

**Golden Power e corporate governance delle società quotate.
Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali**

ABSTRACT

L'esercizio dei poteri speciali da parte del Governo nei confronti di Pirelli e del socio cinese di maggioranza relativa ha riportato all'attenzione della cronaca il tema più generale degli impatti della disciplina del golden power sugli assetti organizzativi delle società, tema particolarmente sensibile quando si tratta di società quotate. L'analisi dei profili di interazione tra disciplina golden power e corporate governance delle società e la ricognizione delle principali prescrizioni e condizioni relative all'organizzazione interna imposte alle società oggetto di esercizio dei poteri speciali, suggeriscono alcune riflessioni sul caso specifico e, più in generale, sugli effetti del golden power sul mercato.

SOMMARIO

Sommario: 1. L'esercizio dei poteri speciali nel caso Pirelli; 2. Golden power e corporate governance delle società; 2.1 Rassegna delle principali condizioni e prescrizioni previste nei casi di cambiamento del controllo in società con attivi strategici; 3. Alcune considerazioni conclusive.

1. L'esercizio dei poteri speciali nel caso Pirelli

Con decisione del 15 giugno 2023¹, il Consiglio dei ministri ha esercitato i poteri speciali, in occasione del rinnovo del patto parasociale (di seguito 'Rinnovo del patto') volto a disciplinare la governance di Pirelli & C. S.p.A., società quotata sul MTA di Euronext Milan.

Il patto parasociale, sottoscritto il 16 maggio 2022², prevedeva il rinnovo del precedente patto concluso nel 2019 per regolare i rapporti tra i principali azionisti di Pirelli, vale a dire Marco Polo International Italy S.r.l., socio di maggioranza relativa, con una partecipazione del 37,015% del capitale sociale, e Camfin S.p.A., secondo azionista di Pirelli con una partecipazione del 14,09% del capitale sociale.

Marco Polo International Italy è controllata dalla società China National Tire & Rubber Corporation Ltd (di seguito anche 'CNRC'), a sua volta controllata da China National Chemical Corporation Limited (di seguito anche 'CC') e, da ultimo, da Sinochem Holdings Corporation Ltd (di seguito anche 'Sinochem'), società a partecipazione pubblica nella quale il governo centrale cinese esercita i propri diritti per il tramite di un'agenzia governativa, la *State-owned Assets Supervision and Administrative Commission of the State Council* (di seguito anche 'SASAC'). Il socio di controllo di Camfin è una persona fisica di nazionalità italiana.

Con il Rinnovo del patto, vengono ridefiniti i rapporti tra le parti con un ruolo più incisivo del socio 'cinese' nella governance di Pirelli, grazie a una maggiore rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione di esponenti espressione del socio di maggioranza (in questo senso vanno le regole sulla composizione della lista di maggioranza presentata da CNRC)³, e alle competenze del Consiglio stesso, con particolare riferimento alle materie a esso riservate, rimaste sostanzialmente invariate quanto alla individuazione

¹ Cfr. Comunicato stampa del Governo del 16 giugno 2023. Le indicazioni relative al suo contenuto si ricavano dal Comunicato stampa del Governo, appena citato, dai documenti societari (Documenti relativi all'IPO del 2015, Relazioni sulla corporate governance e gli assetti proprietari; Estratti patti parasociali) e relativi comunicati stampa pubblicati da Pirelli e accessibili sul sito internet della società; dalle informazioni sugli assetti proprietari della società Pirelli pubblicati sul sito della Consob.

² Poi integrato il 23 maggio 2023: cfr. comunicato stampa Pirelli del 23 maggio 2023.

³ Il Rinnovo del Patto prevede che il Consiglio sarà composto da un numero di membri fino a 15, 8 dei quali indipendenti, designati attraverso il meccanismo del voto di lista che dovrà assicurare che 3 amministratori saranno tratti dalla lista di minoranza e 12 amministratori (di cui 5 indipendenti) dalla lista di maggioranza presentata da CNRC. Il patto prevede poi alcuni vincoli nella composizione della lista di maggioranza, che dovrà includere: (i) il socio di controllo di Camfin, un candidato non indipendente e un candidato indipendente designati da Camfin; (ii) 9 candidati (incluso il Presidente e l'amministratore delegato, designati da CNRC; (iii) ulteriore 3 candidati indipendenti designati da CNRC.

ma (spesso) con una significativa riduzione del valore economico dell'operazione al superamento del quale scatta la riserva di competenza.

Inoltre, il Rinnovo del patto assegna al socio di controllo di Camfin il ruolo di Vicepresidente Esecutivo, con il compito di proporre al Consiglio la nomina e la revoca dei dirigenti con responsabilità strategica di Pirelli⁴ e assegna il ruolo di Amministratore delegato, che in base al patto del 2019 era affidato allo stesso socio di controllo di Camfin, ad altra persona individuata, consensualmente dalle parti, nello stesso Patto. Tuttavia, il Rinnovo del patto non include un Piano di successione, presente invece nel patto del 2019 e che prevedeva che all'approssimarsi della scadenza del Consiglio di Amministrazione in carica, le parti avrebbero avviato un processo per la designazione del futuro amministratore delegato. Ne consegue che, alla scadenza del Consiglio nominato sulla base del Patto rinnovato, il nuovo amministratore delegato potrebbe essere indicato solo dal socio di maggioranza cinese.

Occorre precisare che al momento dell'ingresso del socio cinese e poi della sottoscrizione del precedente Patto (avvenuta in data 1° agosto 2019), Pirelli non era soggetta all'applicazione della disciplina golden power poiché solo con la entrata in vigore del decreto-legge n. 105/2019, che ha attribuito rilevanza agli attivi strategici di cui ai settori del Regolamento (UE) 452/2019, è stato esteso il novero degli attivi strategici sino a comprendervi le tecnologie critiche per la sensoristica, tecnologie di cui la Società risultava effettivamente titolare.

Il nuovo Patto, nel mutare talune modalità di esercizio del controllo di CNRC su Pirelli anche in chiave prospettica, ha fatto dunque scattare l'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri ai sensi della normativa golden power.

Alla luce di queste premesse, CNRC ha notificato, il 6 marzo 2023, il rinnovo del patto parasociale alla Presidenza del Consiglio dei ministri, ai sensi del decreto-legge 21/2012 in vista della sua entrata in vigore il successivo 19 maggio. Al termine dell'istruttoria, il Governo, su proposta del Ministero competente, il Ministero delle imprese e del Made in Italy, ha disposto l'esercizio dei poteri speciali golden power sull'operazione oggetto di notifica prevedendo apposite prescrizioni.

L'esercizio dei poteri speciali è stato motivato con l'esigenza di tutelare un asset strategico, i sensori CYBER impiantabili sui pneumatici che sono in grado di raccogliere dati, attraverso il veicolo, su assetti viari, geolocalizzazione e stato delle

⁴Vale a dire, il Direttore Generale, il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, gli *Executive Vice President* e il segretario del Consiglio d'amministrazione.

infrastrutture utilizzabili da sistemi di elaborazione cloud e supercalcolatori per costruire modelli digitali. La tecnologia CYBER è stata dunque ritenuta di rilevanza strategica nazionale per una pluralità di settori⁵ ed è stato riscontrato il rischio che un uso improprio di tale tecnologia possa comportare per la riservatezza dei dati degli utenti e per il possibile trasferimento di informazioni rilevanti per la sicurezza⁶.

Rilevante è anche la previsione dell'art. 2, comma 6, decreto-legge 21/2012 che indica tra le circostanze rilevanti per determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico anche il fatto che l'acquirente sia direttamente o indirettamente controllato dall'amministrazione pubblica di un Paese non appartenente all'Unione Europea: nel caso in esame, il socio di maggioranza relativa di Pirelli risulta indirettamente controllato dallo Stato cinese⁷.

Al riguardo, si precisa che in occasione dell'ingresso di CNRC nell'azionariato, quest'ultima era una entità autonoma e che solo successivamente è divenuta soggetta al controllo del governo centrale della Repubblica Popolare Cinese, per effetto di alcune successive operazioni societarie, in particolare la fusione tra Sinochem e CC. Più in particolare, è utile ricordare che, sin dalla sua costituzione e, poi, all'atto nell'ingresso in Pirelli, CC era un soggetto autonomo, sul piano gestionale e programmatico, dall'autorità di governo statale. Secondo quanto emergeva sin dal prospetto di quotazione di Pirelli, e poi anche in occasione del provvedimento di autorizzazione alla concentrazione da parte della Commissione Europea alla stregua della applicabile disciplina antitrust, CC aveva appunto poteri decisionali autonomi e non era dunque all'epoca qualificabile come soggetta al coordinamento e alla direzione di SASAC, che non interferiva sull'operatività e sulle scelte industriali di CC. L'ingresso di CC, mediante CNRC, nel capitale di Pirelli, era stato inoltre accompagnato dalla previsione di specifiche cautele, a tutt'oggi immutate, incluse nello statuto dell'emittente: gli articoli 3 e 8.2 dello Statuto prevedono infatti che (i) il know-how tecnologico di Pirelli deve rimanere nella titolarità di Pirelli medesima e non può essere trasferito a soggetti terzi; (ii) la sede operativa e amministrativa di Pirelli deve rimanere a Milano, salva l'autorizzazione assembleare con il 90% almeno del capitale sociale; (iii) la corporate governance di Pirelli deve essere improntata alle migliori prassi internazionali.

⁵Vale a dire automazione industriale, *machine to machine communication*, *machine learning*, manifattura avanzata, intelligenza artificiale, *big data e analytics*.

⁶ Cfr. Comunicato stampa del Governo del 16 giugno 2023.

⁷ Analoga previsione è contenuta nell'art. 1, par. 3-*bis*, decreto-legge 21/2012, nel settore della difesa e della sicurezza nazionale.

Questo scenario di partenza è stato sostanzialmente modificato dalla richiamata fusione tra CC e Sinochem, poiché successivamente a tale operazione, CC – e dunque CNRC – sono state assoggettate al diretto controllo del Governo della Repubblica Popolare Cinese, perdendo la loro originaria autonomia operativa e strategica.

È in questo contesto - e in occasione del Rinnovo del patto parasociale che, modificando gli assetti di potere a favore del socio di maggioranza, avrebbe determinato un rafforzamento di quest'ultimo quanto alla disponibilità degli attivi strategici detenuti da Pirelli (cfr. art. 2, comma 2-*bis*, decreto-legge 21/2012) - l'Autorità di Governo ha ritenuto sussistenti i presupposti per imporre particolari prescrizioni.

Come risulta dal Comunicato stampa del Governo del 16 giugno 2023 e da quello della società Pirelli del 18 giugno 2023, le prescrizioni imposte hanno lo scopo di approntare una rete di misure a tutela dell'autonomia di Pirelli e del suo management nonché a protezione delle tecnologie e delle informazioni di rilevanza strategica possedute dalla Società. Inoltre, il Consiglio dei ministri, nell'esercitare i poteri speciali, ha considerato che la tecnologia di rilevante interesse strategico rappresenta parte dell'attività economica di Pirelli e che i rischi ad essa collegati richiedono presidi di tipo 'strutturale che prescindono dalla temporaneità del patto parasociale', proprio in funzione dello stretto legame tra il socio di controllo CNRC e la Repubblica Popolare Cinese e così della obiettiva difficoltà di monitorare e approntare misure di enforcement realmente efficaci rispetto a mere prescrizioni comportamentali.

Più in dettaglio, il Governo ha ritenuto di imporre specifiche prescrizioni sia nei confronti di CNRC, limitando significativamente le prerogative di quest'ultimo, al fine di assicurare una marcata autonomia a Pirelli e contestualmente riservare al socio italiano un ruolo centrale nella gestione della Società, sia nei confronti di Pirelli stessa, richiedendo l'introduzione di modifiche statutarie e l'adozione di assetti organizzativi volti a fornire alla Società strumenti per la tutela degli attivi di rilevanza strategica.

Quanto a CNRC, il Governo ha prescritto di: (i) non esercitare attività di direzione e coordinamento⁸; (ii) far sì che l'Amministratore delegato tratto dalla lista di

⁸ In particolare, assicurando piena autonomia a Pirelli nella gestione dei rapporti con clienti e fornitori e nella predisposizione dei piani strategici, industriali, finanziari e/o il budget della Società e del Gruppo; richiedendo di garantire che Pirelli non sia soggetta a istruzioni da parte del Gruppo Sinochem e di non adottare delibere o comunicazioni che possano far ritenere che le decisioni della Società siano conseguenza di una volontà impositiva e imperativa di CNRC; di non accentrare servizi di tesoreria o altre funzioni di assistenza o coordinamento finanziario né altre funzioni tecniche di coordinamento e di non emanare direttive o istruzioni in materia di decisioni finanziarie e creditizie, di ricerca e sviluppo o di compimento di operazioni straordinarie.

maggioranza sia indicato da Camfin, che deve dunque designare 4 amministratori (come già previsto nel Patto del 2019); (iii) far sì che lo statuto sia modificato in modo tale che, in relazione alle delibere consiliari relative agli attivi di rilevanza strategica nonché di nomina e revoca dall'ufficio di dirigenti con responsabilità strategica, la proposta sia riservata all'Amministratore delegato e che qualsiasi decisione contraria possa essere adottata solo con il voto di almeno i 4/5 del Consiglio; (iv) introdurre la carica di Direttore generale (già previsto nel 2019), cui delegare il potere di implementare il business plan, il budget e la gestione ordinaria di Pirelli; (v) far sì che tutti gli organi delegati siano individuati esclusivamente tra gli amministratori designati da Camfin; (vi) far sì che il potere di nomina e revoca dei Direttori e dei Vice-Direttori sia deferito al Vice Presidente esecutivo (socio di controllo di Camfin) o all'Amministratore delegato (indicato da Camfin).

Quanto a Pirelli, il Decreto ha imposto prescrizioni di tipo organizzativo per garantire presidi stabili a tutela degli asset strategici richiedendo alla Società di: (i) specularmente a quanto richiesto a CNRC, far sì che lo statuto sia modificato in modo tale che, in relazione alle delibere consiliari relative agli attivi di rilevanza strategica nonché di nomina e revoca dall'ufficio di dirigenti con responsabilità strategica, la proposta sia riservata all'Amministratore delegato e che qualsiasi decisione contraria possa essere adottata solo con il voto di almeno i 4/5 del Consiglio; (ii) rifiutare ogni richiesta che esuli dal normale esercizio delle prerogative dei soci nonché di attuare qualsiasi iniziativa gestionale o organizzativa che provenga da soggetti riconducibili al SASAC cinese⁹; (iii) istituire un'unità organizzativa autonoma per la sicurezza;

L'attuazione delle prescrizioni sarà oggetto di monitoraggio da parte del Ministero per le imprese e il Made in Italy, a cui la società deve inviare, entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio di esercizio (a decorrere da quello riferito all'anno 2023) una relazione redatta dal Collegio Sindacale con cui sono comunicate le misure adottate in osservanza di tali prescrizioni e qualsiasi altra misura societaria o aziendale rilevante.

In ottemperanza a quanto previsto dal Governo, il Rinnovo del patto è stato aggiornato per tenere conto di quanto disposto dal Decreto Golden Power e il Consiglio di

⁹ Con particolare riferimento a richieste riguardanti: la condivisione di informazioni riferite a tecnologie coperte da diritti di privativa industriale o proprietà intellettuale; il meccanismo di tesoreria centralizzato gestito dalla società Sinochem; l'accesso diretto ai sistemi informativi gestionale e amministrativi; il trasferimento di beni e servizi ICT delle società del Gruppo Pirelli presso infrastrutture situate fuori dal territorio in cui vige la giurisdizione europea o gestite da soggetti riconducibili al Governo cinese; il trasferimento o condivisione con soggetti riconducibili al Governo cinese di qualsiasi dato rilevato o elaborato attraverso la tecnologia CYBER.

Amministrazione di Pirelli ha convocato una nuova assemblea dei soci, per il 31 luglio 2023, per il rinnovo del Consiglio stesso e per l'assunzione delle delibere connesse in conformità alle prescrizioni disposte dal Provvedimento Golden Power¹⁰. Inoltre, il Consiglio ha approvato le modifiche allo statuto in ottemperanza alle richieste disposte dal Provvedimento citato. Infatti, come risulta dall'estratto del verbale notarile della riunione consiliare, lo statuto di Pirelli attribuisce al Consiglio la competenza ad adeguarlo alle disposizioni normative e quindi anche alle prescrizioni del Provvedimento Golden Power che ne condividono, sul piano sostanziale, la medesima natura¹¹.

Successivamente, il nuovo Consiglio di Amministrazione, nominato dall'assemblea del 31 luglio 2023 e riunitosi per la prima volta il 3 agosto, ha nominato il socio di controllo di Camfin come Vicepresidente Esecutivo, attribuendogli i poteri relativi alle strategie generali e alla supervisione dell'attuazione del piano industriale nonché i poteri relativi alla comunicazione, agli affari societari e controlli interni, ai rapporti con gli azionisti e con le istituzioni, e un amministratore designato da Camfin nella lista di maggioranza come Amministratore Delegato (CEO), conferendogli i poteri per la gestione operativa di Pirelli. Il Consiglio, ha istituito la Direzione Generale *Corporate*¹².

La decisione del Governo di esercitare i poteri speciali nel caso Pirelli ha sollevato un vivace dibattito sulla stampa di settore per la pervasività delle prescrizioni imposte, sia al socio di maggioranza sia alla società, e per il conseguente timore che gli investimenti esteri nel mercato italiano possano essere scoraggiati. A tale riguardo, va comunque considerato non solo che tali investimenti fossero riconducibili nella specie al governo di uno Stato estero, non facente parte del sistema di alleanze internazionali del nostro Paese, ma pure, che il Governo segue un approccio 'casistico' nell'applicazione della disciplina golden power, che tiene conto delle peculiarità della singola operazione sottoposta al suo esame.

Certo è tuttavia che il caso Pirelli ha posto (nuovamente) al centro dell'attenzione il possibile impatto della disciplina golden power sull'operatività delle società soggette all'esercizio dei poteri speciali, in particolare con riferimento agli assetti organizzativi interni, e la necessità di avere maggiore prevedibilità sull'ambito di applicazione di tali

¹⁰ Cfr. Comunicato stampa Pirelli del 20 luglio 2023.

¹¹ Cfr. Comunicato stampa Pirelli del 27 luglio 2023 sulla riunione del Consiglio d'amministrazione e del 23 agosto 2023 relativo alla comunicazione del deposito dello statuto modificato e dell'estratto del verbale notarile della riunione del Consiglio del 27 luglio,

¹² in coerenza con quanto già comunicato al mercato in data 28 giugno 2023.

poteri e sulle prescrizioni che possono essere imposte, soprattutto quando sono coinvolte società quotate.

Non è la prima volta che questo tema emerge con riferimento all'esercizio dei poteri speciali sotto forma di prescrizioni nei confronti di una società quotata (un precedente 'illustre' è il caso TIM/Vivendi del 2017); tuttavia, nel caso relativo alla società Pirelli, la tipologia di prescrizioni previste impatta in modo più incisivo sugli assetti di governance di una società quotata.

Tali prescrizioni vanno lette alla luce delle peculiarità dei soci che, come nel caso di CNRC, non sono normali operatori di mercato ma espressione diretta di una autorità di governo (c.d. *State Owned Entities* - SOE), in particolare della Repubblica Popolare Cinese. Non è un caso che l'azione di investitori cinesi a controllo o partecipazione statale è stata frequentemente oggetto di penetranti limitazioni, finanche più significative di quelle prescelte nel caso Pirelli, pure all'estero. Si richiama, in via esemplificativa,

- a) la riduzione della partecipazione (e dei conseguenti diritti) di titolarità dell'investitore della Repubblica Popolare Cinese entro i limiti di un investimento di minoranza di natura finanziaria è stata disposta dal Ministero dell'Economia tedesco nell'ottobre 2022, con riferimento all'investimento della società cinese CSPL in HHLA Container Terminal Tollerort GmbH, società attiva nella gestione di un terminal container nel porto di Amburgo;
- b) anche nel Regno Unito le prescrizioni imposte nel 2016 in occasione della costruzione della centrale nucleare di Hinkley Point erano dirette ad assicurare che il socio cinese (China General Nuclear) rimanesse in una posizione di socio di minoranza, con la quota di controllo saldamente in mano al *partner* francese (Électricité de France).

Obblighi di dismissione e vendita di partecipazioni già precedentemente acquisite da parte di società cinesi sono poi rinvenibili nella decisione assunta dal governo britannico ai sensi del National Security and Investment Act 2021, con cui è stato imposto a Nexperia (di proprietà del gruppo cinese Wingtech Technology) di cedere la propria partecipazione in Newport Wafer FAB (pari all'86% del capitale sociale), società attiva nel settore semiconduttori.

Anche in Italia, l'obbligo di liquidare l'investimento è stato imposto alla società cinese Mars (HK) Information Technology Co. (soggetta indirettamente a controllo statale), anche se con riferimento al diverso caso dell'acquisto originariamente non notificato ai

sensi del D.L. 21/2012) del 75% di Alpi Aviation S.r.l. Così come è stato opposto il veto all'acquisizione di Verisem da parte di Chemchina (veto poi confermato sia dal TAR Lazio con sentenze n. 4486 e 4488 del 13 aprile 2022, sia, in sede di impugnazione, dal Consiglio di Stato con sentenza n. 289/2023).

Ciò posto, dopo una breve analisi dei profili di interazione tra disciplina golden power e corporate governance delle società, si svolgerà una sintetica ricognizione delle principali prescrizioni e condizioni relative all'organizzazione interna imposte alle società oggetto di esercizio dei poteri speciali, quotate e non quotate, come emergono dalla prassi applicativa e un confronto con quelle previste nel caso Pirelli. Si svolgeranno infine alcune considerazioni conclusive.

2. Golden power e corporate governance delle società

La disciplina sul *golden power* prevede un meccanismo di controllo del Governo sugli investimenti e su determinate operazioni straordinarie relative a società considerate strategiche per l'interesse nazionale in quanto attive in determinati settori o in possesso di tecnologie, know-how e informazioni di rilevanza per la tutela dell'interesse nazionale¹³.

L'ambito di applicazione della disciplina è definito a livello normativo in relazione a una lista chiusa di settori strategici: difesa e sicurezza nazionale; servizi di comunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G; energia, trasporti e comunicazioni, inclusi i settori individuati dal Regolamento europeo sul controllo degli investimenti esteri¹⁴. Le società soggette all'esercizio dei poteri speciali sono quelle che, operando nell'ambito di tali settori, svolgono attività strategiche o detengono beni e attivi strategici, come individuati dal Governo con decreto¹⁵. La disciplina si applica dunque a tutte le società titolari di attivi strategici, quotate e non quotate.

I poteri speciali possono essere esercitati in caso di acquisti di partecipazioni in società che svolgono attività di rilevanza strategica o di operazioni societarie che coinvolgono tali società (ad esempio, fusioni o scissioni), che incidano sul controllo o sulla

¹³ Per una ricognizione generale si rinvia alla Circolare Assonime n. 11 del 2023, *Poteri speciali dello Stato. Evoluzione del quadro normativo e profili operativi del Golden Power*, e alla bibliografia ivi citata.

¹⁴ Art. 1, decreto-legge 21/2012 su difesa e sicurezza nazionale; art. 1-bis, decreto-legge 21/2012 su tecnologia 5G; art. 2, comma 1, decreto-legge 21/2012 su energia, trasporti e comunicazioni; art. 2, comma 1-ter, decreto-legge 21/2012 su ulteriori settori individuati ai sensi del Regolamento UE 452/2019.

¹⁵ DPCM 108/1994, difesa e sicurezza nazionale; DPCM 180/2020, energia, trasporti e comunicazioni; DPCM 179/2020, ulteriori settori.

disponibilità degli attivi strategici e che comportino una minaccia di grave pregiudizio o di pericolo per la sicurezza nazionale o per l'ordine pubblico. I presupposti per l'esercizio dei poteri speciali (soglie di rilevanza degli acquisti di partecipazione e tipologia delle operazioni rilevanti) così come le situazioni di pericolo che giustificano l'intervento dello Stato sono declinati diversamente per i diversi settori strategici considerati.

Qualora ne ricorrano i presupposti, i poteri speciali possono essere esercitati sotto forma di veto all'adozione di delibere, atti od operazioni societarie, opposizione all'acquisto di partecipazioni in imprese strategiche, oppure imposizione di specifiche condizioni o prescrizioni per la realizzazione dell'operazione societaria o dell'acquisto di partecipazioni.

I poteri di veto e di opposizione, che sono quelli che limitano al massimo grado l'autonomia privata delle imprese, devono essere adottati, in ossequio al principio di proporzionalità, solo come estrema ratio e quando l'imposizione di specifiche condizioni o prescrizioni non siano in grado di tutelare in modo adeguato gli interessi pubblici garantiti dalla disciplina.

L'esercizio dei poteri speciali sotto forma di prescrizioni e condizioni rappresenta la fattispecie più frequente di esercizio dei poteri speciali.

La previsione di prescrizioni e condizioni può apparire meno 'impattante' poiché non blocca completamente il compimento dell'operazione, come accade in caso di veto o di opposizione, ma si limita a circoscriverla per renderla compatibile con la tutela degli interessi nazionali. In realtà, si tratta sempre di una limitazione dell'autonomia privata, che può essere più o meno incisiva a seconda del contenuto dei vincoli imposti.

Inoltre, l'applicazione delle prescrizioni e condizioni è soggetta a controllo da parte di un apposito comitato di monitoraggio costituito con il singolo decreto di esercizio dei poteri speciali, che ne deve indicare criteri, modalità e amministrazione responsabile. Ai fini dello svolgimento dell'attività di monitoraggio si richiede un flusso informativo regolare da parte dell'impresa, di solito sotto forma di relazione semestrale sull'adempimento delle condizioni previste. L'imposizione di condizioni comporta dunque un controllo durevole da parte del potere pubblico sull'attività considerata strategica, controllo tanto più pervasivo se si considera che la Presidenza del Consiglio

può avvalersi dei poteri ispettivi e di indagine della Guardia di Finanza per vigilare sul rispetto delle prescrizioni o accertare l'inosservanza degli obblighi di notifica¹⁶.

La tipologia di prescrizioni e di condizioni che possono essere imposte per il compimento dell'operazione o il perfezionamento dell'acquisto non è tipizzata normativamente, ma è vincolata alla finalità di tutela dell'interesse nazionale rilevante nel caso di specie¹⁷. Sia l'accertamento dei presupposti di rischio che la singola operazione comporta sia la conseguente definizione delle concrete prescrizioni applicabili presentano dunque ampi margini di discrezionalità amministrativa e una non (sempre) sufficiente prevedibilità¹⁸.

Dalla prassi applicativa emerge che non sono infrequenti i casi in cui le prescrizioni intervengono direttamente sulla governance e sugli assetti organizzativi interni delle imprese, così come sui processi interni e sugli obblighi informativi preventivi in merito all'adozione di determinate decisioni o di qualsiasi variazione e riorganizzazione degli assetti societari.

La stessa tipologia di prescrizioni può riguardare tanto società quotate quanto società non quotate, con un impatto, in quest'ultimo caso, più rilevante sul piano dell'attrattività della piazza finanziaria italiana. Da qui l'importanza di svolgere un'analisi della casistica delle prescrizioni previste nei casi di cambiamento del controllo in società con attivi strategici, con un focus su quelli che incidono sulla corporate governance delle società, per verificare se si ravvisano evoluzioni e cambiamenti oppure diverse soluzioni a seconda che la società soggetta all'esercizio dei poteri speciali sia quotata.

¹⁶ In caso di inadempimento o violazione delle condizioni imposte all'acquirente, per tutto il periodo in cui perdura l'inadempimento o la violazione, sono sospesi i diritti di voto, o comunque gli altri diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni o quote che rappresentano la partecipazione rilevante. Le eventuali delibere adottate con il voto determinante di tali azioni, così come le delibere e gli atti adottati in violazione delle condizioni imposte sono nulli. Si applica inoltre una sanzione amministrativa pecuniaria fino al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'1% del fatturato realizzato dalle imprese coinvolte nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio.

¹⁷ Così, nel settore della difesa e della sicurezza nazionale, si prevede l'imposizione di condizioni specifiche relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici, al controllo delle esportazioni; nei settori dell'energia, comunicazione e trasporto e negli altri settori individuati ai sensi del Regolamento europeo 452/2019, l'art. 2, comma 4, decreto-legge 21/2012, si fa riferimento alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti come interessi pubblici da tutelare con la previsione di condizioni e prescrizioni. Il settore del 5G prevede un regime peculiare poiché rilevano, ai fini dell'applicazione della disciplina, le operazioni contrattuali poste in essere dall'impresa per acquisire la fornitura di servizi e non le operazioni societarie o le acquisizioni che impattano sulla titolarità o sulla disponibilità degli asset strategici (Cfr. Circolare Assonime, cit., p. 43).

¹⁸ L'esercizio dei poteri speciali è considerato atto di alta amministrazione (cfr. Circolare Assonime, cit., pag. 48 e giurisprudenza ivi riportata).

2.1 Rassegna delle principali condizioni e prescrizioni previste nei casi di cambiamento del controllo in società con attivi strategici

I dati pubblicati con le Relazioni annuali presentate dal Governo al Parlamento sull'attività relativa al golden power indicano che i poteri speciali vengono esercitati prevalentemente sotto forma di vincoli alla realizzazione delle operazioni oggetto di controllo, formalizzati in prescrizioni e condizioni. Limitandoci ai dati relativi agli ultimi tre anni (ed escludendo i casi relativi alla fornitura di apparati 5G, in cui il controllo riguarda operazioni contrattuali e che segue un regime parzialmente diverso), emerge quanto segue:

- nel 2022, a fronte di 608 notifiche, i poteri speciali sono stati esercitati in 24 casi: al netto dei 12 riguardanti l'approvazione dei piani annuali 5G (di cui 10 con prescrizioni), ci sono stati 1 veto (*Robert Spa*), 3 opposizioni all'acquisto di partecipazioni (*Mars (HK) Information Technology Co. Limited*; *Fafin Srl e Rusatom Gastech LLC*; *Nebius BV e Tecnologia Intelligente Srl*), e 8 delibere di approvazione con prescrizioni/condizioni (*Leonardo Spa*; *Impulse I Sarl e Tim Spa*; *Advantest Europe GmbH e CREA – Collaudi Elettronici Automatizzati Srl*; *Walsin Lihva Corp.*, *Meg S. e Cogne Acciai Speciali Spa*; *ASM International NV e LPE Spa*; *Octo Group Spa*; *Asos Italia Spa*; *Oak Consortium GmbH e Vodafone GmbH*)¹⁹;
- nel 2021, a fronte di 496 notifiche, i poteri speciali sono stati esercitati in 29 casi: ci sono stati 1 veto (*Alpi Aviation Srl*); , 2 opposizione all'acquisto di partecipazioni (*Syngenta Crop Protection AG e PSP Verisem Luxembourg Holding Sarl*; *Applied Materials Srl, Applied Materials Hong Kong Limited, Zhejiang Kesheng Intelligent Equipment Company Limited, Zhejiang Jinsheng Mechanical & Electrical Co.*) e 26 delibere – di cui 11 riguardanti il settore del 5G – di approvazione con prescrizioni/condizioni (*Rina Consulting Spa*; *Selta Spa*; *Il-Incorporated e Bain Capital Investors LLC*; *Moog Italiana Srl*; *Digitalplatforms Spa*; *Modis Investment BV e Modis International AG*; *Montanstahl SA*; *Castor Srl*; *Libra HoldCo Sarl e OEP 14 LP*; *Ruby Investment Holdings LP*; *Taiwan Cement Corporation e Engie EPS Spa*; *Retelit Spa*; *Marbles Srl*; *Pagac III Nemo Holding (HK) Ltd*; *Mitsui & Co, Ltd e ISI Sementi Spa*)²⁰;

¹⁹ [Relazione](#) al Parlamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri relativa all'anno 2022.

²⁰ [Relazione](#) al Parlamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri relativa all'anno 2021.

-
- nel 2020, a fronte di 342 notifiche, i poteri speciali sono state esercitati in 42 casi: 1 veto in materia di 5G; 1 opposizione all'acquisto di partecipazioni (*Shenzen Invenland Holdings Co. Ltd*) e 40 delibere – di cui 17 riguardanti il settore del 5G – di approvazione con prescrizioni/condizioni (*Centurion HoldCo Sarl; GSE Trieste Srl, M23 Srl, Al Shamal 3 LLC; Aero Sekur Spa; Arecosmo Spa; Leonardo Spa; Weisa Automobile Technology Limited; Thales Italia Spa; Leonardo Spa; Leonardo Spa; Leonardo Spa; Swilux SA; Forgital Italy Spa, Forgital Sumec Srl, Forgital Rimach Srl, TDM Sarl e F-Brasile Spa; Interconsulting Srl; Zephyr German Bidco GmbH; Leonardo Spa; AGC Inc; Ontario Teachers Pension Plan Board, STG Partners LLC, Alpinvest Partners BV, Alpinvest US Holdings LLC, APG Asset Management US Inc, EDELL Spa, EMC Computer System Italia Spa, Redstone Holdings LLC; Banca Farmafactoring Spa e Banca Depositaria Italiana Spa; TelecomItalia Spa e Impulse Sarl; Teemo Bidco Sarl e Telecom Italia Spa; Infinity Investment SA; Marbles Srl; Tencent Cloud BV e Square Inc*)²¹.

È da segnalare che vi sono anche casi di delibere di non esercizio dei poteri speciali, quindi di via libera per la realizzazione delle operazioni oggetto di controllo, che sono però accompagnate dalla formulazione di raccomandazioni per l'impresa: 9 casi nel 2022; 5 casi nel 2021; 11 casi nel 2020²². Le raccomandazioni, seppur non vincolanti, hanno comunque un effetto di *moral suasion* nei confronti delle imprese destinatarie e ne condizionano i comportamenti.

Da una prima rassegna della prassi applicativa, svolta sulla base dell'esame dei provvedimenti consultabili e delle informazioni pubbliche ricavabili dalle Relazioni annuali del Governo, dai comunicati stampa del Governo e dai documenti societari delle società nei cui confronti sono stati esercitati i poteri speciali, è possibile estrapolare – senza alcuna pretesa di esaustività e considerando che ogni caso presenta delle specificità non generalizzabili – alcune caratteristiche ricorrenti nella valutazione dei fattori di rischio e dell'esigenza di salvaguardia degli interessi oggetto di tutela ai fini dell'esercizio dei poteri speciali, così come alcuni ambiti su cui normalmente intervengono le prescrizioni e la tipologia di condizioni previste.

²¹ [Relazione](#) al Parlamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri relativa all'anno 2020.

²² La possibilità di prevedere raccomandazioni con la delibera di non esercizio dei poteri speciali è prevista espressamente dall'art. 5, comma 1, lett. h) del DPCM 133/2022 che disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali. Il DPCM 133 ha formalizzato una prassi già diffusa prima.

Quanto alle caratteristiche delle operazioni in relazione ai fattori di rischio, sono emerse valutazioni in merito a:

- l'eventuale modifica delle governance esistente della società che detiene attivi strategici;
- il fatto che l'operazione scrutinata sia necessaria per garantire la continuità alle attività di ricerca e sviluppo di tecnologie nel settore strategico considerato;
- il mantenimento della proprietà intellettuale e del know-how nel patrimonio della società oggetto di acquisizione;
- il mantenimento dell'indipendenza della società e garanzia della continuità del progetto industriale;
- la conferma sostanziale del piano di investimenti e operatività;
- l'entità della quota di mercato della società considerata: l'esiguità della stessa depotenzia il fattore di rischio, laddove l'incremento della quota di mercato, sia italiano che europeo, a seguito dell'operazione scrutinata, può essere fonte di rischio;
- il rischio di approvvigionamento dei prodotti o servizi forniti dalla società oggetto di controllo.

Quanto agli ambiti e alla tipologia di prescrizioni e condizioni sono emersi:

- con riferimento alla governance e agli assetti organizzativi interni dell'impresa:
 - o la richiesta della presenza di un membro del consiglio di amministrazione con determinati requisiti;
 - o la richiesta dell'istituzione di un'unità organizzativa ad hoc preposta alle attività aziendali rilevanti per la sicurezza nazionale;
 - o il gradimento governativo per alcune figure chiave dell'organizzazione aziendale;
- con riferimento ai processi interni dell'impresa e ai profili di operatività e gestione dell'impresa:
 - o la richiesta di adozione di specifiche policy e di adeguati piani di sviluppo, investimento e manutenzione degli asset strategici;
 - o la richiesta di adozione di un piano per la sicurezza interna che impedisca il trasferimento al di fuori del territorio nazionale di specifico know-how aziendale;
 - o la piena realizzazione dei piani industriali della società con attivi strategici in corso al momento dell'acquisizione e l'effettuazione degli investimenti già previsti;

-
- la richiesta di supportare economicamente le attività di ricerca e sviluppo;
 - la localizzazione di specifiche funzioni aziendali o asset strategici sul territorio italiano;
 - il divieto di trasferire all'estero stabilimenti della società per un determinato periodo di tempo;
 - la garanzia della regolare prosecuzione delle attività strategiche per gli interessi pubblici nazionali che formano oggetto dei rapporti contrattuali in essere con soggetti pubblici o privati operanti nel settore strategico tutelato;
 - la richiesta di garantire la tutela e il mantenimento del patrimonio tecnologico strategico;
 - la richiesta di garantire l'offerta di determinati servizi e dello sviluppo di determinate attività;
 - la richiesta di garantire priorità alle domande di forniture urgenti da parte di società italiane;
 - la richiesta di garantire la continuità dei contratti con la pubblica amministrazione, con i clienti pubblici, o con determinate società del settore difesa e aerospaziale;
- con riferimento agli obblighi informativi preventivi:
- l'adozione di determinate decisioni o di qualsiasi variazione e riorganizzazione degli assetti societari;
 - le operazioni con le quali si decida la delocalizzazione delle attività strategiche;
 - gli atti che determinano la modifica della governance;
 - le eventuali cessioni di rami d'azienda;
 - le eventuali cessioni del credito relativo al contratto di finanziamento ove ciò comporti il trasferimento del diritto di voto o dei diritti amministrativi;
 - le operazioni che comportino il trasferimento del pegno sulle proprie quote e/o dei diritti di voto e amministrativi connessi;
 - le operazioni che comportano una diminuzione, anche temporanea, della capacità tecnologica, operativa, o industriale nelle attività strategiche che di fatto limiti l'autonomia della società.

La casistica indicata riguarda principalmente società non quotate.

Facendo invece riferimento a un caso (noto anche se meno recente) che ha coinvolto una società quotata, il caso TIM/Vivendi del 2017, il Governo ha esercitato i poteri speciali sul presupposto dell'acquisto del controllo di fatto di Vivendi su TIM, imponendo prescrizioni e condizioni sia su profili di governance sia su profili operativi e gestionali²³.

Quanto alla governance, il decreto di esercizio dei poteri speciali ha richiesto, tra l'altro, a TIM:

- l'istituzione di un'unità organizzativa preposta alle attività aziendali rilevanti per la sicurezza nazionale (Organizzazione di sicurezza), in possesso di piena autonomia sia sotto il profilo economico-finanziario che di gestione del personale, attraverso l'assegnazione di una dotazione di risorse umane, finanziarie e strumentali idonee a garantire l'indipendenza della funzione²⁴;
- la presenza nel Consiglio di amministrazione di un componente, munito di legale rappresentanza, che: abbia esclusiva cittadinanza italiana; sia munito di idonea abilitazione di sicurezza personale (NOS); abbia delega esclusiva sull'Organizzazione di sicurezza; abbia, comunque, l'assenso del Governo circa la sua idoneità all'incarico ai fini della tutela degli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale;
- la nomina di un funzionario alla sicurezza, con funzioni di direzione dell'Organizzazione di sicurezza, scelto in una terna di nominativi proposti dalla Presidenza del Consiglio dei ministri;
- il coinvolgimento dell'Organizzazione di sicurezza nei processi di governance, con particolare riferimento a tutti i processi decisionali afferenti ad attività strategiche e alla rete.

Ulteriori stringenti condizioni sono state poi imposte a TIM sul piano operativo e gestionale, sostanzialmente con la finalità di garantire: i livelli di sicurezza e gli investimenti sugli asset e sulle attività strategiche; la fornitura e i contratti con le Forze

²³ Informazioni ricavate da comunicati stampa del Governo e della società, e da altri documenti societari consultabili sul sito della stessa.

²⁴ All'Organizzazione di sicurezza deve essere affidato il compito (i) di predisporre un piano di *security* che comprenda la ricognizione degli asset e delle attività a contenuto strategico; una programmazione annuale che individui criticità attuale e potenziali; fissare gli obiettivi di sviluppo, manutenzione e gestione delle attività e degli asset strategici; indicare la dotazione delle risorse strumentali e finanziarie per il raggiungimento degli obiettivi stessi, e di (ii) elaborare una policy in materia di sistemi informatici applicabile a tutte le *business unit* aziendali, finalizzata a dare attuazione alle misure previste dal DPCM concernente la Direttiva recante indirizzi per la protezione cibernetica e la sicurezza informatica nazionale.

armate, le Forze di polizia e le altre amministrazioni dello Stato; la continuità e il mantenimento in Italia delle attività di produzione, fornitura, manutenzione, sostegno al ciclo di vita, revisione, supporto logistico, ricerca e sviluppo degli apparati delle reti virtuali, dei sistemi informativi, delle reti *crypto*, dei sistemi di monitoraggio e di altri asset strategici elencati nel Decreto.

Infine, sono stati previsti obblighi di fornire preventiva informazione in merito a ogni decisione che potesse ridurre, anche temporaneamente, o cedere capacità tecnologiche, operative, industriali nelle attività strategiche, ivi compresa la cessione di quote societarie, diritti di proprietà o titoli legali.

Anche nel caso Retelit (Reti Telematiche Italiane Spa) del 2018 le prescrizioni e condizioni previste dal Governo, riguardavano una società (allora) quotata (Retelit non è più quotata dal 2021 a seguito dell'opa volontaria totalitaria finalizzata al delisting lanciata nel maggio 2021 dalla società Marbles).

A fronte della notifica effettuata dalla società, 'in via meramente prudenziale e cautelativa' come dichiarato dalla stessa, successivamente all'assemblea ordinaria degli azionisti che aveva nominato un nuovo Consiglio di Amministrazione e modificato gli assetti di governance²⁵, il Governo aveva esercitato i poteri speciali con DPCM 7 giugno 2018, ritenendo che i cambiamenti intervenuti nella governance della società Retelit, a seguito dell'assemblea degli azionisti, fossero tali da incidere sulla disponibilità degli attivi strategici della società ai sensi dell'art. 2, d.l. 21/2012 e, conseguentemente, suscettibili di determinare mutamenti nelle scelte organizzative e strategiche rilevanti per la sicurezza delle reti, con conseguente minaccia di grave pregiudizio degli interessi pubblici. In particolare, le prescrizioni richiedevano alla società di:

- garantire la continuità del servizio e la funzionalità operativa della rete, assicurandone l'integrità e l'affidabilità, attraverso adeguati piani di manutenzione e sviluppo;
- assicurare l'elaborazione di programmi industriali e l'impiego di adeguati investimenti che garantissero lo sviluppo e la sicurezza delle reti;

²⁵ Nell'assemblea degli azionisti del 27 aprile 2018 tre investitori stranieri – Bousreval, Axion e Svm (Shareholder Value Management AG) avevano presentato una lista di maggioranza per il rinnovo del Consiglio d'amministrazione contrapposta a quella di minoranza presentata da Fiber 4.0, società che fa capo a una persona fisica italiana, socio di minoranza di Retelit.

- tutelare attraverso idonei strumenti e strutture organizzative aziendali la sicurezza della rete su tutto il territorio nazionale al fine di garantirne la piena operatività;
- mantenere stabilmente sul territorio nazionale le funzioni di gestione e sicurezza delle reti;
- inviare annualmente al (allora) Ministero dello sviluppo economico un relazione sull'ottemperanza alle prescrizioni e condizioni previste²⁶.

Contro la decisione del Governo, la società Retelit ha presentato – con successo – ricorso presso il TAR del Lazio contestando, in primo luogo, violazioni di natura procedimentale riguardanti, le motivazioni relative alla sussistenza dei presupposti per l'esercizio dei poteri speciali, nella fase istruttoria di fronte al Gruppo di Coordinamento. Sul piano sostanziale, la società contestava poi la sussistenza di tali presupposti sia con riferimento all'individuazione degli asset strategici – nuovi e diversi da quelli inclusi nel DPR 85/2014 sia con riferimento al fatto che il rinnovo del Consiglio d'Amministrazione non integrerebbe un cambiamento nella governance ma 'l'atto tipico con il quale i soci di una società propongono ciclicamente alla gestione dell'impresa manager e professionisti di loro fiducia'.

Il TAR, con sentenza del 20 luglio 2020, ha annullato il provvedimento golden power accogliendo il rilievo di natura procedimentale, ritenuto preliminare e assorbente, relativo al difetto di competenza del soggetto che aveva adottato il parere dell'AgCom relativo all'inquadrabilità degli attivi di Retelit tra quelli strategici nel settore delle comunicazioni e che aveva motivato l'esercizio dei poteri speciali; il giudice amministrativo non ha dunque esaminato i profili di censura di natura sostanziale.

3. Alcune considerazioni conclusive

Rispetto alla casistica raccolta, le prescrizioni previste nel caso Pirelli presentano alcuni profili di novità che meritano considerazioni di carattere generale, ricordando sempre che la valutazione della minaccia alla sicurezza o all'ordine pubblico che giustifica l'esercizio dei poteri speciali così come l'intensità delle misure adottate, dipendono dalle circostanze del singolo caso concreto, incluso ad esempio, come in questo caso, il fatto che il socio di maggioranza relativa fosse controllato indirettamente

²⁶ Cfr. Comunicato stampa della società dell'8 giugno 2018.

da uno Stato estero non appartenente all'Unione Europea e, in particolare, che fosse una SOE controllata dal governo della Repubblica Popolare Cinese cioè di uno Stato non appartenente al sistema di alleanze internazionali dell'Italia.

Le condizioni imposte a CNRC, in particolare il divieto di esercizio di direzione e coordinamento e la sostanziale obliterazione delle prerogative connesse al controllo, rappresentano una forte limitazione (sulla stampa si è parlato di 'sterilizzazione') delle prerogative del socio che impattano direttamente sulle condizioni dell'investimento in un momento successivo all'acquisto delle partecipazioni, fermo restando che – appunto solo in epoca successiva – è mutato il quadro normativo di riferimento (progressiva estensione dei settori strategici) ed è altresì mutato, più in generale, il contesto economico e geopolitico. È, inoltre, mutato – e il punto è rilevante – anche il legame del veicolo CNRC con l'Autorità di Governo cinese, posto che la medesima CNRC, sorta come realtà autonomia da SASAC al momento dell'ingresso nel capitale dell'emittente, ha poi perso tale autonomia a valle delle operazioni straordinarie sopra ricordate tra CC e Sinochem, sino a rendersi diretta e coordinata da una SASAC.

Questo elemento potrebbe essere considerato – anche pro-futuro – come fattore di rischio, da valutare da parte degli investitori esteri che vogliono operare in Italia, specie se riconducibili a Stati non appartenenti al sistema di alleanze internazionali dell'Italia. In particolare, il caso di specie è destinato a costituire un punto di riferimento soprattutto per le valutazioni politiche poste in essere dagli investitori governativi o comunque direttamente controllati, diretti e coordinati da questi ultimi, mentre per quelli privati operanti sulla base di valutazioni di mercato il precedente in esame appare assai poco significativo.

Le prescrizioni in materia di assetti organizzativi di Pirelli si spingono fino a prevedere modifiche statutarie che incidono sulle competenze del Consiglio di amministrazione, sul ruolo dell'Amministratore delegato nella designazione dei dirigenti strategici e sui quorum del Consiglio stesso. La finalità, come indicato nello stesso Comunicato stampa del Governo del 16 giugno 2023, è quella di dotare Pirelli di 'una rete di misure che tutelano: l'autonomia di Pirelli e del suo management; la sicurezza delle procedure; la protezione delle informazioni di rilevanza strategica; il know-how posseduto dalla società'.

La prescrizione di modifiche statutarie a garanzia degli interessi strategici dello Stato ha per effetto quello di stabilizzare tali previsioni, a fronte della temporaneità dei patti parasociali e di assetti proprietari che potrebbero cambiare in futuro. Tali modifiche sono proprio finalizzate a preservare gli attivi strategici a prescindere dal variare dei

profili soggettivi degli azionisti. Anche qui emergono alcune indicazioni di governance a tutela di interessi strategici – non generalizzabili – ma che rappresentano un ulteriore fattore di considerazione per gli investitori esteri.

L'analisi della casistica di esercizio dei poteri speciali sotto forma di prescrizioni e condizioni e il focus sui casi relativi a società quotate, TIM, Retelit (seppur annullate dal TAR) e da ultimo Pirelli, inducono a svolgere alcune considerazioni di natura sistemica²⁷.

L'evoluzione della disciplina del golden power, e l'esercizio concreto dei poteri speciali, ma più in generale l'intensità dell'intervento dello Stato nell'economia, sono fortemente condizionati dalle contingenze economiche e geopolitiche.

A fronte della necessità di strumenti di controllo degli investimenti esteri diretti occorre ricordare che si tratta sempre di strumenti che hanno potenziali effetti distorsivi sul mercato e che, se esercitati in modo eccessivamente discrezionale e protezionistico, rischiano di modificare in modo asistemico gli assetti di governance e di scoraggiare gli investimenti da parte di grandi imprese e investitori stranieri.

Senz'altro merita di essere considerata la differenza di approccio valutativo da parte dell'Autorità di Governo, che sembra emergere dalla prassi ed è stata confermata nel caso di Pirelli, tra le acquisizioni e comunque le operazioni rilevanti alla stregua della disciplina golden power che coinvolgono operatori di mercato, rispetto ai quali – a prescindere dalla nazionalità – l'opposizione o l'imposizione di rimedi appare residuale, e quelle che coinvolgono operatori SOE, specie quando il governo estero di controllo non abbia stretti legami anche di alleanza con l'Italia e non assicuri effettiva autonomia al veicolo che eventualmente detenga la partecipazione nell'impresa titolare di attivi strategici. In tali ipotesi, l'approccio dell'Autorità di Governo italiana appare in effetti e sovente più stringente.

Da qui l'esigenza di 'maneggiare' con cautela l'istituto del golden power e di garantire il più possibile certezza agli operatori e al mercato, prevedendo chiari ambiti di applicazione della disciplina e prevedibilità delle prescrizioni e condizioni che possono essere imposte a tutela degli interessi strategici.

Questa esigenza assume particolare rilevanza quando, come nel caso Pirelli, le prescrizioni incidono sullo statuto stesso delle società. Considerata la rilevanza sulla governance della società delle modifiche statutarie imposte dalle prescrizioni, appare

²⁷ Già prospettati nella Circolare Assonime n. 11 del 2023, cit.

opportuno che il consesso sociale possa valutare, in sede assembleare, se la loro portata e l'esigenza di un loro mantenimento sia giustificato una volta che, cessate le ragioni che ne avevano motivato l'introduzione per vincolo governativo, le prescrizioni vengano revocate.

La progressiva estensione delle attività e dei beni di interesse strategico oggetto di scrutinio da parte del Governo deve essere dunque oggetto di costante valutazione applicativa sia con riferimento agli effetti complessivi sull'economia e sugli investimenti esteri dell'attuale disciplina sia con riferimento alla pertinenza di tale controllo sull'attività economica delle imprese rispetto alle finalità proprie e ormai multiformi della disciplina golden power.

INDICAZIONI BIBLIOGRAFICHE

ARCANO S., GALLI G., MAROCCIA I., TURATI G., *Il golden power i rischi per il funzionamento dei mercati*, Osservatorio sui conti pubblici italiani, 2 agosto 2023; ASSONIME, *Poteri speciali dello Stato. Evoluzione del quadro normativo e profili operativi del Golden Power*, Circolare n. 11 del 17 aprile 2023; CASSESE S., *Diritto pubblico e diritto privato: gli incerti confini*, Giornale di diritto amministrativo, 4/2023, p. 433; CHIEPPA R., *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione del 20 maggio 2022*, n. 51, Federalismi.it, 8 giugno 2022; GAROFOLI R., *Golden power: mercato e protezione degli interessi nazionali*, Federalismi.it, 18 settembre 2019; SANDULLI A., *Esercizio dei poteri speciali e sorte dell'impresa strategica*, Giornale di diritto amministrativo, 4/2023, p. 463; SENATO DELLA REPUBBLICA, *Golden Power. La disciplina dei poteri speciali del Governo*, Documento di analisi n. 28 del 2023;