

A CURA DELLO STUDIO [ALPEGGIANI AVVOCATI ASSOCIATI](#)

Il punto sul *golden power*. Numeri, nodi e prospettive.

In base agli ultimi dati disponibili riferibili al 2024 / inizio 2025, il ricorso al *golden power* è un *trend* ancora in crescita. La normativa *golden power*, anche alla luce dell'ampia riorganizzazione in corso nel nostro Paese nel settore bancario, rimane al centro del dibattito (non solo domestico) per alcune possibili incompatibilità con il diritto dell'Unione europea. In questo contesto, sta prendendo forma anche la revisione del regolamento UE sugli investimenti esteri, con potenziali inevitabili ripercussioni sul quadro regolatorio italiano. In questa *newsletter*, faremo il punto sul *golden power* e su quelle circostanze che potrebbero portare all'auspicata riforma del settore. Per chi si avvicina per la prima volta al tema, nell'ultima parte della *newsletter*, è stato incluso anche un brevissimo *recap* della normativa attualmente applicabile alle operazioni VC Italia su Italia (e, in generale, intra-UE).

Un 2024 all'insegna della cautela (e dei numeri in crescita)

Nel 2024 sono state presentate 660 notifiche di operazioni soggette a *golden power*, con un incremento del 14% rispetto al 2023 (quando se ne contavano 577). Anche le prenotifiche sono aumentate, passando da 150 a 174 (+17%). In oltre 300 casi, il Governo ha dichiarato l'inapplicabilità della normativa, confermando un approccio prudente da parte degli operatori. Il 2025 si apre in continuità con questo *trend*: nei soli mesi di gennaio e febbraio, le notifiche sono state 122, contro le 89 dello stesso periodo del 2024.

In generale, come noto, a partire dagli ultimi mesi del 2024 e poi anche ad inizio 2025, il Governo è stato investito di una serie di notifiche attinenti il settore bancario che hanno portato alla luce un utilizzo sempre più estensivo (a detta di alcuni, politico) dello scrutinio *golden power*. Pur trattandosi di operazioni diverse da quelle tipiche del VC, l'approccio generale del Governo appare sempre più attento e discrezionale, anche su operazioni tra soggetti UE.

Normativa nazionale sotto la lente di Bruxelles

Nonostante le richieste di semplificazione provenienti dal mercato, il Governo non ha ancora avviato una razionalizzazione della normativa nazionale. Uno dei punti potenzialmente critici dell'attuale normativa *golden power* è che ad oggi il *golden power* si applica anche ad operazioni intra-UE (incluse quindi quelle partecipate da soli operatori italiani) che coinvolgono imprese italiane operative nel settore delle comunicazioni, energia, trasporti, salute, agroalimentare e finanziario. La circostanza

che anche soggetti UE possano essere limitati nella loro iniziativa economica all'interno dell'Unione, potrebbe risultare in contrasto con le libertà fondamentali di libera circolazione dei capitali e del mercato unico. Secondo il diritto dell'UE, infatti, le libertà fondamentali possono essere limitate solo in alcuni casi (ad es. per tutelare la sicurezza e l'ordine pubblico).

Il 14 luglio, la Commissione - apparentemente intercettando i dubbi di legittimità appena riportati - ha formalmente segnalato la potenziale incompatibilità della normativa *golden power* con alcune disposizioni del diritto dell'Unione, fra cui la libera circolazione dei capitali. La comunicazione si inserisce nell'ambito della procedura di dialogo informale (*EU Pilot*) avviata ad aprile nei confronti dell'Italia in relazione all'esercizio dei poteri speciali nella vicenda UniCredit / Banco BPM. Il Governo è stato, quindi, invitato a fornire le proprie osservazioni.

Resta ora da capire se le pressioni provenienti da Bruxelles indurranno l'esecutivo ad avviare una revisione spontanea del quadro normativo nazionale, evitando così il potenziale rischio dell'apertura di una procedura formale di infrazione da parte della Commissione.

Verso un nuovo Regolamento europeo sugli investimenti esteri diretti

Sempre a livello europeo, a partire dal 2024, è in corso la revisione del Regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti. Questo Regolamento ha in parte modellato il volto del regime *golden power* italiano. Adottando il nuovo Regolamento, il legislatore europeo vorrebbe uniformare le normative nazionali ed eliminare incertezze applicative fra Stati Membri in materia di controllo degli investimenti esteri. A giugno 2025, sono stati avviati i negoziati interistituzionali tra Commissione, Parlamento e Consiglio sulla proposta di un nuovo Regolamento, che, secondo le previsioni, dovrebbe essere approvato in via definitiva tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026. Dovrebbe poi seguire un periodo transitorio di 15 mesi durante i quali gli Stati Membri dovranno adeguarsi ai contenuti del nuovo Regolamento.

Alla luce del quadro normativo italiano già esistente, fra le novità più rilevanti proposte dalla bozza di Regolamento ci sarebbero: (i) l'introduzione del potere delle autorità competenti di avviare, di propria iniziativa, controlli successivi al completamento dell'operazione nonché (ii) l'estensione dei settori soggetti a scrutinio. Si tratta di cambiamenti che potrebbero aumentare l'incertezza per gli operatori economici, già alle prese con una normativa italiana complessa e pervasiva. Dall'altro lato, la bozza di Regolamento UE sembra confermare che solo gli investimenti provenienti da Paesi extra-UE debbano essere soggetti a scrutinio. Questo aspetto, se confermato, potrebbe comportare una semplificazione significativa della normativa italiana.

Un nuovo tassello: gli investimenti *outbound*

Finora sono stati monitorati esclusivamente gli investimenti operati in entrata nell'Unione ("*inbound*"). Nell'ultimo periodo, tuttavia, è nata nelle istituzioni europee la consapevolezza che anche gli investimenti in uscita ("*outbound*") operati da soggetti UE verso Paesi e soggetti non-UE possono accelerare lo sviluppo di tecnologie critiche da parte di tali soggetti, con conseguenti rischi per la sicurezza economica e geopolitica dell'Unione.

In quest'ottica, a gennaio 2025, la Commissione ha pubblicato una raccomandazione rivolta agli Stati Membri per raccogliere dati sugli investimenti *outbound* effettuati dal 2021 in tre settori strategici: (i) semiconduttori (ii) AI (iii) Quantum. Gli Stati Membri sono invitati a mappare le operazioni di investimento (incluse quelle VC) in questi settori, anche quando effettuate tramite controllate extra-UE (sia già esistenti che appositamente costituite).

Gli Stati Membri, in base alla raccomandazione, dovrebbero trasmettere alla Commissione un primo aggiornamento entro il 15 luglio 2025 e poi entro il 30 giugno 2026 una relazione completa. Pur non essendo vincolante, la raccomandazione potrebbe portare a modifiche legislative volontarie da parte dei singoli Paesi.

È lecito, quindi, attendersi che vengano introdotte dal legislatore italiano misure per il riesame delle operazioni VC verso l'estero effettuate dal 2021 in poi afferenti a società operative nei settori dei semiconduttori, AI e Quantum.

***Golden power*: stato attuale in relazione alle operazioni VC**

In attesa di vedere gli effetti delle novità europee e quale sarà l'esito del dialogo dell'Italia con la Commissione europea, riepiloghiamo brevemente i casi in cui la normativa *golden power* si applica alle operazioni VC Italia su Italia, con la specifica che il quadro regolamentare non cambia nel caso in cui partecipino all'investimento anche investitori intra-UE (e che, viceversa, muterebbe considerevolmente nel caso il *deal* sia partecipato da investitori extra-UE).

In primo luogo, va chiarito che le tipiche operazioni VC sono operazioni potenzialmente rilevanti per la normativa *golden power*: lo sono sia le delibere di aumento di capitale (*round equity* inclusi gli *extension round*) sia, anche se con qualche tolleranza in più, le operazioni di *semi-equity* (es. SAFE, SFP etc.).

Anche se condotte da investitori esclusivamente UE, le operazioni di investimento vanno notificate se la società che beneficia dell'investimento opera nei seguenti settori:

- (i) difesa e sicurezza; e, come già menzionato,

- (ii) comunicazioni, energia, trasporti, salute, agroalimentare e finanziario, incluso quello creditizio e assicurativo.

I settori rilevanti sono stati divisi in due macro-gruppi (ref. punti (i) e (ii) che precedono) poiché la disciplina applicabile è diversa nel caso in cui si versi nell'uno o nell'altro caso.

Con riferimento alle società che operano nel settore difesa e sicurezza, la comunicazione preventiva al Governo (sia essa la prenotifica o la notifica) va effettuata nel caso in cui vengano acquistate partecipazioni superiori alla soglia del 3% del capitale sociale e poi, successivamente, anche le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25% e 50% del capitale sociale.

Con riferimento alle società che operano nel settore delle comunicazioni, energia, trasporti, salute, agroalimentare e finanziario (incluso quello creditizio e assicurativo), invece, la comunicazione preventiva va effettuata solo in caso di trasferimento del controllo.

È importante precisare, tuttavia, che il concetto di controllo in questo contesto non si limita all'acquisizione di partecipazioni di maggioranza. Il controllo può infatti configurarsi anche nel caso in cui un socio (tipicamente l'investitore) detenga partecipazioni di minoranza a cui, tuttavia, siano associati diritti di veto o di voto rafforzato che, anche potenzialmente, consentano all'investitore di influenzare in modo determinante le decisioni strategiche della società. Un esempio tipico è il diritto di veto conferito all'amministratore di nomina dell'investitore in relazione all'approvazione di modifiche al *budget* o al *business plan*.

Proprio per questa definizione ampia di controllo, numerose operazioni di VC ricadono nell'ambito di applicazione del meccanismo di notifica e *screening golden power*: come noto, in tali operazioni è prassi frequente che uno o più investitori ottengano diritti di *governance* rafforzati, sia in assemblea dei soci sia all'interno del consiglio di amministrazione.

Se un *deal* VC rientra anche solo potenzialmente nei casi descritti, è fondamentale coinvolgere un legale sin dall'inizio, già in fase di *term-sheet*, sia per poter fare un'analisi *golden power* accurata sia - nel caso in cui lo scrutinio sull'operazione si riveli dovuto - per evitare che la procedura *golden power* possa ritardare la conclusione dell'operazione.

È infatti importante chiarire che se un'operazione è soggetta a *golden power*, prima di poterla chiudere, è necessario comunicarla preventivamente al Governo (o mediante prenotifica o notifica) affinché il Governo possa condurre la valutazione discrezionale circa l'idoneità dell'operazione a minacciare gli interessi essenziali dello Stato e, quindi, decidere se esercitare o meno i poteri speciali (i "*golden power*").

Nelle operazioni VC (soprattutto *early stage*), il rischio di effettivo esercizio dei poteri speciali (incluso il potere di vietare un'operazione) è tendenzialmente basso, ma ciò non fa cadere l'obbligo delle parti di procedere con la notifica nei casi in cui l'operazione rientri nel perimetro di applicazione della normativa. Nei casi in cui sussiste il dubbio sull'applicabilità ad una specifica operazione della normativa *golden power*, è opportuno procedere con la prenotifica.

Per massima completezza, si ricorda che la sostanziale differenza fra notifica e prenotifica è temporale:

- (i) la notifica formale dura 45 giorni (salvo sospensioni) e può partire solo dopo la sottoscrizione di accordi vincolanti e definitivi (tipicamente l'accordo di investimento);
- (ii) la prenotifica dura 30 giorni e può partire appena dopo la sottoscrizione del *term-sheet* (anche non vincolante).

Nel caso in cui si sia presentata la prenotifica, è necessario procedere anche con la notifica solo qualora:

- (i) nel corso dei 30 giorni di durata della procedura di prenotifica il Governo risponde che è necessario procedere a formale notifica; o se,
- (ii) decorsi i 30 giorni, non pervenga alcuna risposta del Governo.

Nel caso di operazioni VC *early stage* (in particolare *pre-seed* e *seed*) oggetto di prenotifica, ambedue queste ipotesi si sono rivelate statisticamente infrequenti. La prenotifica usualmente si chiude con una risposta del Governo che, in buona sostanza, autorizza le parti a concludere l'operazione, senza dover procedere anche con la notifica.

Inoltre, se la prenotifica è stata gestita con le tempistiche giuste, la risposta del Governo che segna la chiusura del procedimento di prenotifica dovrebbe pervenire mentre la documentazione contrattuale definitiva è ancora in corso di negoziazione, senza alcun aggravio di tempistiche sulla data di finalizzazione dell'operazione.

In caso di omessa notifica, oltre a possibili impatti sulla validità dell'operazione, il Governo potrebbe applicare una sanzione pecuniaria pari al doppio del valore dell'operazione e in ogni caso non inferiore all'1% del fatturato risultante dall'ultimo bilancio approvato delle società coinvolte nel *deal*, inclusi gli investitori.