

Golden power, non solo difesa ed energia: così il potere dello Stato entra nelle operazioni m&a

2026-09-22 08:00:18 di Forbes.it

URL:<https://forbes.it/2026/09/22/golden-power-operazioni-ma/>

Contenuto tratto dal numero di settembre 2026 di Forbes Italia. [Abbonati!](#) a cura di Vittorio Occorsio, notaio e professore ordinario di diritto privato all'Università Mercatorum. **La disciplina dei poteri speciali, nota come golden power**, è stata introdotta dal decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito dalla legge 11 maggio 2012, n. 56. La disciplina attribuisce al governo poteri di controllo sugli assetti proprietari delle imprese titolari di attivi di rilevanza strategica. È nata per sostituire la **golden share**, censurata in sede europea perché incompatibile con la libera circolazione dei capitali, e non attribuisce allo Stato una partecipazione, né una posizione di socio, bensì un potere amministrativo che si esercita nel veto, nell'imposizione di prescrizioni e nell'opposizione all'acquisto di partecipazioni. Si tratta di una legittima e importante prerogativa statale di controllo dell'economia, presente in molti paesi, anche europei (si pensi alla Francia, da sempre molto attenta alla tutela delle imprese nazionali). L'articolo 2, comma 4, stabilisce che fino alla notifica, e comunque fino al decorso del termine di 45 giorni previsto per l'autorizzazione, l'efficacia della delibera, dell'atto o dell'operazione è sospesa. Chi omette la notifica si espone alla nullità degli atti compiuti in violazione, a sanzioni commisurate al valore dell'operazione e all'apertura del procedimento d'ufficio. **I poteri si declinano in tre forme, tutte esercitate con decreto del presidente del Consiglio.** La prima è il veto, che blocca la delibera, l'atto o l'operazione. La seconda è l'opposizione all'acquisto di partecipazioni, che impedisce all'investitore di entrare nel capitale e sospende i diritti di voto. La terza, di gran lunga la più frequente, è l'imposizione di prescrizioni: l'operazione si fa, ma a condizioni dettate dal governo, che possono riguardare la composizione degli organi sociali, la circolazione delle informazioni sensibili, l'autonomia dei sistemi informativi, il mantenimento in Italia di asset e produzioni. Esiste poi una via preliminare. Il dpcm 1 agosto 2022, n. 133 ha introdotto la prenotifica: l'impresa trasmette un'informativa sul progetto e ottiene entro 30 giorni un'indicazione sull'applicabilità della disciplina. Il limite va conosciuto: se la risposta non arriva, la notifica formale resta dovuta. Quanto agli atti, non rilevano soltanto le compravendite di partecipazioni, bensì ogni atto o delibera che modifichi la titolarità, il controllo o la disponibilità di attivi strategici, comprese le riorganizzazioni infragruppo e i rinnovi di patti parasociali. Ai poteri speciali si associano abitualmente armamenti e reti energetiche, ma la rappresentazione è superata: dal Decreto liquidità del 2020 l'ambito è stato esteso ai settori del regolamento europeo sugli investimenti esteri, e comprende oggi credito, assicurazioni, editoria, salute, agroalimentare, semiconduttori e – naturalmente – intelligenza artificiale. È dunque opportuno, quando si tratta di investimenti o m&a con soggetti esteri, che **ci si ponga il problema della assoggettabilità o meno dell'operazione a questa disciplina.** D'altro canto, se ne comprende immediatamente la portata: ogni accordo di investimento proveniente da un paese esterno all'Ue (il che vuol dire anche gli Stati Uniti, oltre ai fondi arabi e cinesi) nei settori strategici va sottoposto all'attenzione e all'autorizzazione del governo italiano. Va poi sfatato l'equivoco più diffuso: la disciplina non colpisce soltanto gli investitori stranieri. Per gli acquirenti extraeuropei valgono soglie di partecipazione specifiche, ma in diversi settori – si pensi a quanto sta avvenendo **per il cosiddetto risiko bancario** – l'obbligo di notifica scatta anche quando l'acquirente è un soggetto europeo o addirittura residente in Italia. E non riguarda solo le compravendite di partecipazioni: rilevano le riorganizzazioni infragruppo, i rinnovi di patti parasociali e ogni atto che modifichi titolarità, controllo o disponibilità di attivi strategici. I dati ufficiali parlano di 1.081 operazioni notificate nel 2025 alla presidenza del Consiglio, sulle quali i poteri speciali sono stati esercitati in 46 casi, e solo in due di essi si sono manifestati con il diritto di veto sulla cessione. I confini della materia emergono con nitidezza in tema di garanzie. Il Tar del Lazio, con la sentenza n. 10275/2024 resa nel caso Cedacri, aveva confermato la prassi

che assoggetta a notifica la stessa costituzione del pegno su azioni di società con attivi strategici, e non soltanto la sua escussione. Il Consiglio di stato ha riformato quella pronuncia con la sentenza n. 9616/2025, affermando il criterio dell'effettiva modificazione dell'assetto di controllo. La costituzione del pegno determina infatti solo in astratto il trasferimento dei diritti al creditore, perché l'assetto di potere nella società resta inalterato fino all'eventuale inadempimento. Quando le parti si avvalgono della convenzione contraria consentita dall'articolo 2352 del codice civile, mantenendo in capo al socio il voto e gli altri diritti amministrativi, l'operazione non modifica titolarità, controllo o disponibilità degli attivi, e resta fuori dall'obbligo di notifica. Il perimetro di una disciplina di ordine pubblico economico dipende, in questo caso, da come è redatta una clausola dell'atto di garanzia. Sul piano redazionale ci si chiede se convenga apporre all'atto una condizione sospensiva convenzionale collegata all'esito del procedimento. Il Consiglio nazionale del notariato, nello studio n. 137-2023/I, ha osservato che si tratta di una condizione legale, con la conseguenza che non è indispensabile che l'atto la richiami espressamente, restando sufficiente che non siano previsti termini o condizioni convenzionali di efficacia incompatibili con la dilazione degli effetti stabilita dalla legge. Eppure, **una clausola che disciplini compiutamente le modalità di notifica** e l'impegno a sottoscrivere un ulteriore atto ricognitivo al verificarsi ovvero al mancato verificarsi dell'esercizio dei poteri di golden power non può che chiarire gli obblighi reciproci delle parti nell'esecuzione del loro programma negoziale. L'atto deve disciplinare anche la ripartizione dell'onere della notifica e dei costi, la cooperazione istruttoria, il termine oltre il quale la perdurante inefficacia legittima lo scioglimento del vincolo e la sorte dell'operazione ove il governo imponga prescrizioni che ne alterino l'equilibrio economico, senza però inibirla del tutto. Nella prassi, infatti, il rischio raramente consiste nell'esercizio del diritto di veto, bensì nell'emanazione di prescrizioni che, incidendo sulla governance o su altri elementi dell'operazione, **rischiano comunque di diventare assai rilevanti, per non dire dirimenti**. Anche questo aspetto va considerato sin dalla scritturazione iniziale dell'atto, prevedendo clausole di recesso ovvero obblighi di rinegoziazione a valle dell'esercizio dei poteri governativi.