

Task Force Golden Power

17 dicembre 2025

Gli obblighi golden power rispetto ai pegni su partecipazioni: il Consiglio di Stato cambia tutto.



Autori

Massimo Merola
Massimo.Merola@belex.com
tel. +32 2 5520070

Luca Perfetti
Luca.Perfetti@belex.com
tel. +39 02 771131

Andrea Gemmi
Andrea.Gemmi@belex.com
tel. +39 335 1846212

Gillian David
Gillian.David@belex.com
tel. +39 348 2352800

1. Introduzione

Con sentenza del 5 dicembre 2025, il Consiglio di Stato ha chiarito i limiti di applicazione della normativa *golden power* alla costituzione di pegni (la “**Sentenza del CdS**”)¹. Si tratta di una pronuncia fondamentale, destinata a trasformare la prassi in materia. I limiti esatti di tale trasformazione dovranno essere verificati nei prossimi mesi alla luce dell’orientamento che assumerà la Presidenza del Consiglio dei Ministri (la “**Presidenza**”).

Il Consiglio di Stato si è espresso sul tema degli obblighi di notifica rispetto alla costituzione di pegni su partecipazioni laddove non sia immediatamente trasferito al creditore pignoratizio il diritto di voto –prassi molto comune nelle operazioni di finanziamento.

Nel 2023, la Presidenza aveva esercitato i poteri speciali in un’operazione di questo tipo (il c.d. caso Cedacri). Nonostante pareri contrari degli interpreti², l’applicazione della normativa *golden power* alla costituzione dei pegni senza trasferimento del diritto di voto era stata confermata dal TAR Lazio-Roma nel 2024³, con una pronuncia a sua volta oggetto di commenti critici⁴.

A seguito della vicenda Cedacri numerosi sono stati i casi in cui operazioni di costituzione di pegni in società strategiche sono state notificate e scrutinate nel merito dalla Presidenza. La Sentenza del CdS dovrebbe ora consentire di ribaltare questa prassi, correggendo l’impostazione del TAR e delineando con precisione i presupposti per la sussistenza di obblighi di notifica e, conseguentemente, per l’eventuale esercizio dei poteri speciali.

Nel seguito si indicano gli aspetti principali delle citate pronunce.

¹ Sentenza del Consiglio di Stato, sez. IV, 5 dicembre 2025, n. 9619.

² Merola-Macchi, *La costituzione di diritti di garanzia e obblighi di notifica Golden Power tra teoria e prassi applicativa*, in *P.A. - Persona e Amministrazione*. 1/2024. 693-721.

³ Sentenza del TAR Lazio-Roma, sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275.

⁴ Gemmi-Perfetti, *The Application of Italian FDI Law to the Creation of Pledges: Monitoring the Reasonable Management of the Company*, in *CELIS Blog*, 11 mar 2025.

2. Il caso Cedacri

Con D.P.C.M. del 27 luglio 2023, la Presidenza aveva esercitato poteri speciali nei confronti di Cedacri S.p.A. (“**Cedacri**”) in relazione alla costituzione di un pegno sulle partecipazioni, senza trasferimento del diritto di voto fino all’eventuale inadempimento, a garanzia di un finanziamento. Cedacri aveva impugnato il DPCM avanti al TAR Roma, contestando, tra l’altro, che la costituzione di pegni su partecipazioni rientrasse nell’ambito di applicazione della normativa.

Il TAR Lazio aveva confermato la prassi della Presidenza, ritenendo che la costituzione del pegno incidesse sulla “disponibilità” degli attivi strategici, per le seguenti ragioni:

- a) il pegno vincola le partecipazioni al soddisfacimento del credito e attribuisce al creditore pignoratizio prerogative che possono influenzare la gestione societari (tra cui l’impugnazione delle delibere societarie);
- b) il patto con il quale si esclude il diritto di voto in capo al creditore pignoratizio, in deroga all’art. 2352 c.c., potrebbe essere modificato nel corso del rapporto;
- c) il rinvio della notifica golden power al momento (eventuale) dell’escussione, cioè quando le partecipazioni sono assegnate al creditore, svuoterebbe lo *screening golden power* della funzione preventiva.

Il TAR Lazio, anche su queste basi, aveva quindi rigettato il ricorso.

3. La pronuncia del Consiglio di Stato

Il Consiglio di Stato ha seguito un ragionamento diverso, ritenendo che la mera costituzione di pegni su partecipazioni, laddove venga pattiziamente escluso il trasferimento dei diritti di voto in capo al creditore pignoratizio fino all’inadempimento del debitore, non determini un mutamento della “disponibilità” degli attivi strategici. Le motivazioni principali sono le seguenti:

- (i) secondo l’indirizzo giurisprudenziale prevalente, se col pegno non sono trasferiti i diritti di voto, allora il diritto di impugnare le delibere assembleari e di intervenire in assemblea spetta al titolare delle azioni, e non al creditore pignoratizio;
- (ii) non è rilevante considerare l’ipotesi in cui le parti non rispettino l’accordo di non trasferimento dei diritti di voto, perché in tal caso si avrebbe un negozio elusivo degli obblighi di *golden power*, con gravi conseguenze per le parti;

- (iii) l'eventuale modifica degli assetti proprietari e di governo non è conseguenza inevitabile del pegno, ma dipende dall'eventuale inadempimento alle condizioni del finanziamento. Solo in tale evenienza sorge l'obbligo di notifica *golden power*.

In sintesi, laddove l'assetto di governance rimanga inalterato fino all'inadempimento (c.d. evento di *default*), la mera costituzione del pegno non è soggetta a obblighi di notifica *golden power*.

4. Conclusioni

La Sentenza del CdS delimita l'ambito di applicazione della normativa *golden power* sotto il profilo funzionale e potrà concorrere a superare l'attuale prassi, che vede l'avvio di procedimenti *golden power* per la costituzione di pegni su partecipazioni senza trasferimento dei relativi diritti di voto.

Più in generale, la Sentenza del CdS si sofferma sull'esigenza di certezza e proporzionalità della normativa *golden power*, tema di indubbio rilievo negli ultimi anni: la disciplina deve fondarsi su criteri oggettivi rigorosamente individuati e definiti, secondo un regime di stretta interpretazione. La Sentenza del CdS chiarisce inoltre che i poteri speciali non possono diventare uno strumento di controllo generalizzato sulle operazioni di finanziamento; il presupposto del loro esercizio è la presenza di modifiche effettive alla titolarità o al controllo degli attivi strategici. Anche questi principî potrebbero contribuire ad orientare in modo più rigoroso l'applicazione della normativa, anche al di là delle operazioni di finanziamento.

Sul piano pratico, occorre evidenziare che la Sentenza del CdS non esclude in radice ogni rilievo *golden power* dei pegni sulle partecipazioni, ma limita l'obbligo di notifica al momento in cui dovrebbero essere trasferite le partecipazioni e/o i diritti di voto (evento di *default*). Pertanto, in sede di regolazione contrattuale, occorrerà prevedere specifiche clausole che disciplinino gli obblighi di notifica in caso di eventuale escussione del pegno, o comunque di trasferimento dei diritti di voto. Inoltre, la portata della sentenza è limitata alla costituzione del pegno su partecipazioni in società strategiche e non è scontato che possa essere estesa al pegno su attivi strategici o a situazioni più complesse, caratterizzate da un pacchetto di garanzie. Per queste ragioni, l'effettiva portata della trasformazione innescata dalla Sentenza del CdS dovrà essere attentamente verificata nei prossimi mesi, alla luce dell'orientamento che assumerà la Presidenza del Consiglio. Nel frattempo, è opportuno continuare a valutare in concreto le operazioni di garanzia complesse riguardanti, direttamente o indirettamente, attivi strategici.

Membri della Task Force Golden Power

Angelino Alfano

Internazionale, Public Affairs

Alessandro Rosi

Amministrativo

Massimo Merola

Unione Europea e Concorrenza

Alberto Saravalle

Societario

Luca Perfetti

Amministrativo

Andrea Gemmi

Amministrativo