBRE 2025

EXPERTS TALK GOLDEN POWER è un evento volto a dare occasione a *stakeholders* ed esperti del settore di partecipare attivamente al dibattito sulla tematica del controllo sugli investimenti esteri a livello nazionale ed internazionale.

Il programma scientifico, curato da Michele Carpagnano, è strutturato in modo da promuovere il confronto e lo scambio di esperienze tra un selezionato novero di esperti di varie discipline.

Il Comitato scientifico è composto da Roberto Chieppa e Dario Simeoli.

Il programma comprende:

- Due tavole rotonde dedicate a tematiche giuridiche, economiche e geopolitiche di attualità
- Tre *workshops* su aspetti di grande rilievo pratico e strategico
- Una sessione plenaria che vedrà la partecipazione anche di figure istituzionali, esponenti del mondo politico, finanziario ed imprenditoriale.

Le tavole rotonde e i *workshops* si svolgeranno a porte chiuse secondo la regola Chatham House volta a garantire la confidenzialità ed il dialogo aperto tra i partecipanti.

Per maggiori informazioni e per partecipare:
www.the-experts-talk.com



OSSERVATORIO
GOLDEN POWER®



OSSERVATORIO
GOLDEN POWER®