

Pubblicato il 05/12/2025

**N. 09619/2025REG.PROV.COLL.
N. 07060/2024 REG.RIC.**



R E P U B B L I C A I T A L I A N A

IN NOME DEL POPOLO ITALIANO

Il Consiglio di Stato

in sede giurisdizionale (Sezione Quarta)

ha pronunciato la presente

SENTENZA

sul ricorso numero di registro generale 7060 del 2024, proposto da Cedacri s.p.a., in persona del legale rappresentante *pro tempore*, rappresentato e difeso dagli avvocati Giulio Napolitano, Alfredo Vitale, con domicilio digitale come da PEC da Registri di Giustizia;

contro

Presidenza del Consiglio dei Ministri, Ministero dell'Economia e delle Finanze, in persona rispettivamente del Presidente e del Ministro *pro tempore*, rappresentati e difesi dall'Avvocatura Generale dello Stato, domiciliataria *ex lege* in Roma, via dei Portoghesi, 12;

nei confronti

Ministero Dell'Economia e delle Finanze, Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A., non costituiti in giudizio;

per la riforma della sentenza del Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (Sezione Prima) n. 10275/2024.

Visti il ricorso in appello e i relativi allegati;

Visti gli atti di costituzione in giudizio di Presidenza del Consiglio dei Ministri e di Ministero dell'Economia e delle Finanze;

Visti tutti gli atti della causa;

Relatore nell'udienza pubblica del giorno 6 febbraio 2025 il Cons. Luigi Furno e uditi per le parti gli avvocati presenti come da verbale;

FATTO

1. Cedacri s.p.a è una società specializzata nella fornitura di servizi informatici per il mercato finanziario e bancario.

Dopo essere stata acquisita tramite una complessa operazione di *leverage buyout* dal Gruppo ION (conglomerata lussemburghese), decideva di realizzare un'articolata operazione finanziaria.

In particolare, in data 3 giugno 2021, l'intero capitale sociale di Cedacri veniva acquisito dalla società DGB Bidco Holdings Limited, attraverso la sua controllata Cedacri Mergeco s.p.a.

DGB è una società facente capo a ION Investment Corporation s.à r.l., società di diritto lussemburghese, il cui soggetto controllante di ultima istanza è il dott. Andrea Pignataro, cittadino italiano.

1.1. Tanto premesso, l'acquisizione di Cedacri da parte di DGB era stata preceduta dalla notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri ai sensi del d.l. 21/2012, effettuata in via meramente prudenziale, in data 5 marzo 2021; il relativo procedimento di verifica (n. 67/2021) si concludeva il 12 maggio 2021 con l'adozione di una delibera di non esercizio dei poteri speciali in materia di *golden power*.

L'acquisizione di Cedacri da parte del Gruppo ION e, in ultima istanza, da parte del dott. Pignataro, non veniva ritenuta, quindi, fonte di un rischio tale da giustificare l'esercizio dei poteri speciali in esame.

1.2. In data 8 maggio 2023, il consiglio di amministrazione di Cedacri approvava l'emissione di un prestito obbligazionario a tasso variabile per un ammontare da determinarsi successivamente, ma, in ogni caso, non

superiore a euro 350.000.000, e l'estensione - a garanzia del prestito - dei pegni già in precedenza oggetto di valutazione da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri, ossia un pegno (con riserva del diritto di voto in capo a Cedacri) su tutte le azioni della società detenute da DGB, un pegno su alcuni conti correnti di Cedacri e un pegno sugli eventuali crediti di DGB nei confronti di Cedacri.

In particolare, Cedacri: da un lato, deliberava l'emissione di titoli obbligazionari per 275 milioni di euro con la principale finalità di attribuire dividendi straordinari agli azionisti; dall'altra, a garanzia dei suoi obblighi di pagamento verso il mercato derivanti dal finanziamento, prevedeva la creazione di garanzie reali su tale prestito, costituendo un pegno sul proprio capitale azionario (vale a dire sulle azioni detenute dall'azionista di controllo).

La complessa operazione realizzata da Cedacri si componeva, dunque, di due momenti.

Il primo, rappresentato dall'emissione e dalla vendita di obbligazioni, e dunque consistente in un'operazione di finanziamento finalizzata ad ottenere dagli operatori del mercato una somma di denaro a titolo di mutuo, con l'obbligo, in capo alla stessa Cedacri - divenuta debitrice - di restituire agli obbligazionisti finanziatori il capitale e una quota di interessi periodici. Il secondo, costituito dalla creazione di una garanzia reale al fine di assicurare l'adempimento degli obblighi di restituzione del suddetto prestito obbligazionario, consistente nella costituzione di un pegno sulla maggioranza del proprio capitale azionario.

L'estensione dei pegni non comportava la creazione *ex novo* di garanzie reali, ma una mera estensione delle garanzie già esistenti – già in precedenza vagliate dalla Presidenza del Consiglio ai sensi del d.l. 21/2012 – al fine di garantire gli obblighi di pagamento di Cedacri derivanti dal nuovo prestito obbligazionario.

1.3. Gli atti costitutivi dei pegni in esame medesimi prevedevano espressamente:

- i) che i diritti di voto, i diritti amministrativi e i diritti economici relativi alle azioni oggetto dei pegni rimanessero in capo a Cedacri fintantoché non si fosse verificato un inadempimento di quest'ultima alle proprie obbligazioni;
- ii) una clausola di conformità alla normativa di cui al d.l. 21/2012, ai sensi della quale, al verificarsi di un inadempimento da parte di Cedacri, i diritti economici e relativi alle azioni di Cedacri avrebbero potuto essere esercitati dai rispettivi creditori pignoratizi esclusivamente in conformità alla normativa di cui al d.l. 21/2012.

1.4. In data 29 maggio 2023, Cedacri notificava, ai sensi del d.l. 21/2012, la costituzione dei pegni alla Presidenza del Consiglio.

Con il d.P.C.M. 27 luglio 2023, il Governo formulava numerose richieste istruttorie, sia a Cedacri, sia a terzi; sulla base delle risultanze della relazione istruttoria del MEF.

Il relativo procedimento si concludeva con l'adozione del d.P.C.M. 27 luglio 2023, con il quale venivano esercitati i poteri speciali di natura prescrittiva, imponendo alla società l'utilizzo del prestito obbligazionario garantito dalla creazione dei pegni sulle azioni allo scopo di effettuare gli investimenti “necessari per garantire la continuità, lo sviluppo e il rafforzamento degli attivi strategici detenuti” e non di distribuire gli utili.

In particolare, con il d.P.C.M. in esame si imponevano le seguenti prescrizioni:

- i) utilizzare il prestito obbligazionario garantito dall'estensione dei pegni sulle azioni e sui conti correnti di Cedacri s.p.a. allo scopo di effettuare gli investimenti previsti dal piano industriale di Cedacri s.p.a., nonché per gli ulteriori eventuali investimenti necessari per garantire la continuità, lo sviluppo e il rafforzamento degli attivi strategici detenuti;

ii) inviare, con cadenza trimestrale, all'Amministrazione competente per il monitoraggio, ai sensi dell'articolo 2, relazioni in cui fosse data evidenza del rispetto della precedente prescrizione e fosse rappresentato lo stato di implementazione del piano industriale di Cedacri s.p.a., nonché l'evoluzione delle principali voci del conto economico e stato patrimoniale. In seguito all'adozione del predetto d.P.C.M, i pegini venivano costituiti in data 25 agosto 2023.

2. Contro l'esercizio dei predetti dei poteri speciali Cedacri proponeva ricorso dinanzi al T.a.r. Lazio.

2.1. A sostegno del ricorso formulava le seguenti censure:

i) violazione di legge, violazione e falsa applicazione dell'articolo 2 del d.l. 21/2012, carenza di potere, errore nei presupposti, manifesto difetto di istruttoria e carenza di motivazione. I poteri speciali sarebbero stati esercitati al di fuori dell'ambito funzionale e oggettivo di applicazione della normativa c.d. golden power.

Ad avviso della ricorrente in primo grado, l'operazione di finanziamento e garanzia in esame, consistente nella conferma ed estensione di alcuni pegini già esistenti, non costituirebbe un'operazione rientrante nell'ambito di applicazione del d.l. 21/2012. Ciò in quanto l'articolo 2 del d.l. 21/2012 richiederebbe la notifica, ai sensi della disciplina in materia di poteri speciali, soltanto qualora l'adozione di delibere, atti o operazioni abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi strategici medesimi.

Nel caso di specie, la conferma ed estensione dei pegini in esame non avrebbero modificato in alcun modo il controllo, la titolarità o la disponibilità degli attivi strategici, né dal punto di vista sostanziale, né dal punto di vista formale.

L'atto costitutivo del pegno su azioni prevedrebbe, infatti, la permanenza del diritto di voto in capo al debitore, legittimato a esercitarlo senza alcun tipo di condizionamento da parte del creditore pignoratizio; l'unica ipotesi

in cui il diritto di voto potrebbe spettare ai creditori pignoratizi sarebbe quella di un eventuale *default* del debitore. Ma anche al ricorrere di tale ultima evenienza, non ne discenderebbe alcun impatto sulla titolarità o sul controllo degli attivi strategici, perché il voto sarebbe comunque limitato all'assemblea straordinaria di Cedacri e, quindi, a un organo le cui decisioni non rilevano ai fini della sussistenza di una fattispecie di controllo (art. 2359 c.c.).

L'applicazione della disciplina *golden power* al caso di specie determinerebbe, quindi, un'illegittima estensione delle fattispecie soggette a tali disposizioni.

L'“assegnazione in garanzia” di attivi strategici, di cui all'art. 2 del d.l. 21/2012, non potrebbe essere assimilata alla costituzione di garanzie aventi ad oggetto i medesimi attivi.

Anche dal punto di vista oggettivo mancherebbero i presupposti di applicazione del d.l. 21/2012 alle attività di Cedacri.

Cedacri, infatti, non sarebbe un operatore finanziario, creditizio o assicurativo e il fatturato relativo alle soluzioni di c.d. “Core Banking”, unica porzione che l'autorità avrebbe dovuto considerare rilevante nel caso di specie, non raggiungerebbe la soglia prevista dal d.P.C.M. 179/2020 ai fini dell'individuazione delle attività economiche di rilevanza strategica.

L'Amministrazione, sotto tale profilo, avrebbe omesso di effettuare qualsiasi considerazione sulla natura “critica” dei prodotti e delle tecnologie di Cedacri, così disapplicando un requisito ritenuto invece fondamentale dal legislatore per evitare di applicare il d.l. n. 21/2012 ad attività che, pur generalmente riconducibili all'elenco del d.P.C.M. 179/2020, non presenterebbero concretamente rilievo essenziale “...per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione, nonché per il progresso tecnologico” (art. 2, comma 1, lett. a) del d.P.C.M. 179/2020);

ii) *Violazione di legge, violazione e falsa applicazione dell'articolo 2 del d.l. 21/2012, eccesso di potere, sviamento, ingiustizia manifesta e illogicità.*

L'esercizio dei poteri speciali dovrebbe avere ad oggetto soltanto l'operazione di estensione dei pegni, mentre l'istruttoria del MEF si sarebbe concentrata su elementi del tutto eterogenei rispetto all'operazione oggetto di notifica e agli assetti di controllo, quali la sostenibilità del nuovo debito assunto o la destinazione delle risorse raccolte attraverso l'emissione del prestito obbligazionario;

iii) *Violazione di legge - Violazione e falsa applicazione dell'articolo 2 del d.l. 21/2012. Eccesso di potere, manifesta irragionevolezza, manifesto difetto di proporzionalità, difetto di adeguata motivazione, difetto di istruttoria.*

Ai sensi dell'art. 2 del d.l. 21/2012, i poteri speciali potrebbero essere esercitati solo in presenza di una “situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti”, ovvero in caso di pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico; tali presupposti non risulterebbero esaminati dal d.P.C.M. impugnato, che non evidenzierebbe alcuna “minaccia di grave pregiudizio” per gli interessi pubblici e i beni giuridici tutelati;

iv). *Violazione di legge – violazione dell'art. 2 del d.l. 21/2012. Eccesso di potere. Contraddittorietà e carenza dell'istruttoria. Travisamento dei fatti. Illogicità.*

L'operazione realizzata da Cedacri dovrebbe rilevare ai sensi della normativa sul *golden power* solo qualora fosse idonea a ledere l'interesse nazionale e l'esercizio dei poteri speciali sarebbe giustificato sono in caso di mancanza di operatori concorrenti e soluzioni alternative.

Nel caso di specie, invece, Cedacri non opererebbe in regime di monopolio, ma in un mercato fortemente concorrenziale, caratterizzato dalla presenza di numerosi concorrenti qualificati, tra cui IBM, Accenture, Engineering, Reply, Microsoft, Capgemini e CSE – Consorzio Servizi Bancari.

Il d.P.C.M. impugnato non avrebbe, quindi, considerato le caratteristiche del mercato di riferimento, né al momento di valutare l'esistenza della minaccia di grave pregiudizio giustificante l'esercizio dei poteri speciali, né al momento di decidere quale misura adottare nel rispetto del principio di proporzionalità;

v) *Eccesso di potere. Genericità. Contraddittorietà intrinseca. Difetto di istruttoria e di congrua motivazione.*

Il provvedimento impugnato aveva affermato che l'esercizio dei poteri speciali si era reso necessario per una deviazione dalle informazioni fornite e valutate in precedenti procedimenti di notifica avviati dalla medesima Cedacri; tuttavia, rileva la ricorrente in primo grado, data la mutevolezza delle condizioni del mercato, un'eventuale diffornità da quanto rappresentato in maniera contingente e puntuale sarebbe del tutto fisiologica.

Peraltro, ove fossero riscontrate diffornità rispetto a quanto precedentemente rappresentato, a tale situazione avrebbe dovuto porsi rimedio tramite la riedizione del potere originariamente (non) esercitato nei precedenti procedimenti di notifica, in presenza dei presupposti per l'eventuale autotutela.

Infine, ulteriori elementi di illogicità atterrebbero al contenuto della prescrizione di cui all'art. 1, comma 1, lett. b) del provvedimento impugnato, che aveva stabilito l'invio di un report periodico sullo stato di attuazione della prescrizione di cui alla lettera a) del medesimo articolo (utilizzare il prestito obbligazionario per determinati investimenti), sullo stato di attuazione del piano industriale e, in generale, sull'andamento

economico della società; la fase di verifica/monitoraggio sarebbe, infatti, di impossibile realizzazione, poiché l'utilizzo delle risorse monetarie derivanti dal prestito obbligazionario, per loro natura fungibili, non sarebbe in alcun modo tracciabile, mentre il riferimento agli “ulteriori eventuali investimenti necessari per garantire la continuità, lo sviluppo e il rafforzamento degli attivi strategici” sarebbe del tutto generico.

3. Il T.a.r Lazio, con la decisione 22 maggio 2024, n. 10275, ha respinto il ricorso.

3.1. Il giudice di primo grado, in particolare, ha preliminarmente ritenuto che Cedacri rientrasse in un settore strategico di rilevanza europea ai sensi dell'art. 2, comma 1-*ter* della disciplina in materia di *golden power*.

Per tali settori, ad avviso della decisione impugnata, la normativa secondaria che individua gli attivi strategici è rappresentata dal d.P.C.M. 18 dicembre 2020, n. 179, il cui art. 8 concerne il settore finanziario e creditizio. Sulla base di tale disposizione, in particolare, sono da considerarsi strategiche: a) le infrastrutture critiche; b) le tecnologie critiche; c) tutte le attività economiche del settore quando esercitate da imprese che, congiuntamente –e indipendentemente dalla disponibilità di infrastrutture e tecnologie – realizzano un fatturato annuo netto non inferiore alla soglia dei 300 milioni di euro e hanno un numero medio annuale di dipendenti non inferiore a 250 unità.

Su tali basi, aderendo alle argomentazioni difensive del Governo, il giudice di primo grado ha ritenuto che Cedacri rientrasse nel campo di applicazione soggettivo della disciplina, posto che, da un lato, deterrebbe tecnologie critiche, dall'altro, svolgerebbe un'attività economica di rilevanza strategica finanziaria in ragione del superamento dei requisiti relativi al fatturato e al numero di dipendenti.

In relazione all'accertamento della rilevanza strategica dell'attività economica finanziaria, il giudice di primo grado ha disatteso le prospettazioni di Cedacri, secondo cui, per valutare l'eventuale

superamento delle soglie di fatturato, avrebbe dovuto considerare soltanto le attività finanziarie “principali” (individuate dalla stessa ricorrente nelle attività di core banking), tralasciando quelle “accessorie”.

Tale tesi, la cui applicazione avrebbe indotto a scorporare le diverse attività svolte al fine di ritenere – quale traguardo argomentativo – che la propria attività economica finanziaria non avesse carattere strategico, non è stata condivisa dal giudice di primo grado, il quale ha chiarito che l'art. 8 sopracitato, nell'individuare, al comma 1, lett. c), i limiti rilevanti di fatturato, fa generico riferimento alle “attività economiche [...] finanziarie, creditizie e assicurative [...] esercitate da imprese che realizzano un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro”, senza che si possa inferire da tale formula la possibilità di scorporare i ricavi relativi alle varie attività finanziarie esercitate. La tesi dello scorporo suggerita da Cedacri - ad avviso della decisione impugnata - “non risulta in alcun modo dal tenore letterale della disposizione”, basandosi, irragionevolmente, su una distinzione fra le stesse attività finanziarie - alcune rilevanti, altre no - rimessa del tutto soggettivamente in capo all'impresa ricorrente.

In relazione alla integrazione dell'art. 2, comma 2-bis, d.l. n. 21/2012, la decisione di primo grado ha ritenuto che se l'operazione di pegno su azioni non venisse inclusa nel perimetro delle operazioni rilevanti ai fini della disciplina del *golden power*, le parti non sarebbero tenute a notificare la costituzione del pegno, con slittamento dell'obbligo di notifica al successivo eventuale momento dell'assegnazione in pagamento o in garanzia. Tale slittamento, però, svuoterebbe di ogni utilità pratica la notifica medesima, posto che, al momento dell'escussione, sulla base della disciplina privatistica, “l'effetto di spossessamento in capo al debitore deve [oramai, comunque] inevitabilmente compiersi per assicurare il soddisfacimento del creditore”, con l'effetto di rendere inutile, in quanto tardivo, l'eventuale intervento del Governo.

Dunque, rileva il Ta.r., se si vuole evitare lo spossessamento delle azioni, e con esso la perdita del controllo societario e degli attivi, l'unica via è quella di includere la costituzione del pegno fra le operazioni rilevanti e collegare ad essa, di conseguenza, l'obbligo di notifica.

Su tali basi, dunque, il giudice di primo grado ha affermato che il riferimento normativo alle “modifiche della disponibilità degli attivi” di cui all'art. 2, comma 2-*bis*, “interpretato alla luce della finalità della disciplina” – che viene ravvisata nell'esigenza di protezione della sicurezza nazionale – evidenzia, nella sua genericità e ampiezza, la necessità di “monitorare, in ottica preventiva, ogni operazione – come appunto anche quelle di finanziamento e garanzia con effetti soltanto eventualmente e indirettamente traslativi – in grado di incidere sugli attivi individuati come strategici”.

Ridurre invece la portata dell'istituto “alle operazioni effettivamente – e cioè, immediatamente e direttamente – traslative”, come appunto l'assegnazione in pagamento o in garanzia, vanificherebbe, nella prospettiva della decisione impugnata, la finalità dell'istituto.

4. Cedacri ha proposto appello.

In particolare, con il primo motivo di appello Credacri deduce l'erroneità della sentenza impugnata nella parte in cui avrebbe trascurato di considerare che la costituzione di un pegno c.d. improprio su azioni è priva di effetti condizionanti sugli attivi sottostanti.

Con il secondo motivo di appello Credacri lamenta l'omesso esame, da parte della decisione impugnata, del secondo motivo del ricorso di primo grado con il quale era stato sostenuto che le prescrizioni censurate avevano ecceduto l'ambito di applicazione della disciplina sul *golden power* per il fatto di essere state estese fino a farle ricoprendere la valutazione della sostenibilità del nuovo debito e della destinazione delle risorse raccolte attraverso l'emissione del prestito obbligazionario.

Con il terzo motivo di appello Credacri contesta gli esiti dell'istruttoria che ha preceduto l'adozione del d.P.C.M. 27 luglio 2023.

Con il quarto motivo di appello Credacri critica la sentenza impugnata nella parte in cui avrebbe erroneamente valutato il mercato nel cui ambito Credacri svolge la propria attività.

Con il quinto motivo di appello Credacri assume che il d.P.C.M. 27 luglio 2023, essendo intervenuto su determinazioni precedentemente adottate, avrebbe dovuto rispettare i termini e le garanzie del procedimento di autotutela.

5. Si sono costituiti nel presente giudizio la Presidenza del Consiglio dei Ministri e il Ministero dell'Economia, chiedendo di dichiarare l'appello infondato.

6. All'udienza pubblica del 6 febbraio 2025 la causa è stata trattenuta in decisione.

DIRITTO

1. Con la prima parte del primo mezzo di gravame Credacri lamenta l'erroneità della decisione impugnata preliminarmente per aver ricondotto le azioni della società oggetto del contratto di pegno al paradigma degli attivi strategici.

1.1. Con la seconda parte del primo motivo di appello, la parte appellante censura l'interpretazione, resa dal giudice di primo grado, dell'ambito di applicazione dell'art. 2, comma 2-bis, d.l. n. 21/2012.

Rileva l'appellante che tale disposizione prevede l'obbligo di notifica preventiva – ai fini dell'apertura del procedimento di verifica volto all'eventuale esercizio dei poteri speciali – di “qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1-ter, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi [...] comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto [...] l'assegnazione degli attivi a titolo di garanzia [...]”

ovvero la fusione [...] è notificato [...] entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei ministri dalla stessa impresa”.

La disposizione include, dunque, espressamente tra le delibere che ricadono nel campo di applicazione dell’obbligo di notifica preventiva sia l’assegnazione degli attivi a titolo di garanzia sia le fusioni.

Tanto premesso, ad avviso dell’appellante, la disposizione in esame prevedrebbe un requisito specifico ulteriore ai fini dell’insorgenza in concreto di tale obbligo e cioè che la delibera abbia “per effetto” la modifica, alternativamente, della “titolarità”, del “controllo” o della “disponibilità” degli attivi, cioè nel caso di specie degli assets strategici di Cedacri.

Si tratterebbe, in questa prospettiva, di una disposizione tendenzialmente omnicomprensiva che include nozioni ciascuna delle quali andrebbe interpretata in senso tecnico giuridico.

In tale quadro, premette l’appellante che, in linea generale, la costituzione di pegno determina di regola il trasferimento di voto in capo al creditore pignoratizio.

In questo caso, osserva la società appellante, non pare dubbio che sorga l’obbligo di notifica ai fini della normativa sul *golden power* in quanto ciò determinerebbe un mutamento immediato nella disponibilità (giuridica oltre che di fatto) degli attivi, in quanto il creditore pignoratizio avrebbe titolo per intervenire in assemblea e concorrere alla formazione della volontà dell’organo nell’ambito delle competenze ad esso attribuite dall’art. 2364 c.c., in particolare, quella relativa alla nomina e revoca degli amministratori.

Rileva l’appellante che la regola generale è, nondimeno, suscettibile di una deroga pattizia in base alla quale il diritto di voto rimane in capo al debitore proprietario delle azioni oggetto di pegno.

E sarebbe questo, secondo l'appellante, il caso del Pegno stipulato da Cedacri, il quale prevede espressamente la deroga consentita dalla norma, ossia fa rimanere in capo al relativo datore di pegno i diritti di voto fino a quando non si dovesse verificare un inadempimento agli obblighi del finanziamento garantito dal pegno stesso. Solo in questo ultimo caso, argomenta l'appellante, e, dunque, in via eventuale, il Pegno Cedacri consente la possibilità per i creditori pignoratizi di esercitare i diritti sopra menzionati. Peraltro, in tal caso, le parti hanno convenuto di dover procedere pur sempre in conformità alla normativa sul *golden power*. Pertanto, al momento della costituzione del pegno e fino a un eventuale default, il datore di pegno mantiene effettivamente inalterati gli assetti di controllo e disponibilità delle azioni della società, senza che il creditore pignoratizio possa influire sul loro esercizio.

1.2. Il motivo è fondato nei sensi e nei limiti di seguito indicati.

Infondata è la prima parte del primo motivo di appello.

L'opzione ricostruttiva dell'appellante è, infatti, contraddetta dalla più recente giurisprudenza della Cassazione (12 settembre 2019, n. 22790), che, conformemente alla ricostruzione proposta in dottrina, ritiene che le azioni della società siano beni di secondo grado, e, in quanto tali, non del tutto distinti e separati dai beni compresi nel patrimonio sociale.

1.3. È, invece, fondata la seconda parte del primo motivo di appello nei termini che seguono.

L'analisi della seconda parte del primo motivo di appello presuppone una ricognizione del quadro normativo e giurisprudenziale di riferimento in relazione alla materia del *golden power*.

Sul piano dell'ordinamento nazionale, la normativa primaria di riferimento è contenuta nel d.l. n. 21 del 15 marzo 2012, convertito, con modificazioni, con l. n. 56 dell'11 maggio 2012 e rubricato "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”.

All'art. 2, comma 1-*ter*, il citato d.l. stabilisce che “Con uno o più decreti del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, del Ministro dello sviluppo economico e del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, di concerto con il Ministro dell'interno, con il Ministro della difesa, con il Ministro degli affari esteri e della cooperazione internazionale e con i Ministri competenti per settore, adottati anche in deroga all'articolo 17 della legge 23 agosto 1988, n. 400, previo parere delle Commissioni parlamentari competenti, che è reso entro trenta giorni, decorsi i quali i decreti possono comunque essere adottati, sono individuati, ai fini della verifica in ordine alla sussistenza di un pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico, compreso il possibile pregiudizio alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti, i beni e i rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, anche se oggetto di concessioni, comunque affidate, ulteriori rispetto a quelli individuati nei decreti di cui all'articolo 1, comma 1, e al comma 1 del presente articolo, nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019 [ossia, tra l'altro, l'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare], nonché la tipologia di atti od operazioni all'interno di un medesimo gruppo ai quali non si applica la disciplina di cui al presente articolo. I decreti di cui al primo periodo sono adottati entro centoventi giorni dalla data di entrata in vigore della presente disposizione e sono aggiornati almeno ogni tre anni”.

Al successivo comma 2-*bis*, il d.l. in esame precisa che “Qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1-*ter*, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi a favore

di un soggetto esterno all'Unione europea, di cui al comma 5-bis, ovvero, nei settori individuati nel secondo periodo del comma 5, anche a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea, ivi compresi quelli stabiliti o residenti in Italia, comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia, il trasferimento di società controllate che detengono i predetti attivi, ovvero che abbia per effetto il trasferimento della sede sociale in un Paese non appartenente all'Unione europea, è notificato, salvo che l'operazione sia in corso di valutazione o sia già stata valutata ai sensi del comma 5, entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei ministri dalla stessa impresa. Sono notificati altresì nei medesimi termini qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1-ter, che abbia per effetto il cambiamento della loro destinazione, nonché qualsiasi delibera che abbia ad oggetto la modifica dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società o la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'articolo 2351, terzo comma, del codice civile ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, come da ultimo modificato dall'articolo 3 del presente decreto”.

Al successivo comma 3, il d.l. stabilisce che: “Con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri, da trasmettere tempestivamente e per estratto alle Commissioni parlamentari competenti, può essere espresso il voto alle delibere, atti e operazioni di cui ai commi 2 e 2-bis, che diano luogo a una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi

pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti”.

Al comma 6, il d.l. aggiunge che: “Qualora l'acquisto di cui al comma 5 [ossia “l'acquisto a qualsiasi titolo da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di partecipazioni in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi del comma 1 nonché' di quelli di cui al comma 1-ter, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto”] comporti una minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato di cui al comma 3 ovvero un pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico ... con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei ministri, da trasmettere tempestivamente e per estratto alle Commissioni parlamentari competenti, l'efficacia dell'acquisto può essere condizionata all'assunzione, da parte dell'acquirente e della società le cui partecipazioni sono oggetto dell'acquisto, di impegni diretti a garantire la tutela dei predetti interessi ... In casi eccezionali di rischio per la tutela dei predetti interessi, non eliminabili attraverso l'assunzione degli impegni di cui al primo periodo, il Governo può opporsi, sulla base della stessa procedura, all'acquisto”.

Il comma prosegue, precisando che: “Per determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico è possibile prendere in considerazione le seguenti circostanze:

a) che l'acquirente sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, compresi organismi statali o forze armate, di un Paese non appartenente all'Unione europea, anche attraverso l'assetto proprietario o finanziamenti consistenti”.

Infine, il comma 7 stabilisce che: “I poteri speciali di cui ai commi precedenti sono esercitati esclusivamente sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori. A tale fine il Governo considera, avuto riguardo alla

natura dell'operazione, i seguenti criteri: a) l'esistenza, tenuto conto anche delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale, desunti dalla natura delle loro alleanze, o hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati; b) l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, a garantire: 1) la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti; 2) il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti”.

A livello di normazione secondaria, nel caso in esame, come si avrà modo di chiarire oltre, viene in rilievo il d.P.C.M. 18 dicembre 2020, n. 179, il cui art. 8 concerne il settore finanziario e creditizio.

Sul piano dell'ordinamento europeo, la normativa di riferimento è costituita dal Regolamento (UE) 2019/452 del 19 marzo 2019 volto a “istituire un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione” che crea meccanismi di coordinamento a livello europeo.

Tale Regolamento:

- al considerando 2, richiama “l'articolo 3, paragrafo 5, del trattato sull'Unione europea (TUE)”, ai sensi del quale “nelle relazioni con il resto del mondo, l'Unione afferma e promuove i suoi valori e interessi”;
- al considerando 3, stabilisce che, “conformemente agli impegni internazionali assunti nell'ambito dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economici e degli accordi commerciali e di investimento conclusi con paesi terzi, l'Unione e gli Stati membri possono adottare, per motivi di sicurezza

o di ordine pubblico, misure restrittive nei confronti degli investimenti esteri diretti, purché siano rispettate alcune condizioni”;

- al considerando 6, precisa che “gli investimenti esteri diretti rientrano nell'ambito della politica commerciale comune. A norma dell'articolo 3, paragrafo 1, lettera e), TFUE, l'Unione ha competenza esclusiva per quanto concerne la politica commerciale comune”;

- al considerando 8, aggiunge che “il quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti e per la cooperazione dovrebbe dotare gli Stati membri e la Commissione degli strumenti per affrontare in modo globale i rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico e per adeguarsi al mutare delle circostanze, mantenendo nel contempo la necessaria flessibilità per consentire agli Stati membri di controllare gli investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza e ordine pubblico, tenendo conto delle rispettive situazioni individuali e delle specificità nazionali. Spetta esclusivamente allo Stato membro interessato decidere se istituire un meccanismo di controllo o se controllare un investimento estero diretto”;

- al considerando 11, stabilisce che “dovrebbe essere possibile per gli Stati membri valutare i rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico derivanti da cambiamenti significativi dell'assetto proprietario o delle caratteristiche fondamentali di un investitore estero determinato”;

- al considerando 12, precisa che “al fine di orientare gli Stati membri e la Commissione nell'applicazione del presente regolamento, è opportuno indicare un elenco di fattori che potrebbero essere presi in considerazione nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico ... L'elenco di fattori che possono incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico dovrebbe restare non esaustivo”;

- al considerando 13, stabilisce che “Nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, dovrebbe essere possibile per gli Stati membri e la Commissione tenere conto di tutti i fattori pertinenti, compresi gli effetti sulle infrastrutture

critiche, sulle tecnologie, comprese le tecnologie abilitanti fondamentali, e sui fattori produttivi che sono essenziali per la sicurezza o il mantenimento dell'ordine pubblico la cui perturbazione, disfunzione, perdita o distruzione avrebbe un impatto significativo in uno Stato membro o nell'Unione. A tale proposito, dovrebbe altresì essere possibile per gli Stati membri e la Commissione tenere conto del contesto e delle circostanze dell'investimento estero diretto, in particolare della possibilità che un investitore estero sia controllato direttamente o indirettamente, ad esempio attraverso finanziamenti consistenti, comprese le sovvenzioni, da parte del governo di un paese terzo, o persegua progetti o programmi all'estero a guida statale”;

- all'art. 2, definisce come “investimento estero diretto, un investimento di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica”;

- all'art. 3, stabilisce che “conformemente al presente regolamento, gli Stati membri possono mantenere, modificare o adottare meccanismi per controllare gli investimenti esteri diretti nel loro territorio per motivi di sicurezza o di ordine pubblico” e, in tale ambito, “stabiliscono in particolare le circostanze che danno luogo al controllo, i motivi del controllo e le regole procedurali dettagliate applicabili”;

- all'art. 4, rubricato “Fattori che possono essere presi in considerazione dagli Stati membri e dalla Commissione”, stabilisce:

i) al paragrafo 1, che “Nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione possono prendere in considerazione i suoi effetti potenziali, tra l'altro, a livello di: c) sicurezza dell'approvvigionamento di fattori

produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare”.

ii) al successivo paragrafo 2, che “Nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione tengono altresì conto, in particolare, se: a) l'investitore estero sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica, inclusi organismi statali o forze armate, di un paese terzo, anche attraverso l'assetto proprietario o finanziamenti consistenti”.

1.4. Secondo un orientamento largamente condiviso, il procedimento per l'espletamento del *golden power* ha natura particolare ed è scindibile in due fasi.

Il procedimento viene avviato, di norma, a seguito della notifica con la quale “le parti interessate non veicolano una istanza, ma adempiono ad un dovere prescritto dalla legge” (Cons. Stato, sez. IV, 9 gennaio 2023, n. 289), come dimostra il fatto che, in mancanza di notifica, la procedura è attivabile d'ufficio. Dopo l'apertura del procedimento amministrativo il Governo è tenuto ad esercitare un potere preventivo finalizzato ad accettare che l'investimento o l'operazione rientrino nel perimetro applicativo dell'istituto, integrando positivamente i suoi requisiti collegati all'ambito soggettivo (strategicità dell'impresa, da dedurre sulla base della strategicità dell'attività svolta o dell'attivo detenuto) e oggettivo (rilevanza dell'investimento o dell'operazione).

In particolare, la prima fase, a carattere meramente istruttorio, è tesa all'acquisizione di tutti i dati di fatto rilevanti al fine di ricostruire ed inquadrare l'operazione in chiave tanto analitica, quanto sistematica, a beneficio della successiva valutazione finale; la seconda, decisionale, dall'alto valore politico, può terminare in due modi: con l'esclusione dell'operazione dall'ambito di applicazione della suddetta disciplina (casi qualificati, nelle relazioni annuali del Governo sull'esercizio dei poteri

speciali, come “operazioni escluse”), ovvero, in alternativa, con la sua inclusione, esito a cui consegue lo svolgimento dell’istruttoria procedimentale e l’esercizio del cd. potere “a valle”.

La natura bifasica del procedimento di *golden power* e la conseguente contrazione degli spazi di sindacabilità giurisdizionale della seconda fase decisionale sono state di recente confermate da questa Sezione con sentenza 9 gennaio 2023, n.289, secondo cui “*Il procedimento, si articola in una fase istruttoria affidata a tecnici, ossia funzionari pubblici della Presidenza e dei vari ministeri, connotata almeno inizialmente da un forte livello di riservatezza e in una fase decisoria che – quantomeno per i casi di esercizio dei poteri speciali - è sottratta alla dirigenza amministrativa e riservata direttamente al livello politico al suo massimo grado, derogando ai principi sulla separazione tra politica ed amministrazione nell’attività amministrativa affermatisi come sappiamo all’inizio degli anni ’90 del secolo scorso.*

Come sul punto la Sezione ha già avuto modo di chiarire con la fondamentale sentenza 9 gennaio 2023, n. 289, come “il nella procedura dell’esercizio dei poteri speciali, ciò che giuridicamente distingue la fase decisoria dalla previa fase istruttoria è proprio l’attività valutativa del sostrato fattuale acquisito agli atti.13.

Il procedimento nazionale in tema di “golden power” è, invero, bifasico.

13.1. Esso prevede una prima fase di carattere prettamente istruttorio tesa all’acquisizione di tutti i dati di fatto rilevanti al fine di ricostruire ed inquadrare l’operazione in chiave tanto analitica, quanto sistematica, a beneficio della successiva valutazione finale: tale fase, che il D.P.R. n. 86 del 2014 significativamente definisce come “attività propedeutica all’esercizio dei poteri speciali”, è curata da un apposito Gruppo di coordinamento, composto da personale di livello dirigenziale apicale della PCM e dei vari Ministeri interessati.

13.2. La seconda fase, appunto decisoria, è viceversa appannaggio esclusivo del Consiglio dei Ministri. Tale fase riguarda gli elementi per accertare la sussistenza dei presupposti di esercizio del potere, ovverosia gli elementi che vengono in rilievo quando il Governo, dopo aver già riscontrato che l'operazione è inclusa nel perimetro dell'istituto, deve valutare se esercitare i poteri speciali.

In merito, va rilevato che, per tutti i settori di rilevanza europea, il presupposto d'esercizio varia a seconda della fattispecie e in funzione del potere esercitato. In particolare, per le operazioni societarie che possono essere oggetto di poteri interdittivi e prescrittivi, la legge fa riferimento – quale presupposto di esercizio – a una “situazione eccezionale”, che non è “disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore”, di “minaccia di grave pregiudizio” per gli interessi pubblici ed essenziali dello Stato, relativi alla sicurezza delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti (art. 2, comma 3). Per valutare la sussistenza della “minaccia di grave pregiudizio” per gli interessi sopraccitati, la legge prescrive che il Governo deve considerare – quali elementi – due profili: i) l'esistenza di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami – ritenuti pericolosi dal legislatore – fra l'investitore e quei Paesi terzi che, in via alternativa, non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, non rispettano le norme del diritto internazionale, hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale desunti dalle loro alleanze, hanno rapporti con organizzazioni criminali, terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati; ii) l'idoneità dell'assetto risultante dall'operazione a garantire, da una parte, la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti, dall'altra, il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti (art. 2, comma 7).

Questa seconda fase – affidata, non a caso, al massimo organo di direzione politica dello Stato e non a personale dirigenziale – assume un marcato ed

assai lato profilo discrezionale: essa, invero, prende le mosse sì dai dati di fatto acquisiti in sede istruttoria, ma, nel contesto di una valutazione collegiale della questione in cui intervengono i Vertici politici di tutte le Amministrazioni dello Stato, affronta, inquadra e qualifica l'operazione nell'ambito della più ampia postura politica dello Stato in ottica non solo economica e finanziaria, ma in senso più globale strategica.

Il Consiglio dei Ministri, in sostanza, non si limita ad una ricognizione atomistica, puntiforme e, per così dire, “contabile” ed anodina delle caratteristiche specifiche dell'operazione, ma la tratta nell'ambito e nel contesto dei fini generali della politica nazionale, ponderandone gli impatti sia sull'assetto economico-produttivo del settore socio-economico interessato, sia sulla più ampia struttura dell'economia nazionale, sia, infine, sui rapporti internazionali e sul complessivo posizionamento politico-strategico del Paese nell'agone internazionale.

Del resto, è lo stesso diritto unionale che facoltizza tale ampio spettro di valutazioni (cfr. le disposizioni richiamate supra del richiamato Regolamento UE n. 452 del 2019 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 marzo 2019).

1.5. Tanto premesso, la questione specifica da analizzare nel presente giudizio attiene alla prima delle esposte fasi e, segnatamente, alla individuazione dell'ambito di applicazione dell'istituto del *golden power*.

Va premesso, al riguardo, che la normativa in materia di *golden power* si applica a tutte le imprese, pubbliche o private, caratterizzate da strategicità. Ai fini dell'applicazione della disciplina, tuttavia, le imprese devono essere in grado di soddisfare un test duplice di strategicità: il primo riguarda i settori, il secondo concerne attività o attivi. Il risultato di tale duplice verifica è che sono sottoposte a controllo non tutte le imprese che operano nei settori strategici, bensì soltanto quelle che, all'interno dei settori qualificati (dalla normativa primaria) come tali, svolgono attività o

detengono attivi individuati (di regola, dalla normativa secondaria) come strategici.

Nel caso in esame, Cedacri costituisce una società che opera nel settore della finanza e del credito e cioè in un settore strategico di rilevanza europea ai sensi dell'art. 2, comma 1-ter della disciplina in materia di *golden power*. Per tali settori, la normativa secondaria che individua gli attivi strategici è rappresentata dal d.P.C.M. 18 dicembre 2020, n. 179, il cui art. 8 concerne il settore finanziario e creditizio. Sulla base dell'unico comma di tale disposizione, in particolare, sono da considerarsi strategiche: a) le infrastrutture critiche; b) le tecnologie critiche; c) tutte le attività economiche del settore quando esercitate da imprese che, congiuntamente e indipendentemente dalla disponibilità di infrastrutture e tecnologie realizzano un fatturato annuo netto non inferiore alla soglia dei 300 milioni di euro e hanno un numero medio annuale di dipendenti non inferiore a 250 unità.

In relazione tale profilo, il Collegio condivide la conclusione raggiunta dal giudice di primo grado, il quale ha ritenuto che Cedacri rientrasse nel campo di applicazione soggettivo della disciplina, traendo in tal senso argomento dal duplice rilievo per cui essa, da un lato, detiene tecnologie critiche e, dall'altro, svolge un'attività economica di rilevanza strategica finanziaria in ragione del superamento dei requisiti relativi al fatturato e al numero di dipendenti.

Non convince del contrario la tesi, prospettata dalla odierna appellante nel giudizio di primo grado ma non riproposta in appello, secondo cui, per valutare l'eventuale superamento delle soglie di fatturato, avrebbe dovuto essere considerate soltanto le attività finanziarie “principali” (individuate nelle attività di core banking), tralasciando quelle “accessorie”. Tale tesi è, infatti, contraddetta dall'inequivocabile tenore letterale dell'art. 8 sopracitato, che, nell'individuare, al comma 1, lett. c), i limiti rilevanti di fatturato, fa generico riferimento alle “attività economiche [...] finanziarie, creditizie e

assicurative [...] esercitate da imprese che realizzano un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro”, senza che si possa inferire da tale formula, in alcun modo, la possibilità di scorporare i ricavi relativi alle varie attività finanziarie esercitate.

1.6. La seconda questione interpretativa, specificamente sollevata con il motivo in esame, attiene all'ambito di applicazione oggettivo dell'istituto.

Come sopra esposto, i presupposti per l'esercizio dei poteri speciali da parte del Governo italiano sono dettati dal d.l. n. 21/2012 e dai relativi decreti attuativi, che modulano le precondizioni dell'esercizio del *golden power* in funzione dei gruppi di attività economiche considerati.

Dunque, i primi due presupposti oggettivi per l'esercizio del *golden power* sono rappresentati: i) dalla sussistenza di un'attività di rilevanza strategica per la difesa e la sicurezza nazionale, indipendentemente dalla natura pubblica o privata dell'impresa in questione; ii) dalla minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali di tali settori.

Va al riguardo rilevato che, al fine individuare le operazioni societarie eventualmente oggetto dei poteri interdittivi e prescrittivi, il legislatore combina due criteri: quello dell'oggetto e quello che mette insieme, contestualmente, effetto e provenienza del soggetto a favore del quale ricade l'operazione.

In particolare, l'art. 2, comma 2-bis, nell'ambito di alcuni settori strategici di rilevanza europea (fra cui rientra quello finanziario e creditizio), sottopone a potere interdittivo e prescrittivo, da un lato, alcune operazioni individuate in base all'oggetto (es. fusione o scissione della società), dall'altro, tutte le altre operazioni, pur non individuate espressamente, che determinano, quale effetto, “modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità” degli attivi strategici, indipendentemente - in tali settori - dalla provenienza (extra-europea, intra-europea o anche nazionale) del soggetto a favore del quale ricade l'operazione.

Il menzionato art. 2, comma 2-bis, prevede l'obbligo di notifica preventiva – ai fini dell'apertura del procedimento di verifica volto all'eventuale esercizio dei poteri speciali – di *“qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1-ter, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi [...] comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto [...] l'assegnazione degli attivi a titolo di garanzia [...] ovvero la fusione [...] è notificato [...] entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei ministri dalla stessa impresa”*.

In definitiva, nella nozione di ambito oggettivo può essere fatto rientrare l'individuazione dei settori, i presupposti per l'esercizio dei poteri (minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale), nonché la tipologia di operazioni rilevanti in materia di *golden power*. In questa sede rileva esclusivamente tale ultima questione.

1.7. Tutto ciò premesso, la questione specifica all'esame del Collegio attiene, pertanto, alla riconduzione delle operazioni di finanziamento e garanzia con effetti eventualmente e indirettamente traslativi all'interno dell'alveo delle operazioni rilevanti ai fini della disciplina in materia di *golden power*.

Come già descritto al punto 1.2 della parte in fatto, la complessa operazione realizzata da Cedacri si compone di due momenti. Il primo è rappresentato dall'emissione e vendita di obbligazioni, ovverosia di un'operazione finalizzata al finanziamento che le ha consentito di ottenere dagli operatori del mercato una somma di denaro a titolo di mutuo, con l'obbligo, in capo alla stessa Cedacri, divenuta debitrice, di restituire agli obbligazionisti finanziatori, corrispettivamente creditori, il capitale e una quota di interessi periodici. Il secondo è costituito dalla creazione di una

garanzia reale al fine di assicurare l'adempimento degli obblighi di restituzione del suddetto prestito obbligazionario, consistente nella costituzione di un pegno sulla maggioranza del proprio capitale azionario. Occorre, pertanto, stabilire, se l'operazione descritta rientri o meno nell'ambito della disciplina del *golden power*.

La decisione impugnata si è orientata nel senso di ritenere che tale operazione rientri nel campo di applicazione della disciplina del *golden power*.

Ad avviso del giudice di primo grado, se l'operazione non venisse inclusa nel perimetro delle operazioni rilevanti ai fini della disciplina in esame, le parti non sarebbero tenute a notificare la costituzione del pegno, con slittamento dell'obbligo di notifica al successivo eventuale momento dell'assegnazione in pagamento o in garanzia.

Tale slittamento, nella prospettiva della decisione impugnata, svuoterebbe di ogni utilità pratica la notifica medesima, posto che, al momento dell'escussione, sulla base della disciplina privatistica, “l'effetto di spossessamento in capo al debitore deve [oramai, comunque] inevitabilmente compiersi per assicurare il soddisfacimento del creditore”, con l'effetto di rendere inutile, in quanto tardivo, l'eventuale intervento del Governo.

Dunque, si argomenta ulteriormente in tale prospettiva, se si vuole evitare lo spossessamento delle azioni, e con esso la perdita del controllo societario e degli attivi, l'unica strada da perseguiere sarebbe quella di includere la costituzione del pegno fra le operazioni rilevanti e collegare ad essa, di conseguenza, l'obbligo di notifica.

Ciò al fine di scongiurare il rischio che Cedacri, a seguito di tale operazione, possa finire sotto il controllo di altre imprese in ragione del trasferimento al mercato della maggioranza del proprio capitale azionario, con il conseguente rischio di perdita della disponibilità degli attivi strategici detenuti.

Su tali basi, il giudice di primo grado, interpretando in chiave teleologica, e dunque alla luce della finalità sottesa alla disciplina normativa in esame di protezione della sicurezza nazionale, il riferimento normativo alle “modifiche della disponibilità degli attivi” contenuto nell’art. 2, comma 2-bis, ha concluso nel senso che esso, nella sua genericità e ampiezza, implicasse la necessità di “monitorare, in ottica preventiva, ogni operazione -come appunto anche quelle di finanziamento e garanzia con effetti soltanto eventualmente e indirettamente traslativi - in grado di incidere sugli attivi individuati come strategici”.

Ridurre, di contro, la portata dell’istituto “alle operazioni effettivamente - e cioè, immediatamente e direttamente - traslative”, come appunto l’assegnazione in pagamento o in garanzia, vanificherebbe, in tale ordine di idee, la finalità dell’istituto.

1.8. Il Collegio ritiene che l’iter argomentativo seguito dal giudice di primo grado non sia idoneo a sostenere la tesi che intenderebbe fare valere.

Al riguardo, occorre chiarire in punto di fatto che il pegno costituito da Cedacri sulle proprie azioni è stato espressamente articolato - con una disciplina pattizia specifica e derogatoria rispetto alle regole del codice civile sopra riportate - in modo da escludere diritti di voto, amministrativi o economici (compreso l’esercizio dei diritti di voto nella assemblea degli azionisti) a favore dei creditori pignoratizi, diritti che, invece, è previsto rimangano in capo a chi concede il pegno, fintantoché non si verifichi un evento di *default*, come ivi disciplinato.

In caso di evento di *default* è, inoltre, previsto che i diritti sopra menzionati potranno essere esercitati dai creditori pignoratizi esclusivamente in conformità alla disciplina sul *golden power* e quindi che il diritto di voto potrà essere trasferito ai creditori pignoratizi esclusivamente con riferimento alle delibere dell’assemblea straordinaria dei soci.

In tale quadro, ad avviso della decisione impugnata, la costituzione o l’estensione dei pegni sulle azioni sarebbero operazioni rilevanti ai fini

della normativa sul *golden power*, anche indipendentemente dal trasferimento del diritto di voto al creditore pignoratizio, posto che, come sottolineato dalla pronuncia in esame, “il patto che esclude il diritto di voto potrebbe essere modificato dalle parti in un secondo momento”.

Il giudice di primo grado, come anticipato, argomenta tale la possibilità di estendere l’ambito di applicazione oggettivo della normativa in materia sulla base di un’interpretazione teleologica della disciplina nazionale che, nella sua genericità e ampiezza, evidenzierebbe “l’esigenza di monitorare, in ottica preventiva, ogni operazione in grado di incidere sugli attivi individuati come strategici, senza incentrarsi sullo strumento giuridico concretamente utilizzato (piena proprietà o diritto reale di godimento o di garanzia), ma avendo di mira l’effetto concreto della stessa in termini di potenziale incidenza sul controllo della società e dei suoi asset”.

Tale conclusione non può essere condivisa.

Il Collegio ritiene che la complessa operazione realizzata, mediante la costituzione del pegno su azioni, abbia, nel caso in esame, un’incidenza solo potenziale sul controllo della società target e come tale si pone al di fuori dell’ambito di applicazione della normativa sul *golden power*.

Depone a sostegno di tale conclusione, in primo luogo, l’interpretazione letterale e sistematica dell’art. 2, commi 2 e 5, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21.

L’art. 2, comma 2, come anticipato, prende espressamente in considerazione la fattispecie del trasferimento di partecipazioni a titolo di garanzia facendo riferimento a “garanzie su attivi”.

Tuttavia, quest’ultima disposizione deve essere letta nella sua connessione sistematica con la previsione di cui al successivo comma 5, la quale si riferisce ai trasferimenti di partecipazioni societarie che “determinano l’insediamento stabile dell’acquirente” nel governo della società, in particolare “in ragione dell’assunzione del controllo”.

Nel suo complesso, dunque, l'art. 2 deve essere interpretato nel senso che un trasferimento di partecipazioni a titolo di garanzia, che non comporti modifiche nell'assetto di controllo di una società strategica, non rientri nei presupposti applicativi della disciplina in esame, non implicando un mutamento del controllo della *governance* societaria.

Come, in effetti, emerge dall'inequivoco tenore letterale dell'art. 2-*bis*, non tutte le operazioni poste in essere dai soggetti che detengono attivi strategici sono sottoposte all'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio, ma solo quelle che hanno quale effetto la modifica della titolarità, controllo, disponibilità o destinazione degli attivi strategici.

In tale senso occorre evidenziare come, pur prevedendo espressamente le disposizioni in esame tra le delibere rientranti nel campo di applicazione dell'obbligo di notifica preventiva anche quelle riguardanti l'assegnazione degli attivi a titolo di garanzia, esse, al contempo, stabiliscono un requisito specifico ulteriore ai fini dell'insorgenza in concreto di tale obbligo e cioè che la delibera abbia "per effetto" la modifica, alternativamente, della "titolarità", del "controllo" o della "disponibilità" degli attivi, cioè nel caso di specie degli *assets* strategici di Cedacri.

Sul piano della interpretazione letterale e sistematica, nessun elemento autorizza a concludere, dunque, nel senso che sia possibile ricondurre nell'ambito di applicazione della normativa in esame anche quelle operazioni preliminari che non determinano un cambio della *governance* societaria.

Da quanto osservato discende che, al fine di verificare se, con particolare riferimento al pegno costituito da Cedacri, sussista o meno l'obbligo di notifica occorre, dunque, verificare se la specifica operazione posta in essere dalla società appellante abbia avuto quale effetto una modifica della titolarità, controllo, disponibilità o destinazione degli attivi strategici.

E ciò in quanto, laddove tale effetto dovesse essere escluso, mancherebbe, come detto, il presupposto e, come si vedrà oltre, anche la ragione stessa,

per configurare un obbligo di notifica ai sensi della normativa sul *golden power*.

1.9. L'accertamento in esame presuppone, nondimeno, un inquadramento in relazione all'istituto del pegno di azioni.

Il pegno, ai sensi dell'art. 2784, c.c., è un diritto reale costituito a garanzia di una obbligazione dal debitore o dal terzo nell'interesse del debitore.

Nella sistematica del codice civile, oggetto di pegno possono essere anche partecipazioni sociali.

L'art. 2352, la cui rubrica reca "Pegno, usufrutto e sequestro delle azioni", prevede espressamente tale possibilità, disciplinando la ripartizione dei diritti sociali tra azionista e creditore pignoratizio, con una previsione che, nondimeno, lascia un ampio margine derogatorio all'autonomia delle parti.

In particolare, tale disposizione ripartisce tra azionista e creditore pignoratizio il fascio dei diritti patrimoniali e amministrativi correlati alla partecipazione azionaria.

In tale quadro, essa stabilisce, innanzitutto, che il voto, salvo convenzione contraria, spetta al creditore pignoratizio, il quale, secondo la moderna teoria c.d. dominicale (cui aderisce la più recente giurisprudenza, superando la c.d. teoria societaria), deve esercitarlo evitando di pregiudicare ingiustificatamente l'interesse del socio costituente, essendo costui responsabile dell'amministrazione e della conservazione del valore delle azioni ottenute in pegno (*ex pluribus*, Cassazione 25 maggio 2000, n. 6957).

La convenzione contraria, espressamente consentita dall'art. 2352 c.c., può, nondimeno, prevedere che il diritto di voto rimanga integralmente in capo al socio titolare della partecipazione.

Secondo una impostazione largamente condivisa, l'eventuale convenzione contraria non integra un patto parasociale, posto che quest'ultimo ha ad oggetto il mero esercizio del diritto di voto, mentre la convenzione in esame disciplina la titolarità del diritto di voto. Si tratta, in realtà, di un

accordo avente rilevanza sociale e quindi opponibile alla società, sempre che la convenzione medesima risulti dal libro dei soci.

L'art. 2352, ultimo comma, c.c. stabilisce, inoltre, che: "Salvo che dal titolo o dal provvedimento del giudice risulti diversamente, i diritti amministrativi diversi da quelli previsti nel presente articolo spettano, nel caso di pegno o di usufrutto, sia al socio sia al creditore pignoratizio o all'usufruttuario".

Da quest'ultima previsione discende, dunque, la regola dell'esercizio congiunto dei diritti amministrativi.

La convenzione contraria, espressamente consentita dal comma in esame, può, nondimeno, stabilire che i diritti amministrativi rimangano in capo al socio titolare della partecipazione.

Oggetto di dibattito, nel quadro normativo antecedente alla riforma del diritto societario del 2003, è stata la questione se tra i diritti amministrativi cui si riferisce quest'ultima previsione normativa fosse da ricomprendere anche il diritto intervento in assemblea.

Muovendo dal tenore dell'attuale formulazione del comma in esame, l'orientamento oggi prevalente, sia in dottrina sia in giurisprudenza, è nel senso che il diritto di intervento debba considerarsi come indissolubilmente legato a quello di voto, con la conseguenza per cui esso spetti, di regola, al creditore pignoratizio, salvo ancora una volta la possibilità di deroga concessa alle parti.

A risultati analoghi giunge l'orientamento interpretativo prevalente con riferimento al diritto di impugnare le delibere assembleari annullabili.

In tal senso si argomenta, sul piano sistematico, anche dal disposto di cui all'art. 2377 c.c., secondo cui i soci possono impugnare le delibere annullabili "quando possiedono (...) azioni aventi diritto di voto con riferimento alla deliberazione".

Alla luce delle considerazioni che precedono deve, pertanto, negarsi che abbia diritto a intervenire in assemblea e che sia legittimato ad impugnare

le relative deliberazioni il soggetto cui non spetti il diritto di voto.

A conclusioni sovrapponibili occorre, ad avviso dell'indirizzo interpretativo dominante, giungersi per quanto concerne il diritto di convocare l'assemblea.

Sotto un ulteriore profilo, il creditore pignoratizio ha, poi, diritto di riscuotere i dividendi.

Tale conclusione si ricava argomentando dal disposto di cui all'art. 2791 c.c., il quale attribuisce al creditore pignoratizio il diritto di far suoi i frutti della cosa.

Ma ancora una volta, la regola appena esposta trova applicazione, salvo che le parti non abbiano diversamente convenuto.

In definitiva, il legislatore ha disciplinato la materia in esame con norme che non hanno natura imperativa e, in quanto tali, possono essere derogate con una scelta espressione di autonomia negoziale.

Né varrebbe rilevare, come fa il primo giudice, che l'accordo derogatorio potrebbe non essere rispettato dalle parti, in quanto, qualora ciò si verificasse, le conseguenze sarebbero gravi per le parti stesse perché si sarebbe in presenza di un negozio elusivo degli obblighi pubblici sottesi alla normativa in materia di *golden power*.

1.10. Da quanto complessivamente rilevato discende che la costituzione di un pegno su azioni determina solo di regola il trasferimento dei diritti patrimoniali e amministrativi in capo al creditore pignoratizio.

Quando ciò accade non pare dubbio che debba sorgere l'obbligo di notifica ai fini della normativa sul *golden power* in quanto ciò determina immediatamente un mutamento nella disponibilità (giuridica oltre che di fatto) degli attivi, avendo il creditore pignoratizio titolo per intervenire in assemblea e concorrere alla formazione della volontà dell'organo nell'ambito delle competenze ad esso attribuite dall'art. 2364 del codice civile, in particolare, quella relativa alla nomina e revoca degli amministratori.

A conclusioni opposte, ad avviso del Collegio, occorre giungere quando le parti, come avvenuto nel caso in esame, con una apposita convenzione, deroghino espressamente al regime legale sopra esposto.

La principale ragione a sostegno di questa conclusione si ravvisa nel fatto che, al ricorrere di tali fattispecie, l'eventuale modifica degli assetti proprietari e di governo in sede non è inevitabile.

In particolare, quando, come è avvenuto nel caso del pegno costituito da Cedacri, si prevede, sul piano negoziale, che sia i diritti di carattere patrimoniale sia quelli amministrativi restino in capo al titolare della partecipazione sociale, si fuoriesce del campo di applicazione della normativa sul *golden power*, perché, al ricorrere di tale evenienza, non si verificherebbe alcuna conseguenza sulla struttura proprietaria dell'impresa, non registrandosi modifiche in ordine alla titolarità, al controllo, o alla disponibilità degli attivi strategici.

In tali casi, infatti, l'assetto di potere nella società rimane inalterato, almeno sino al verificarsi dell'evento del *default* che può, per le ragioni evidenziate, implicare il trasferimento del diritto di voto.

Del resto, solo in tale ultima evenienza gli assetti strategici verrebbero ad essere assegnati agli investitori ed è evidente che in tal caso, ma solo in tal caso, sorge l'esigenza di verificare la ricorrenza o meno dei presupposti per l'esercizio del *golden power*.

Ne consegue che, almeno sino a quando non si verifichi un inadempimento agli obblighi del finanziamento garantito dal pegno, non vi è alcuna ragione per equiparare la concessione del pegno ad una «acquisizione di una partecipazione nell'impresa» ai fini della normativa sul *golden power*.

La convenzione contraria ex art. 2352 c.c. consente, infatti, come sostenuto anche in dottrina, di mantenere inalterato l'assetto di potere nella società.

In conclusione, nei casi in cui il proprietario delle azioni conservi il diritto di voto e quindi anche gli altri diritti amministrativi sino a quando non si verifichi un inadempimento agli obblighi del finanziamento garantito dal

pegno, non è possibile equiparare la concessione del pegno ad una acquisizione di una partecipazione nell'impresa, imponendo dunque un obbligo di notifica ai sensi della normativa sul *golden power*.

1.11. La conclusione qui raggiunta, diversamente da quanto ritenuto nella decisione impugnata, trova conferma anche sul piano dell'interpretazione teleologica.

E', infatti, opinione largamente condivisa dagli interpreti che la notifica alla Presidenza del Consiglio sia finalizzata ad assicurare il controllo sulla disponibilità degli attivi strategici e non invece a monitorare, genericamente, qualsiasi operazione compiuta relativamente ad essi, perché questo secondo tipo di controllo si tradurrebbe in uno strumento di politica industriale, evidentemente estraneo alle finalità che ispirano la disciplina sul *golden power*.

In tal senso si trae argomento dalla delicatezza dei poteri speciali in esame, i quali sono destinati ad incidere su una libertà costituzionalmente tutelata, quale è quella della iniziativa economica privata.

Tramite l'esercizio di tali poteri, come è stato rilevato, il diritto amministrativo frappone ostacoli al mercato per il perseguimento di interessi pubblici.

Ma proprio la delicatezza di tale rinnovata funzione amministrativa, che si colloca al confine, molto delicato, tra mercato e Stato, tra la libertà di iniziativa economica e l'esigenza di indirizzare la stessa nella direzione dell'interesse pubblico, impone che essa sia esercitata solo quando i confini statuali siano effettivamente minacciati, precludendone un esercizio al di fuori delle operazioni espressamente previste dalla norma attributiva del potere.

Come si è più volte sottolineato, nella fattispecie in esame, per come le parti hanno, sul piano negoziale, configurato il pegno su azioni, gli assetti strategici della società continuano ad essere gestiti dal datore di pegno, che ne mantiene, pertanto, integralmente la *governance*.

Né per pervenire ad un altro esito vale quanto rilevato dal primo giudice e cioè che lo slittamento dell'obbligo di notifica al successivo ed eventuale momento dell'inadempimento svuoterebbe di ogni utilità pratica la notifica medesima. Ciò in quanto il creditore può "far vendere la cosa ricevuta in pegno, incassandone il ricavato, o domandare che il bene gli sia assegnato in pagamento fino alla concorrenza del debito" e "allo stesso modo, in caso di pegno di azioni il creditore pignoratizio, al fine di realizzare la propria pretesa creditoria, può richiedere al tribunale la vendita delle azioni sottoposte a pegno, o l'assegnazione delle azioni in pagamento, sino alla concorrenza del debito, previo espletamento di una stima da effettuarsi con perizia svolta da perito nominato dal tribunale medesimo (artt. 2796 ss. c.c.)". Ne conseguire, sempre nella prospettiva del primo giudice, che al momento dell'escussione, sulla base della disciplina privatistica, "l'effetto di possesso in capo al debitore deve [oramai, comunque] inevitabilmente compiersi per assicurare il soddisfacimento del creditore". La disciplina contenuta nel codice civile relativa al pegno (artt. 2796 e ss. cod. civ.) prevede, effettivamente, in caso di inadempimento del debitore, forme di autotutela esecutoria con contestuale soddisfacimento della pretesa creditoria e con controllo successivo ed eventuale da parte del giudice. Si tratta, però, anche in questo caso, di una normativa non imperativa posta nell'interesse delle parti, che può, pertanto, essere derogata con un apposito accordo.

Nel caso in esame, le parti hanno espressamente derogato, anche con riguardo all'eventuale fase patologica del rapporto, alla disciplina civilistica, prevedendo un obbligo di notifica in capo alle parti qualora si realizzzi la situazione di fatto costituita dall'inadempimento. Il che significa che, occorrendo adottare una specifica delibera societaria di regolazione di questo aspetto, viene derogata la norma che prevede un possibile effetto automatico con acquisizione della partecipazione sociale da parte del creditore pignoratizio. La convenzione pattizia ha anche espressamente

previsto quali siano le conseguenze giuridiche, nei rapporti tra le parti, dell'eventuale inadempimento all'obbligo di notifica. Esula dal perimetro del presente contenzioso stabilire quali siano le ulteriori conseguenze incidenti sul rapporto obbligatorio derivanti dalla eventuale decisione di esercizio in questo diverso momento dei poteri pubblici speciali.

1.12. La soluzione indicata dal Collegio trova, peraltro, riscontro anche sul piano del diritto comparato.

In molti Stati di *civil law*, infatti, gli obblighi di notifica dipendono sostanzialmente dal cambio di controllo su una società strategica, a prescindere dal modo con il quale si giunge a tale risultato. In tale quadro, anche il pegno di partecipazioni societarie rileva, quindi, solo qualora comporti una modifica nella struttura di controllo.

A risultati non dissimili giungono anche i principali Stati di *common law*, nei quali se una garanzia non ha effetti sui diritti di voto o sulla nomina degli amministratori di una società che detiene attivi strategici, non si ritiene necessario assoggettarla al controllo dell'autorità investita dei poteri di screening degli investimenti.

1.13. L'interpretazione condivisa dal Collegio, peraltro, sembra trovare rispondenza anche nella prevalente prassi applicativa della Presidenza del Consiglio, che, in molte occasioni, ha escluso che la mera costituzione di una garanzia su beni di proprietà della società notificante costituisca un'operazione per la quale ricorra l'obbligo di notifica ai sensi della disciplina sul *golden power*.

Nella Relazione al Parlamento della Presidenza del Consiglio per l'annualità 2020 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 (la "Relazione 2020") sono riportati almeno tre casi in cui, a fronte della costituzione di garanzia da parte della società notificante, l'esito dell'istruttoria ha condotto alla seguente conclusione: "Operazione

non rientrante nell'applicabilità della normativa di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21" (con l'unica eccezione del caso Open Fiber s.p.a). In tutti e tre i casi, per quanto è consentito evincere dalla Relazione, la mera costituzione in garanzia di beni di proprietà della società notificante non è stata ritenuta una operazione tale di per sé da giustificare l'applicabilità della disciplina sul *golden power*.

Nella Relazione concernente l'attività svolta dal Governo sulla base dei poteri speciali sugli assetti societari nel 2021 (la "Relazione 2021") sono riportati altri tre casi in cui, a fronte della mera costituzione di garanzie da parte della società notificante, l'istruttoria si è conclusa ritenendo l'operazione non rientrante nell'ambito di applicazione della normativa di cui al (1.1. n. 21/2012). Si tratta di una conclusione a cui è peraltro giunto, con riferimento al caso in esame anche il MEF nella propria istruttoria, all'esito della quale si è rilevato che "l'estensione del pegno sulle azioni di Cedacri non desta criticità in quanto non è ceduto il diritto di voto ai creditori e l'escussione del pegno dovrà essere preceduta da notifica GP".

1.13. La conclusione esposta si impone, ad avviso del Collegio, anche sulla base di una interpretazione conforme al diritto europeo della normativa sui presupposti di applicazione del *golden power*.

Al riguardo occorre, in via preliminare, chiarire come tutta la materia in esame viene comunemente intesa come una deroga alle normali regole di funzionamento del mercato comune dal punto di vista dell'Unione europea. In tal senso è orientata la giurisprudenza della Corte giustizia dell'unione europea, la quale, anche di recente, ha avuto modi di chiarire come una normativa nazionale «*nella misura in cui consente alle autorità di uno Stato membro di vietare a una società dell'Unione, per motivi di sicurezza e di ordine pubblico, l'acquisizione di una partecipazione in una residente "strategica" che le consente di esercitare una sicura influenza sulla gestione e il controllo di quest'ultima società, costituisce, manifestamente, una restrizione alla libertà di stabilimento di tale società dell'Unione, nel*

caso di specie una restrizione particolarmente grave». (Corte di giustizia, 13 luglio 2023, causa C-106/22, Xella Magyarország Épftóanyagipari Kft). In particolare, secondo un consolidato indirizzo interpretativo della Corte di giustizia, il parametro europeo alla stregua del quale verificare la compatibilità della normativa interna è quello di cui all'art. 54 TFUE, vale a dire la libertà di stabilimento.

Secondo la Corte di giustizia, infatti, «ricade nella sfera di applicazione delle norme in materia di libertà di stabilimento e non in quelle relative alla libera circolazione dei capitali una norma nazionale destinata ad applicarsi alle partecipazioni che consentano di esercitare una sicura influenza sulle decisioni di una società e di determinarne le attività» (Corte giust. UE, 13 luglio 2023, causa C-106/22, par. 42).

Ebbene, secondo regole e principi consolidati dell'ordinamento europeo, le discriminazioni dirette fondate sulla nazionalità – nelle quali certamente sono da annoverare i provvedimenti di esercizio dei poteri governativi speciali in esame - possono ritenersi ammissibili, oltre che in presenza delle deroghe tassativamente previste dai Trattati, solo al ricorrere di esigenze imperative di interesse generale.

In particolare, la Corte di giustizia ha chiarito, con un orientamento costante, come una restrizione ad una libertà fondamentale riconosciuta dal TFUE risulta ammissibile solo se tale misura nazionale: i) trovi giustificazione in un motivo imperativo di interesse generale; ii) sia idonea ad assicurare il raggiungimento dell'obiettivo cui è funzionalizzata; iii) non superi quanto necessario per ottenerlo.

Del resto, sul piano dell'interpretazione storica, occorre, in questa sede, rilevare come, con riferimento alla previgente normativa in materia di *golden share* (d.l.31 maggio 1994, n. 332), proprio l'assenza della previsione dei presupposti e dei criteri di esercizio dei diritti speciali in maniera sufficientemente precisa e oggettiva, tale da consentire agli

investitori la conoscenza e la prevedibilità delle relative decisioni (da parte dello Stato azionista) è stata oggetto di censure sul piano europeo.

In particolare, la Corte di giustizia, con la decisione 26 marzo 2009, n. 326, ha chiarito che

che la compatibilità con le libertà sancite nei Trattati comunitari di una disciplina nazionale che attribuisce allo Stato poteri idonei ad incidere su tali libertà esige, tra l'altro, un quadro di certezza giuridica in ordine alle circostanze in cui i medesimi poteri possano essere esercitati.

Dall'analisi della giurisprudenza della Corte di giustizia risulta, pertanto, che la compatibilità con il diritto europeo della normativa nazionale sulle limitazioni agli investimenti esteri presupponga che le condizioni siano definite in modo sufficientemente oggettivo, che rispondano all'esigenza di proteggere interessi vitali dello Stato, che, più in generale, l'esercizio dei poteri limitativi obbedisca a canoni prevedibili e proporzionati e che la potestà di voto resti immune da profili di arbitrarietà (o incontrollabile discrezionalità).

E', dunque, alla stregua di tali principi che devono essere interpretati i presupposti applicativi di cui al d.l. n. 21/2012.

Come al riguardo ha avuto modo di chiarire la Corte di giustizia, «*se è pur vero che gli Stati membri restano sostanzialmente liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali, le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza, resta il fatto che tali motivi, nel contesto dell'Unione, e in particolare in quanto autorizzano una deroga a una libertà fondamentale garantita dal Trattato FUE, devono essere intesi in senso restrittivo di modo che la loro portata non può essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza il consenso delle istituzioni dell'Unione*» (Corte giust. UE, sent. 13 luglio 2023, causa C-106/22, par. 66.).

In tale direzione appare, del resto, orientato lo stesso regolamento (UE) 2019/452, il quale, nel disciplinare il potere derogatorio degli Stati membri

rispetto all'esercizio delle libertà di circolazione dei capitali e del diritto di stabilimento in un'ottica di politica commerciale, mira a garantire il rispetto del fondamentale principio di certezza del quadro regolatorio.

In particolare, elementi in tal senso si ricavano dal considerando numero 7, del Reg. UE n. 2019/452, il quale prescrive agli Stati membri di conformare le proprie discipline interne a standard minimi che garantiscano adeguatamente il principio di certezza e prevedibilità del diritto, in particolare stabilendo che: *“È importante garantire la certezza del diritto per quanto riguarda i meccanismi di controllo degli Stati membri per motivi di sicurezza e di ordine pubblico, nonché assicurare il coordinamento e la cooperazione a livello di Unione in merito al controllo degli investimenti esteri diretti che possono incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico...”*.

In conclusione, anche nella prospettiva del diritto europeo, per la tipologia di potere che viene in rilievo, l'individuazione e la definizione dei presupposti oggettivi per il suo esercizio deve avvenire in modo rigoroso.

In questo senso depone anche la considerazione per cui la certezza del quadro regolatorio costituisce un valore fondamentale nella materia in esame perché consente di assicurare la calcolabilità del diritto, esigenza particolarmente avvertita proprio con riferimento all'attività di impresa.

Del resto, in un'analogia prospettiva finalizzata a garantire una maggiore certezza del quadro regolatorio di riferimento, si è mosso di recente lo stesso legislatore interno, che, con il d.l. 15 marzo 2022, n. 21, ha introdotto l'istituto della pre-notifica, la cui *ratio* risiede proprio nella presa d'atto delle oggettive difficoltà in cui le imprese di frequente versano nel decifrare il reale ambito applicativo della disciplina e quindi nel comprendere se la singola operazione da effettuare soggiaccia o meno alla stessa.

A sostegno di questa ricostruzione può, inoltre, essere valorizzato anche l'ottavo considerando, il quale chiarisce come «il quadro per il controllo

degli investimenti esteri diretti e per la cooperazione dovrebbe dotare gli Stati membri e la Commissione degli strumenti per affrontare in modo globale i rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico e per adeguarsi al mutare delle circostanze, mantenendo nel contempo la necessaria flessibilità per consentire agli Stati membri di controllare gli investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza e ordine pubblico, tenendo conto delle rispettive situazioni individuali e delle specificità nazionali».

Alla luce delle considerazioni che precedono può, quindi, concludersi nel senso che, fermo quanto già esposto con riguardo all'ampiezza del potere finale decisorio (punto 1.3.2), emerge la necessità di sottoporre la normativa sul- *golden power*, con riferimento alla tipologia di delibere, atti o operazioni rilevanti, a un regime di stretta interpretazione, stante la necessità di raggiungere un punto di equilibrio tra Stato e mercato.

Ciò in quanto una interpretazione estensiva dei presupposti applicativi in esame del *golden power* porrebbe l'ordinamento italiano in potenziale contrasto con la disciplina europea della concorrenza.

Da quanto osservato discende che la sentenza impugnata non può essere condivisa nella misura in cui ritiene necessario sacrificare parzialmente la predeterminazione rigorosa dei presupposti oggettivi applicativi dei poteri *golden power*, rilevanti in questa sede, per garantire una efficiente tutela dell'interesse pubblico alla sicurezza.

Sostenere, infatti, come ha fatto la decisione impugnata, che le finalità preventive che ispirano la disciplina sul *golden power* possano sempre e comunque prevalere sulla necessità di verificare in modo rigoroso la sussistenza dei presupposti oggettivi di applicazione della disciplina stessa, viola il principio di proporzionalità e implica, come è stato condivisibilmente rilevato, il rischio di riorientare, in contrasto con il diritto europeo, i poteri speciali in esame in funzione dell'attuazione di politiche economiche o industriali, ovvero come uno strumento dirigistico di alterazione dei fisiologici meccanismi di funzionamento del mercato.

Ciò soprattutto nel caso in cui il controllo pubblico e l'interesse pubblico, sotteso all'esercizio dei poteri speciali, potranno venire in rilievo eventualmente nella fase successiva all'inadempimento.

1.15. Ad analoghe conclusioni consente di giungere anche una interpretazione costituzionalmente orientata della normativa sul *golden power*.

In relazione al parametro costituzionale di cui all'art. 41 Cost., la Corte costituzionale ha chiarito, con orientamento costante, che il bilanciamento di valori tra utilità sociale e iniziativa economica privata va effettuato solo nel caso in cui esistano effettivamente delle ragioni di utilità sociale (ossia, valori del rango di lavoro, salute, ambiente) che si contrappongano al diritto di iniziativa economica, perché altrimenti vale il principio secondo il quale quest'ultimo diritto non incontra limitazioni di sorta (tra le altre, Corte cost. 31 marzo 2015, n. 56, secondo cui «non è configurabile una lesione della libertà d'iniziativa economica allorché l'apposizione di limiti di ordine generale al suo esercizio corrisponda all'utilità sociale, oltre, ovviamente, alla protezione di valori primari attinenti alla persona umana, ai sensi dell'art. 41, secondo comma, Cost., purché, per un verso, l'individuazione dell'utilità sociale non appaia arbitraria e, per altro verso, gli interventi del legislatore non la perseguano mediante misure paleamente incongrue »).

Se ne ricava, anche sotto il profilo in esame, la necessità di sottoporre i presupposti oggettivi di applicazione dei poteri speciali che rilevano in questa sede ad un regime di stretta interpretazione.

In conclusione, nella fattispecie in esame non sussistono le condizioni perché un'operazione, come quella di cui al pegno costituito da Cedacri, possa rientrare nell'ambito di applicazione della disciplina del *golden power*, che potrà trovare applicazione nella eventuale fase successiva di inadempimento.

2. Alla luce delle complessive considerazioni esposte il motivo in esame deve essere accolto.

3. Il Collegio ritiene non necessario, alla luce dell'accoglimento del primo, assorbente, motivo di appello, esaminare anche gli ulteriori motivi, riportati al punto 4 della parte in fatto, in quanto dall'eventuale loro accoglimento la parte appellante non potrebbe trarre maggiore utilità.

5. In conclusione, nei sensi e nei limiti suesposti, l'appello va accolto e, per l'effetto, in riforma della sentenza di primo grado, va annullato il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 27 luglio 2023.

6. Avuto riguardo alla particolarità e complessità della vicenda processuale, sussistono i presupposti per la compensazione delle spese del doppio grado di giudizio.

P.Q.M.

Il Consiglio di Stato in sede giurisdizionale (Sezione Quarta), definitivamente pronunciando sull'appello, come in epigrafe proposto, lo accoglie nei sensi e nei limiti di cui in motivazione e, per l'effetto, in riforma della sentenza di primo grado, annulla il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 27 luglio 2023.

Spese del doppio grado di giudizio compensate.

Ordina che la presente sentenza sia eseguita dall'autorità amministrativa.

Così deciso in Roma nella camera di consiglio del giorno 6 febbraio 2025 con l'intervento dei magistrati:

Vincenzo Lopilato, Presidente FF

Silvia Martino, Consigliere

Giuseppe Rotondo, Consigliere

Emanuela Loria, Consigliere

Luigi Furno, Consigliere, Estensore

L'ESTENSORE

IL PRESIDENTE

Luigi Furno

Vincenzo Lopilato

IL SEGRETARIO