



Corso di laurea in Strategic Management

Cattedra: Management delle imprese internazionali

# Uno strumento per salvaguardare le aziende strategiche italiane dagli investimenti esteri: analisi della normativa Golden Power e il caso Pirelli

Prof. Claudia Pongelli

---

RELATORE

Prof. Matteo Caroli

---

CORRELATORE

Luca Stazi  
Matr.763861

---

CANDIDATO



## Sommario

Introduzione.....	5
<b>CAPITOLO 1 – Gli investimenti diretti esteri e le politiche di attrazione italiane ed europee .....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 Definizione IDE e flussi globali degli investimenti diretti esteri.....</b>	<b>7</b>
<b>1.2 Modalità di realizzazione degli IDE.....</b>	<b>10</b>
<b>1.3 Scelta localizzativa degli IDE .....</b>	<b>12</b>
<b>1.4 Quadro normativo Europeo .....</b>	<b>14</b>
<b>1.4.1 Politiche di attrazione europee .....</b>	<b>16</b>
<b>1.5 Quadro italiano sugli IDE .....</b>	<b>18</b>
<b>1.5.1 Politiche di attrazione italiane .....</b>	<b>20</b>
<b>1.6 Scelta tra IDE greenfield, brownfield o acquisizioni .....</b>	<b>23</b>
<b>1.7 La relazione tra Paese ospitante ed investitore estero .....</b>	<b>25</b>
<b>1.8 Conseguenze degli IDE sul Paese target.....</b>	<b>26</b>
<b>Capitolo 2 – IDE in Italia e disciplina del Golden Power.....</b>	<b>29</b>
<b>2.1 IDE in Italia .....</b>	<b>29</b>
<b>2.2 Gli investimenti diretti esteri delle aziende italiane .....</b>	<b>32</b>
<b>2.3 Dalla Golden Share britannica all’italiana Golden Power .....</b>	<b>34</b>
<b>2.4 Il percorso normativo che ha portato all’attuale disciplina del Golden Power.....</b>	<b>36</b>
<b>2.4.1 La nuova disciplina del <i>Golden Power</i> dopo il 2022 .....</b>	<b>38</b>
<b>2.4.2 Possibili sviluppi normativi .....</b>	<b>41</b>
<b>2.4.3 I numeri del Golden Power in Italia .....</b>	<b>42</b>
<b>2.5 I rischi connessi alla disciplina del <i>golden power</i> .....</b>	<b>45</b>
<b>Capitolo 3 – Gli IDE cinesi e il caso Pirelli .....</b>	<b>48</b>
<b>3.1 La Cina: da destinazione a fonte di investimenti diretti esteri .....</b>	<b>48</b>
<b>3.2 One Belt, One Road .....</b>	<b>52</b>
<b>3.3 Gli IDE cinesi in Europa .....</b>	<b>54</b>
<b>3.4 IDE cinesi in Italia .....</b>	<b>57</b>
<b>3.5 Pirelli: dalla fondazione all’acquisizione da parte dei cinesi .....</b>	<b>64</b>
<b>3.6 L’esercizio dei poteri speciali nel caso Pirelli .....</b>	<b>66</b>
<b>Conclusioni .....</b>	<b>70</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>72</b>



## Introduzione

Negli ultimi anni in Italia si sente sempre più spesso parlare di “svendita” delle aziende che rappresentano il fiore all’occhiello della storia dell’industria del nostro Paese. Il fenomeno riguarda tutti i settori del *Made in Italy*: dalla moda all’artigianato, passando per il tessile e l’alimentare fino ad arrivare all’*automotive* e all’industria pesante. Il seguente lavoro si propone di fornire una panoramica di questo fenomeno attraverso un’analisi delle varie tipologie di investimenti diretti esteri (IDE) e le misure che sono state adottate dal Governo per limitare i danni che il passaggio in mani straniere di aziende ritenute strategiche potrebbe arrecare al sistema economico del nostro Paese. Per farlo, si è deciso di proporre un *case study* che ha generato molto clamore mediatico: la vicenda dell’acquisizione da parte di un’azienda cinese di una quota di maggioranza in Pirelli, storica azienda milanese specializzata nella produzione di pneumatici, e conseguente notifica di *Golden Power* sull’operazione da parte del Governo italiano.

Il lavoro si articola in tre capitoli: il primo ha l’obiettivo di fornire una definizione generale di IDE, le modalità in cui essi sono svolti e le finalità che spingono le imprese ad effettuare investimenti all’estero. Oltre a ciò, si entra anche nel dettaglio per quanto riguarda il quadro normativo e le politiche di attrazione sia italiane che europee.

Passando al secondo capitolo, si entra più nello specifico per quanto riguarda la storia degli IDE da e verso l’Italia e vi è l’introduzione al tema del *Golden Power*, lo strumento normativo promosso dallo Stato italiano per proteggere le aziende considerate di interesse strategico. L’analisi del *Golden Power* inizia con una introduzione di carattere storico sulle origini dello strumento e sul percorso normativo che ha portato all’attuale disciplina. Vengono poi proposti possibili sviluppi normativi che potrebbero riguardare i poteri speciali dello Stato nei prossimi anni e, infine, i rischi connessi ad un uso improprio di questi poteri.

Infine, il terzo capitolo introduce al *case study* su Pirelli fornendo anche diverse informazioni sull’apertura della Cina agli investimenti esteri e le politiche che sono state adottate dal Governo cinese per promuoverli. Tra essi, la cosiddetta *One Belt One Road*, iniziativa annunciata nel 2013 dal presidente cinese Xi Jinping con l’obiettivo di migliorare i collegamenti commerciali della Repubblica Popolare Cinese con i paesi

dell'Eurasia. Successivamente, si passa ad una disamina degli investimenti effettuati dalle multinazionali cinesi in Europa e in Italia e le loro caratteristiche principali. Tra esse, le prime che saltano all'occhio sono due: il fatto che molte delle imprese cinesi che decidono di espandersi all'estero siano delle *State owned enterprises* e il modo in cui viene condotta l'integrazione post-acquisizione, mantenendo il management in carica e lasciando ad esso un elevato grado di autonomia operativa. Passando al *case study*, dopo un veloce riassunto sulla storia di Pirelli dalla fondazione all'acquisizione cinese, si passa ad analizzare le circostanze che hanno determinato la necessità da parte del Governo italiano di intervenire con i propri poteri speciali al fine di tutelare la tecnologia relativa ai cosiddetti sensori CYBER impiantati nei pneumatici.

L'obiettivo dell'elaborato è quello di mostrare la doppia faccia dei poteri speciali del Governo: se, da una parte, essi permettono di intervenire repentinamente per bloccare o porre delle condizioni ad operazioni di acquisizione considerate rischiose per la sicurezza nazionale; dall'altra rappresentano uno strumento da utilizzare con parsimonia e che, se abusato, potrebbe compromettere l'attrattività di un paese agli occhi di investitori stranieri.

# CAPITOLO 1 – Gli investimenti diretti esteri e le politiche di attrazione italiane ed europee

## 1.1 Definizione IDE e flussi globali degli investimenti diretti esteri

Con il termine “investimento diretto estero” (IDE), si fa riferimento ad un investimento realizzato da un’organizzazione in un’impresa (già esistente o creata ex novo) residente in un Paese diverso dal proprio, con l’obiettivo di ottenerne il controllo e gestirne le attività (Mutinelli, 2012). I flussi di capitale impiegati dall’investitore possono avere natura di:

- a) Equity;
- b) Utili prodotti dall’impresa estera e reinvestiti al suo interno;
- c) Prestiti intra-company.

A seconda del punto di vista da cui li si osserva, gli IDE possono essere investimenti in entrata (per il Paese in cui vengono realizzati) o in uscita (per il Paese d’origine dell’impresa che li realizza) (Moosa, 2002). A livello globale, il valore degli IDE in entrata e di quelli in uscita tende ad uguagliarsi e ad essere correlato allo sviluppo economico del Paese di riferimento. In particolare, secondo la teoria del ciclo di vita internazionale degli IDE, formulata da Dunning, si possono riconoscere cinque fasi nella crescita economica di un Paese e, in ciascuna di esse, gli IDE in entrata e in uscita presentano delle dinamiche diverse: inizialmente, il Paese presenta un basso livello di sviluppo economico e non è in grado di effettuare investimenti esteri né di attrarli; nelle fasi successive, i fattori di attrattività del Paese iniziano a diventare più forti (bassi costi di produzione, facilitazioni amministrative, elevata crescita del mercato locale), e ciò permette un aumento degli IDE in entrata; nel momento in cui il Paese inizia a svilupparsi dal punto di vista industriale, gli IDE in uscita prevalgono su quelli in entrata a causa dell’elevato grado di internazionalizzazione delle imprese locali; infine, in fasi di crescita ancora successive, la differenza tra IDE in entrata e in uscita tende ad essere uguale a zero, poiché la capacità di attrazione è analoga alla capacità di andare all’estero (Dunning, 1994). Nel 2021, i flussi globali di IDE sono aumentati dell’88% a 1.815 miliardi di USD (+37% rispetto ai livelli pre-pandemici) (**Figura 1**). Questa crescita è stata trainata dai Paesi dell’OCSE, in particolare Stati Uniti e Canada.

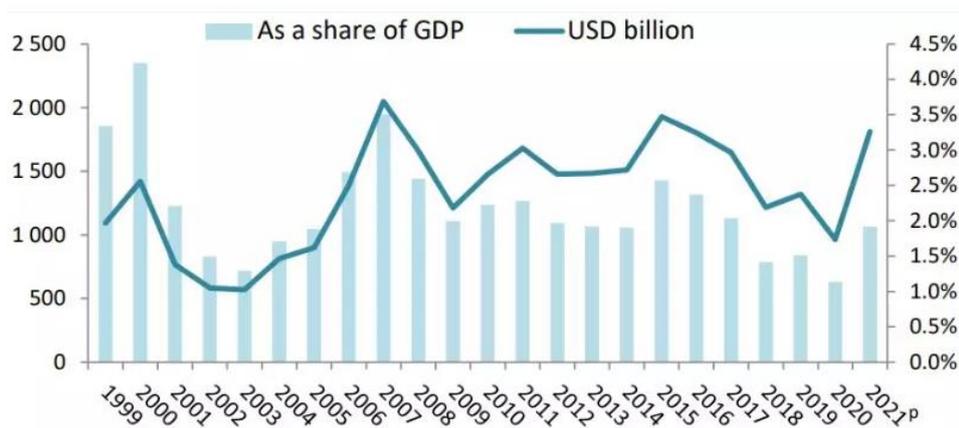


Figura 1 - Flussi globali di IDE (1999-2021). Fonte: International Direct Investment Statistics database

Per quanto riguarda l'area OCSE, inoltre, si è assistito ad un incremento dei flussi di IDE sia in entrata che in uscita del 75%, trainato in particolar modo dagli Stati Uniti, Canada, Svizzera e Giappone. La dominanza degli Stati Uniti nei flussi globali di IDE è dovuta alle seguenti ragioni:

- Per quanto riguarda i flussi in entrata, essi sono supportati da alti livelli di reinvestimento dei profitti e da un aumento dei flussi di capitale legati a significative fusioni e acquisizioni;
- Per quanto riguarda i flussi in uscita, invece, essi sono per lo più supportati da un forte reinvestimento degli utili (Caccia, 2016).

### 1.1.1 Motivazioni e finalità che spingono le imprese ad operare all'estero

Vi sono diversi fattori che spingono le imprese a intraprendere la via dell'internazionalizzazione. Essi vanno ad influenzare, almeno in parte, le strategie aziendali. Dunning con il suo "paradigma eclettico"<sup>1</sup> individua tre spinte fondamentali all'internazionalizzazione (Dunning, 1980):

- *Ownership advantage*: le competenze e le risorse possedute dall'azienda (ad esempio una tecnologia brevettata o una competenza specializzata) le conferiscono un notevole vantaggio competitivo al momento dell'espansione nei mercati internazionali. Ad esempio, ciò che ha permesso ad Apple di conquistare

<sup>1</sup> Teoria introdotta da John Dunning alla fine degli anni '70 per spiegare le motivazioni dietro la scelta delle aziende di intraprendere IDE.

una posizione di vantaggio nel mercato degli smartphone è stata non solo la forte reputazione del marchio ma anche e soprattutto la tecnologia proprietaria (Root, 1987);

- *Location advantage*: le risorse e le competenze di cui l'azienda dispone vengono messe particolarmente in risalto da alcune caratteristiche dell'area estera in cui decide di operare, ad esempio l'accesso facilitato a risorse naturali scarse o un ambiente normativo favorevole;
- *Internalization advantage*: l'utilizzo interno di alcune risorse permette all'impresa di ottenere maggiori benefici rispetto alla cessione di esse ad altre imprese tramite vendita o licenza. Le imprese che riescono a sfruttare questi benefici godono di una riduzione dei costi e di un aumento dell'efficienza. Ad esempio, McDonald's gestisce direttamente i suoi ristoranti nei mercati esteri e ciò gli consente di garantire il mantenimento di elevati standard qualitativi e della reputazione del marchio.

Il paradigma eclettico rappresenta, dunque, un approccio cruciale per analizzare il processo di internazionalizzazione delle imprese e le relative attività globali. Le aziende capaci di adottare questo modello nei loro sforzi internazionali hanno maggiori opportunità di generare e mantenere un vantaggio competitivo nel mercato globale (Dunning, 1980) A seconda della finalità che vi è alla base della loro attuazione, inoltre, Dunning individua tre tipi di IDE (Root, 1987):

- *Market seeking*: investimenti realizzati con l'obiettivo di consolidare la propria influenza in un mercato estero caratterizzato da elevati tassi di sviluppo. Un investimento di questo genere può essere realizzato anche per entrare più rapidamente in mercati in cui sono presenti importanti competitors. Ad esempio, nel 2019 Ferrero ha acquisito una linea di prodotti Kellogg's per farsi spazio con più facilità all'interno del mercato statunitense;
- *Natural resource seeking*: in questo caso, l'obiettivo dell'impresa è quello di entrare in un mercato estero al fine di ottenere un accesso più rapido e facilitato a input produttivi cruciali;

- *Low cost seeking*: investimenti realizzati con l'obiettivo di ottenere dei vantaggi di costo tramite la delocalizzazione di alcune attività della catena del valore in aree caratterizzate da un costo del lavoro più basso.

## 1.2 Modalità di realizzazione degli IDE

Sono quattro le modalità principali attraverso cui un'impresa può effettuare un investimento all'estero. Esse si distinguono principalmente in base al livello di coinvolgimento dell'impresa estera nell'investimento (Moosa, 2002). La prima modalità, denominata *greenfield*, consiste nel creare una nuova struttura produttiva avente propria personalità giuridica o sotto il controllo di una delle Società del Gruppo internazionale (Raff, 2009). Uno dei vantaggi più importanti di un investimento *greenfield*, risiede nel fatto che la creazione da zero di una nuova struttura produttiva permette di avere massima flessibilità nel portare a termine il progetto in base alle esigenze ed alle preferenze dell'investitore. Inoltre, la costruzione da zero di una struttura ha il vantaggio di offrire sin da subito un'enorme pubblicità alla nuova impresa e, in linea di massima, risulta essere più economica rispetto alla presa in gestione di impianti preesistenti (Argawal, Ramaswami, 1992). Qualora invece l'unità organizzativa sorga in un'area in cui precedentemente venivano svolte altre attività industriali, si parlerà di investimento *brownfield* (Raff, 2009). In questo caso, il progetto inizia con l'acquisizione di una struttura già edificata e prosegue con interventi di ristrutturazione e di riqualificazione. Il fatto che la struttura produttiva sia esistente è alla base del vantaggio principale dell'investimento *brownfield*: una sostanziale riduzione dei costi di avvio e dei tempi necessari per rendere operativo l'impianto (Argawal, Ramaswami, 1992). Tuttavia, non è semplice trovare strutture dotate di risorse e tecnologie strumentali ai bisogni dell'investitore o che siano prive di limitazioni ai miglioramenti che vi si possono apportare. Inizialmente, il sostentamento dell'impresa oggetto di acquisizione viene garantito attraverso l'impiego delle risorse dell'investitore; successivamente, una volta completate le operazioni di ristrutturazione e rimesso in moto l'impianto produttivo, l'impresa è in grado di sostenere autonomamente le proprie spese (Gorg, 2000). Un'altra modalità di realizzazione consiste nel destinare risorse finanziarie ed altri asset alla costituzione di una *joint venture* internazionale. Attraverso il contratto di *joint venture*,

due soggetti si impegnano a sostenere gli investimenti necessari per la realizzazione di un determinato progetto, dei cui benefici essi potranno godere in maniera proporzionale. In una *joint venture* internazionale, gli attori coinvolti hanno nazionalità diversa ma interessi comuni (Raff, 2009). Nel momento in cui tali interessi vengono meno, la *joint venture* si scioglie o si trasforma. I motivi per cui diverse aziende scelgono questa modalità per entrare in un mercato estero sono molteplici e legati soprattutto alla riduzione degli investimenti necessari e della complessità organizzativa rispetto ad un investimento *greenfield*, alla possibilità di disporre di un insieme di risorse e competenze maggiore e di essere favorite dal governo locale in virtù della partecipazione al progetto di imprese locali (Raff, 2009). Una modalità alternativa alla *joint venture* internazionale è rappresentata dalla filiale commerciale: un'entità localizzata all'estero con l'obiettivo di gestire il flusso di esportazioni e che richiede un investimento di risorse tale da permetterle di entrare nell'insieme degli investimenti diretti esteri. Vi è poi una terza modalità di realizzazione di un IDE, che consiste nell'usare le risorse della *corporate* o quelle della sussidiaria estera per investire in progetti o strutture posti in essere da quest'ultima. Attraverso questi investimenti si cerca di aumentare la capacità produttiva della sussidiaria, realizzare una nuova strategia, finanziare la creazione di nuove funzioni (ad esempio R&S e innovazione) ecc. Infine, vi è un'ultima modalità di realizzazione che consiste nell'acquisto di una partecipazione rilevante in un'impresa estera o di un ramo d'azienda di un soggetto estero. Un'operazione di questo tipo non determina, almeno nell'immediato, un aumento della capacità produttiva dell'impresa acquisita, né un cambiamento delle dinamiche competitive del mercato in cui essa opera (Wilson, 1980). L'unica cosa che si modifica è la proprietà dell'impresa oggetto di acquisizione, la quale si ritrova a far parte di un gruppo internazionale con obiettivi strategici diversi. I rischi di un'operazione di questo genere sono per lo più legati alle difficoltà che l'impresa acquisita potrebbe incontrare nell'adattarsi a nuovi valori, ad una nuova cultura aziendale e ad un nuovo sistema di competenze (Wilson, 1980). La principale differenza tra IDE *greenfield* e acquisizioni risiede nel *pool* di risorse cui l'investitore avrà accesso una volta conclusa l'operazione: nel primo caso, si tratta delle risorse locali; nel secondo caso, invece, di quelle dell'impresa acquisita (Raff, 2009). Vi sono diversi fattori che devono essere tenuti in considerazione nel momento in cui si sceglie quale modalità di IDE mettere in atto. Tra di essi troviamo:

- Le condizioni normative del Paese scelto, la complessità burocratica e il livello di efficienza delle amministrazioni pubbliche: sono molti i Paesi che cercano di incentivare gli investimenti provenienti dall'estero, soprattutto nel caso in cui essi prevedano la creazione di una *joint venture* con un'impresa locale oppure la riqualificazione di un'area in cui precedentemente veniva svolta un'attività produttiva (*brownfield*) (Bentivogli, Cherubini, 2015);
- L'esistenza di concrete opportunità di investimento nel Paese target e la tipologia di investimento richiesta da quest'ultimo: ad esempio, i Paesi più arretrati economicamente sono da sempre stati fonte di attrazione per gli investimenti *greenfield* a causa della mancanza di infrastrutture adatte allo svolgimento di attività industriali e dello scarso numero di aziende per le quali si potrebbe valutare un'acquisizione; al contrario, nei Paesi più avanzati, gli investimenti *greenfield* sono più rari a causa della mancanza di territori adatti ma anche per le possibili problematiche ambientali e sociali che potrebbero insorgere (Hill, 2008);
- Gli obiettivi strategici che spingono il Gruppo internazionale a voler effettuare un'operazione di espansione all'estero;
- Le risorse a disposizione del gruppo e la facilità con cui esse potrebbero essere trasferite nell'infrastruttura creata all'estero.

### **1.3 Scelta localizzativa degli IDE**

Nel momento in cui si trovano a compiere scelte di localizzazione, le imprese straniere hanno come obiettivo principale la massimizzazione del profitto (Bentivogli, Cherubini, 2015). Tra i fattori che vengono presi maggiormente in considerazione troviamo, innanzitutto, le caratteristiche del mercato target: ad esempio la dimensione, il tasso di crescita della domanda e la vicinanza ad altri mercati rilevanti. La dimensione del mercato è una variabile che assume un ruolo fondamentale soprattutto nelle regioni più sviluppate (ad esempio l'Unione Europea), nell'ambito delle quali le strategie di localizzazione seguono logiche *market-seeking* piuttosto che *cost-reducing* (Corò, Micelli, 2006). In un contesto multiregionale, non solo la dimensione del mercato locale, cioè della regione in cui l'azienda vuole stabilirsi, è importante nella decisione di localizzazione, ma anche il mercato delle regioni e dei paesi circostanti, definito nella letteratura come "mercato potenziale". Mercati più piccoli, ma centrali rispetto a una vasta gamma di mercati,

possono quindi essere più allettanti di mercati più grandi ma periferici (Kwon, Konopa, 1993). In secondo luogo, è molto importante analizzare anche il mercato locale del lavoro e, dunque, la dimensione della forza lavoro, la qualità delle risorse umane che la costituiscono e il costo del lavoro. Anche se, come accennato in precedenza, le strategie di localizzazione delle imprese multinazionali all'interno del continente europeo sono tipicamente *market-seeking* piuttosto che *cost-reducing*, va riconosciuto che il costo dei fattori produttivi, come ad esempio il lavoro e le materie prime costose da trasportare, può influenzare le scelte di localizzazione di tali imprese (Ferreira et al, 2013). Ad esempio, un elevato costo del lavoro e un alto tasso di sindacalizzazione tendono a scoraggiare l'insediamento di imprese estere. Un elevato tasso di disoccupazione, invece, si può considerare come una lama a doppio taglio: da una parte potrebbe indicare un'elevata disponibilità di manodopera a basso costo; dall'altro, mancanza di esperienza da parte dei lavoratori (Kwon, Konopa, 1993). Altro fattore da prendere in considerazione nello scegliere il territorio in cui effettuare un IDE è rappresentato dallo stock di infrastrutture (trasporti, reti TLC ed internet, sistema universitario e della formazione superiore, servizi di pubblica utilità ecc.). Le infrastrutture, in quanto beni pubblici, contribuiscono ad aumentare la produttività delle imprese locali e i rendimenti degli investimenti privati. Tra le infrastrutture un ruolo di spicco è ricoperto dai laboratori di ricerca e sviluppo, che favoriscono il trasferimento della conoscenza e dell'innovazione alle imprese e permettono di generare importanti economie esterne (Bentivogli, Cherubini, 2015). Anche il sistema normativo e burocratico di un Paese può costituire un incentivo (o disincentivo) agli investimenti provenienti dall'estero. La presenza di procedure amministrative prolungate e complesse, come quelle coinvolte nella concessione di autorizzazioni pubbliche per specifiche attività, potrebbe portare a un aumento dei costi operativi delle imprese e/o all'aumento dell'incertezza nell'ambiente in cui operano, con possibili conseguenze sulla redditività attesa degli investimenti e sull'attrattiva per gli investitori internazionali (Ferreira et al., 2013). Per quanto riguarda, invece, le leggi e i regolamenti in tema di diritti di proprietà, bisogna considerare che, se da una parte una scarsa protezione può risultare pericolosa e aumentare la probabilità di imitazione; dall'altra parte, una protezione troppo elevata potrebbe portare le imprese estere a preferire contratti di licenza agli IDE. Infine, nel compiere scelte di localizzazione è importante considerare anche l'esistenza di incentivi pubblici, i quali possono assumere

diverse forme (incentivi finanziari, riduzioni sul costo del lavoro, incentivi fiscali ecc.); la qualità sociale e ambientale del Paese target (sicurezza, coesione sociale, qualità ambientale e urbanistica, qualità del sistema sanitario) e la sua immagine e reputazione (Banga, 2003). Nel caso di investimenti *market seeking*, il primo fattore che le imprese prendono in considerazione nel valutare l'entrata in un mercato estero è la dimensione attuale e potenziale di quest'ultimo, insieme al suo sistema di trasporti e di infrastrutture (Caccia, 2016). Da alcuni studi, infatti, è emerso che la scarsa dotazione di infrastrutture influisce in maniera fortemente negativa sui livelli di produttività dell'area e sui rendimenti degli investimenti privati. Se invece l'obiettivo dell'impresa è quello di acquisire più risorse naturali e competenze, sarà molto importante scegliere un territorio in cui esse sono presenti in abbondanza e in cui vi è una elevata diffusione di università e centri di ricerca. Infine, le imprese che decidono di espandersi all'estero con l'obiettivo di ridurre i costi di produzione (*low cost seeking*), privilegiano quelle aree dove il costo del lavoro e quello dei fattori di produzione sono più bassi (Ferreira et al., 2013).

#### **1.4 Quadro normativo Europeo**

Nonostante l'Unione Europea sia favorevole alla globalizzazione e incentivi la libera circolazione dei capitali, ci si è resi conto che non tutti gli IDE generano effetti positivi, alcuni possono infatti rappresentare un rischio per la sicurezza e l'ordine pubblico (Gallo, 2022). Il Regolamento (UE) 2019/452 nasce proprio con l'obiettivo di evitare che gli effetti negativi di un IDE non sufficientemente controllato si possano estendere a macchia d'olio su tutti i Paesi dell'Unione. Sono due le motivazioni principali che hanno spinto l'UE ad agire: rispondere al protezionismo di Stati Uniti e Cina e cercare di ridurre le differenze che vi sono tra le legislazioni dei vari Paesi membri (Riela, 2022). Lo scopo di questo regolamento non è quello di sostituire le normative nazionali, ma bensì incentivare lo sviluppo di una cooperazione tra Commissione europea e Paesi membri, al fine di istituire una sovranità con connotati europei, che trascende una dimensione puramente nazionale (Gallo, 2022). Ogni investimento estero che richiede uno *screening* da parte del Paese target deve essere notificato alla Commissione e agli altri membri i quali, dopo aver dato un parere sulla convenienza dell'operazione, lasciano la decisione finale al Paese destinatario dell'investimento (Gallo, 2022). È molto importante, dunque, definire con chiarezza le motivazioni e i criteri del controllo, nonché le modalità con cui esso deve essere eseguito. L'obbligo di motivare la decisione finale sussiste solo nel caso in cui

L'investimento incida su progetti finanziati dall'UE o su infrastrutture critiche dell'UE. Il Regolamento contiene una lista piuttosto ampia di settori per i quali gli Stati possono richiedere controlli o limitazioni agli investimenti da parte di aziende straniere. Essi sono:

- Infrastrutture critiche (fisiche o virtuali), tra cui energia, comunicazioni, media ecc., infrastrutture aerospaziali, finanziarie, di difesa e gli investimenti immobiliari collegati ad esse;
- Tecnologie critiche, come l'intelligenza artificiale, la robotica, la cibersicurezza e tutte le tecnologie legate alla difesa e al settore energetico;
- Approvvigionamento di materie prime ed energia;
- Accesso a informazioni sensibili (ad esempio i dati personali);
- Libertà e pluralismo dei media.

Questo ampio *scope ratione materiae* spinge gli Stati ad esercitare un controllo sempre più stretto sugli investimenti diretti esteri e ad applicare un numero crescente di limitazioni a questi ultimi. Nel momento in cui viene notificato lo *screening* di un IDE o vengono richieste informazioni sullo stesso da parte della Commissione o di un altro Stato membro, il Paese target deve fornire le seguenti indicazioni:

- L'assetto proprietario dell'investitore estero;
- Il valore approssimativo dell'IDE;
- I prodotti e/o i servizi offerti dall'investitore estero;
- Gli altri Stati membri in cui l'investitore è già presente;
- La fonte dell'investimento;
- La data di realizzazione dell'IDE.

Fino a qui, si è esaminata la dimensione europea di sovranità in merito all'esecuzione dei meccanismi di controllo sugli IDE; per quanto riguarda, invece, la dimensione nazionale della sovranità è importante sottolineare come non esista alcun obbligo per uno Stato di prevedere nel proprio ordinamento un meccanismo di controllo degli IDE, né esso deve essere necessariamente uguale per ogni paese<sup>2</sup>, ma, bensì, deve essere espressione delle regole, dei principi e delle questioni del diritto nazionale (Gallo, 2022). Tuttavia, c'è da

---

<sup>2</sup> Ciò al fine di evitare di imporre alle autorità nazionali il raggiungimento di una certa soglia di risorse sia personali che finanziarie.

dire che spesso le differenze tra i vari meccanismi di controllo degli IDE degli Stati membri influiscono negativamente sull'efficacia del quadro normativo e sulla sua capacità di prevenire minacce alla sicurezza e all'ordine pubblico (Napolitano, 2019). Alcune di queste differenze riguardano, ad esempio, la copertura settoriale dei meccanismi, i concetti di “sicurezza” ed “ordine pubblico”, le soglie delle partecipazioni azionarie oltre le quali scattano i controlli ecc. Tutto ciò contribuisce a fare sì che vi sia una forte disomogeneità nella distribuzione delle notifiche, che, tra il 2020 e il 2022 si sono concentrate per la quasi totalità (circa il 92%) in Francia, Italia, Spagna, Austria, Danimarca e Germania. Vi è poi un secondo gruppo di Stati membri che hanno presentato tutte le altre notifiche (8%). Infine, vi è un terzo gruppo che comprende 12 Stati membri che non hanno presentato alcuna notifica ma che, da soli, hanno contribuito per circa il 42% dello stock di IDE medio dell'UE (Caccia, Pavlova, 2016).

#### **1.4.1 Politiche di attrazione europee**

Le politiche nazionali sono fondamentali per attirare gli Investimenti Diretti Esteri (FDI), massimizzando i benefici e riducendo i rischi. È molto importante, dunque, fare in modo che si venga a stabilire un regime regolamentare attrattivo per gli investitori stranieri. D'altra parte, una strategia di “liberalizzazione passiva” (Gergely, 2003) potrebbe non essere sufficiente per attirare gli IDE in un mercato competitivo, nel quale è invece necessario un approccio mirato e attivo, che tenga conto dei vari tipi di investitori e delle loro motivazioni (UNCTAD, 1996,). Una volta che essi sono stati attratti, è importante che le politiche nazionali facilitino una rapida adozione di tecnologie e competenze avanzate, oltre a promuovere la protezione ambientale e contrastare le pratiche anticoncorrenziali. Le principali politiche messe in atto dai governi per attrarre gli IDE includono la riduzione delle barriere all'ingresso e delle restrizioni all'ammissione, il miglioramento del trattamento degli investitori e la protezione dei loro interessi (UNCTAD, 1996,). Vi sono poi diverse tipologie di incentivi<sup>3</sup> che vengono impiegati dai Paesi sviluppati per aumentare i flussi di IDE in entrata:

- Incentivi fiscali: essi permettono di ridurre gli oneri fiscali a carico dell'investitore straniero e includono, ad esempio, agevolazioni nella tassazione sui redditi di

---

<sup>3</sup> Si tratta di aiuti economici misurabili che vengono riconosciuti dal governo di un Paese a determinate categorie di imprese. L'obiettivo è aumentare il tasso di rendimento di un particolare progetto di IDE, oppure ridurre i costi o i rischi legati a quest'ultimo.

impresa, esenzioni dai dazi sulle importazioni, rimborsi dei dazi, ammortamento accelerato, deduzioni dai contributi previdenziali ecc. Gli incentivi fiscali fanno sì che il tasso di rendimento di un investimento estero aumenti tramite la riduzione dell'aliquota fiscale ad esso applicata. Tuttavia, le esenzioni fiscali non sono sempre i fattori più rilevanti nell'effettiva tassazione degli investimenti stranieri. Fattori come l'inflazione, i tassi di interesse e i sistemi contabili possono avere un impatto maggiore sull'aliquota fiscale effettiva (Crescenzi et al., 2021). Ciò porta ad una significativa variazione nelle aliquote fiscali effettive tra i paesi, indipendentemente dagli incentivi offerti;

- Incentivi finanziari: attraverso essi, vengono istituiti dei fondi che sono messi a disposizione dal governo del Paese target per finanziare investimenti esteri, costi di gestione o determinate operazioni. Molto spesso, gli incentivi finanziari vengono erogati dalle autorità locali (come Stato, provincia o città) al fine di favorire lo sviluppo industriale e regionale (Crescenzi et al., 2021). Tra i più diffusi vi sono le sovvenzioni governative, le agevolazioni creditizie, le partecipazioni statali e le assicurazioni a tassi preferenziali;
- Altri incentivi: in questa categoria rientrano le infrastrutture sovvenzionate (terreni, impianti industriali, trasporti, telecomunicazioni, elettricità ecc.), servizi sovvenzionati (informazioni sul mercato, assistenza nei processi di produzione o nelle tecniche di marketing ecc.) e trattamento preferenziale sui cambi (tassi di cambio speciali, eliminazione dei rischi di cambio sui prestiti esteri) (Gergely, 2003).

I paesi sviluppati tendono a utilizzare maggiormente gli incentivi finanziari rispetto a quelli fiscali, principalmente perché i processi parlamentari per l'introduzione degli incentivi fiscali sono più complessi (Commissione delle Comunità Europee, 1991). Questo modello si ribalta invece nei paesi in via di sviluppo, dove si presume che manchino le risorse necessarie per offrire incentivi finanziari. Gli incentivi agli investimenti diretti esteri possono avere effetti distorsivi analoghi a quelli delle barriere commerciali. Idealmente, dovrebbero compensare la differenza tra i rendimenti sociali e privati per attività che apportano benefici sociali, come il trasferimento di tecnologia, la ricerca e lo sviluppo. Tuttavia, nella pratica, la competizione tra i governi per attrarre FDI spesso porta a un eccesso di offerta di incentivi, il cui costo è sostenuto dalla comunità

locale (Blomstrom et al., 2003). Tale competizione crea uno svantaggio per i paesi più poveri i quali, disponendo di risorse più limitate, tendono ad attrarre meno investitori esteri (Antoine, R., 1979).

### **1.5 Quadro italiano sugli IDE**

In seguito alla crisi pandemica, gli investimenti diretti esteri hanno assunto un ruolo sempre più importante nel rilancio dell'economia italiana assieme ad altre iniziative come l'attuazione del PNRR, la trasformazione digitale, la crescita del Mezzogiorno ecc. Al fine di sfruttare al meglio il potenziale degli IDE nell'innovazione dei processi produttivi e nell'introduzione di nuove tecnologie, non è solo fondamentale favorirne l'attuazione nei settori tutelati dal PNRR, quali la transizione verde, la digitalizzazione delle imprese, la salute e il settore farmaceutico, ma anche stimolarne l'assistenza e l'attrattività in Italia (Basile et al., 2005). Questi investimenti non solo promuovono l'innovazione e l'adozione di nuove tecnologie, ma svolgono anche un ruolo critico nella creazione di nuovi posti di lavoro e nell'aumento della competitività delle imprese italiane. Inoltre, gli IDE consentono di valorizzare i punti di forza del Sistema Italia, tra cui l'importante ruolo di "ponte" che il Paese svolge nei confronti dei flussi commerciali ed economici con l'Africa e il Medio Oriente, grazie alla sua posizione geografica strategica al centro del Mediterraneo (Ascani, Gagliardi, 2015). Attualmente, il volume di capitali esteri investiti in Italia è tra i più alti al mondo e l'impatto di questi investimenti rispetto al PIL varia tra il 20% e il 25% (**Figura 2**). Tale percentuale si avvicina a quella registrata per la Germania nel 2018 (23%), ma rimane inferiore rispetto alla Francia (30%) e alla Spagna (46%). Sono oltre 15.000 le imprese controllate da gruppi stranieri operanti in Italia. Queste imprese generano un fatturato complessivo di circa 600 miliardi di euro e forniscono occupazione a quasi 1,5 milioni di persone. Queste attività pesano per circa il 18,6% sul fatturato nazionale e per il 23,6% sulla spesa italiana in ricerca e sviluppo (R&S).

Foreign Direct Investment	2020	2021	2022
<b>FDI Inward Flow (million USD)</b>	-23,622	-8,956	19,947
<b>FDI Stock (million USD)</b>	490,197	449,962	448,493
<b>Number of Greenfield Investments*</b>	169	236	274
<b>Value of Greenfield Investments (million USD)</b>	10,022	19,848	25,437

Figura 2 - Valore degli IDE in Italia (2020-2022) Fonte: UNCTAD, Latest available data

Un ruolo predominante è giocato dal settore meccanico, che conta su oltre 100.000 dipendenti impiegati da aziende multinazionali, oltre ad altri settori ad alta tecnologia. L'obiettivo di un'economia avanzata come quella italiana deve essere quello di risollevarsi dal forte shock determinato dal Covid attraverso l'attrazione di investimenti esteri che supportino lo sviluppo dei settori tecnologici, della R&S, del design e della manifattura avanzata. Con il decreto-legge 12 settembre 2014 n.133 è stato istituito il Comitato Interministeriale per l'Attrazione degli Investimenti Esteri (CAIE), presieduto dal Ministro dello Sviluppo Economico (Ministero degli Affari Esteri, 2021). Il Comitato, in particolare, si occupa di:

- Aumentare l'attrattività degli investimenti esteri tramite la formulazione di proposte sia normative che regolamentari;
- Incentivare la crescita economica, occupazionale e tecnologica dell'Italia tramite il supporto e l'accompagnamento di importanti progetti di investimenti esteri in Italia. Con il Decreto Interministeriale adottato il 22 luglio 2020, è stata data al CAIE la possibilità di assegnare agli investitori esteri un tutor che potesse curare in maniera più efficace le relazioni con i numerosi interlocutori a vari livelli.

La strategia di medio termine sviluppata dal CAIE per attrarre investimenti esteri si articola lungo un percorso composto da sei punti (Ministero degli Affari Esteri, 2021). La prima fase consiste nella valorizzazione degli investimenti in settori ad elevato potenziale. Dopodiché vi è la fase di *scouting*, vale a dire la ricerca degli investitori, che avviene anche attraverso il supporto di Camere di Commercio Italiane all'Estero. Per facilitare la ricerca di investitori, deve essere realizzata anche una semplificazione normativa tramite l'adozione di misure che possano offrire vantaggi alle aziende estere che intendono stabilirsi in Italia. La quarta fase consiste nella valorizzazione delle competenze e delle

strutture presenti sul territorio al fine di mettere in risalto le opportunità di investimento presenti. Un ruolo particolarmente rilevante viene svolto poi dalla comunicazione, il cui obiettivo principale deve essere quello di rendere noto alla comunità locale il valore aggiunto creato dagli IDE. Infine, l'ultima fase del piano di azione di medio termine del CAIE consiste nello sviluppo di una *governance* che possa facilitare la collaborazione tra amministrazioni ed enti centrali e le strutture regionali e locali (Ministero degli Affari Esteri, 2021). Per tutti i settori chiave che non rientrano nella normativa *Golden Power*, inoltre, il CAIE ha stabilito alcuni obiettivi:

- Valorizzare i centri di eccellenza e i distretti industriali italiani tramite l'offerta di investimenti ad elevato potenziale di crescita e di sviluppo tecnologico;
- Favorire l'integrazione tra settori innovativi e settori più tradizionali tramite l'attrazione di investimenti esteri ad elevato contenuto tecnologico;
- Aumentare la presenza nei settori che sono maggiormente in grado di sviluppare *spillover*;
- Favorire la diffusione degli IDE nei settori di più consolidata e recente specializzazione.

### **1.5.1 Politiche di attrazione italiane**

Negli ultimi anni, è aumentata a dismisura la percezione positiva di cui l'Italia gode in tema di attrattività per gli investitori stranieri. Questa crescente fama è stata certificata da diversi indici internazionali, come ad esempio il Global Attractiveness Index 2020 che posiziona l'Italia al 18° posto tra le economie più attrattive per gli IDE, e la classifica Nation Brands di Brand Finance che, dal 2015 ad oggi, considera l'Italia tra i primi 10 Paesi più riconoscibili. Tra le principali leve di attrattività per gli investimenti esteri in Italia, spicca la disponibilità di una forza lavoro altamente qualificata nonché la presenza di infrastrutture in ottimo stato. Il nostro paese si distingue come uno dei leader nel settore manifatturiero a livello globale: per un investitore straniero, decidere di stabilire la propria produzione in Italia significa diventare parte integrante del prestigioso marchio "Made in Italy" ed essere riconosciuto come parte di un'eccellenza nel panorama internazionale (Basile, Giunta, 2005). Oltre ai settori tradizionali, l'Italia si classifica tra i Paesi più competitivi anche nell'aerospaziale e nel farmaceutico. La sua posizione geografica strategica, al crocevia tra Europa, Nord Africa e Medio Oriente, la rende un polo attrattivo

per gli investitori internazionali. Inoltre, l'Italia si contraddistingue per il suo ricco patrimonio artistico e culturale, che le conferisce una leadership mondiale riconosciuta e la rende un catalizzatore di risorse a livello globale. La presenza radicata di una filiera nei settori della cultura, del design, della moda, dello spettacolo e delle arti performative costituisce un vantaggio strategico da valorizzare nel lungo periodo, poiché contribuisce in maniera significativa al progresso sociale, economico e occupazionale del Paese (Migliora, 2009). Infine, l'Italia è palcoscenico di importanti eventi che attraggono compratori e visitatori da tutto il mondo, come ad esempio la Settimana della Moda o il Salone del Mobile a Milano (Ascani, Gagliardi, 2015). Non mancano, tuttavia, fattori negativi che concorrono a limitare l'affluenza di investimenti esteri in Italia. Il primo tra essi è rappresentato dalla lentezza dei processi burocratici e dagli elevati costi procedurali, nonché dalla presenza di un elevato tasso di corruzione e di organizzazioni criminali che contribuiscono a limitare e a rallentare il progresso e la crescita. I costi del lavoro sono alti e la produttività, negli ultimi 15 anni, non è aumentata di pari passo; ciò può essere spiegato dalla specializzazione che l'Italia ha in settori a valore aggiunto medio-basso (Daniele, Marani, 2011). Vi è, infine, un elevato tasso di disoccupazione, accompagnato da instabilità politica e scarsi investimenti statali in ricerca e sviluppo. Al fine di aumentare l'attrattiva del Paese nei confronti di investitori esteri, il governo italiano offre incentivi di vario tipo (Bannò et al., 2011):

- Benefici fiscali, i quali possono essere garantiti attraverso agevolazioni fiscali sia per le imprese che per le persone fisiche<sup>4</sup> oppure attraverso il tentativo di favorire le relazioni tra Amministrazione finanziaria e contribuente tramite la costituzione di organismi di *tax compliance*. Per quanto riguarda i benefici fiscali rivolti alle imprese troviamo, innanzitutto, il regime del *Patent Box*. Questo beneficio ha come obiettivo principale quello di accelerare la crescita degli investimenti in ricerca e sviluppo da parte delle imprese attraverso una detrazione del 50% sulle tasse da pagare per lo sfruttamento diretto o indiretto della proprietà intellettuale (Bannò et al., 2011). Vi è poi il credito d'imposta R&S, che riconosce a tutte le imprese attive nella ricerca e sviluppo<sup>5</sup> un credito pari al 10% della spesa sostenuta

---

<sup>4</sup> L'obiettivo, infatti, non è solo attrarre capitale finanziario ed industriale, ma anche capitale umano.

<sup>5</sup> In particolare, il beneficio è accessibile alle imprese che operano nei campi della ricerca fondamentale, industriale o dello sviluppo sperimentale in campo scientifico/tecnologico.

annualmente in investimenti green (fino ad un max. di 5 mln di euro), tecnologici (max. 2 mln di euro), di design o ideazione estetica (max. 2 mln di euro). Al fine di incentivare il finanziamento tramite capitale proprio, nel 2011 è stato introdotto l'ACE (aiuto alla crescita economica), un'agevolazione fiscale che interessa le società di capitali, gli enti commerciali, gli imprenditori individuali, le società in nome collettivo e in accomandita semplice in regime di contabilità ordinaria (Migliorini, 2017). Questa misura permette di convertire il rendimento degli incrementi di capitale proprio realizzati a partire dal 2011 in una deduzione del reddito imponibile netto. Un altro incentivo è rappresentato dai bonus per l'assunzione, i quali hanno l'obiettivo di stimolare le imprese ad assumere determinate categorie (persone di età inferiore a 36 anni, donne disoccupate di qualsiasi età ecc.) attraverso una riduzione o un'esenzione totale dal pagamento dei contributi previdenziali. Infine, vi è il super e l'iper-ammortamento, una misura il cui obiettivo è stimolare lo sviluppo tecnologico delle imprese andando ad agevolare l'acquisto di beni sia materiali che immateriali attraverso un incremento del costo di acquisto degli stessi (Bannò et al., 2011);

- Incentivi alle startups, come ad esempio Smart&Start Italia, un'iniziativa che ha l'obiettivo di favorire la nascita e la crescita delle startups hi-tech tramite la concessione di un prestito a tasso zero pari all'80% (90% se la startup è composta esclusivamente da donne o persone sotto i 36 anni) di investimenti di importo compreso tra i 100K e i 1,5 MLN di euro (Girauda et al., 2019). Per fornire supporto ai giovani, inoltre, è prevista, per le nuove imprese in cui più della metà delle quote è detenuta da persone di età compresa tra i 18 e i 35 anni, una copertura pari al 90% delle spese ammissibili, tramite prestiti a tasso di interesse zero e sovvenzioni;
- Il contratto di sviluppo, pensato per fornire supporto a progetti di investimento per i quali è previsto un esborso di minimo 20 MLN di euro, tramite una copertura pari al 75% dell'investimento totale. Sono quattro i settori per i quali è prevista l'adozione di questa misura: la produzione industriale, la protezione ambientale, la lavorazione degli alimenti e il turismo (Bannò et al., 2011);
- Supporto alle aree industriali in crisi tramite finanziamenti, sovvenzioni e prestiti secondo quanto stabilito dalla Legge 181/89 e sotto la completa gestione di

Invitalia. Gli obiettivi principali di questa misura consistono nel salvaguardare i livelli di occupazione e attrarre nuovi investimenti. Per le aziende straniere che presentano un piano di investimento di almeno 10 MLN di euro è previsto l'accesso alla procedura Fast Track, che permette una riduzione dei tempi previsti per l'erogazione degli incentivi;

- Vi sono, infine, diverse misure volte ad incentivare gli investimenti in progetti di ricerca e sviluppo, tra cui l'IPCEI Cloud, attivo in sette Paesi (Francia, Germania, Italia Paesi Bassi, Polonia, Spagna e Ungheria) e che fornisce supporto nello sviluppo di un progetto di comune interesse europeo il cui obiettivo è fare in modo che si verifichi una transizione digitale tramite lo sviluppo di tecnologie cloud avanzate ed *edge computing*. Per favorire, invece, la transizione ecologica è stato elaborato il *Green New Deal* italiano, una misura che assicura sostegno finanziario a progetti di ricerca industriale e sviluppo sperimentale che sono volti alla decarbonizzazione dell'economia, alla riduzione dell'uso della plastica o alla sostituzione di essa con materiali biodegradabili, alla mitigazione dei rischi climatici ed al turismo sostenibile.

## **1.6 Scelta tra IDE greenfield, brownfield o acquisizioni**

Nel momento in cui un'impresa decide di investire in un Paese diverso da quello di origine, si avvia un processo valutativo il cui primo step è la scelta tra una modalità di entrata *equity* o *non equity*: la prima ha tipicamente un orizzonte temporale di lungo termine, a differenza della seconda che viene invece preferita per investimenti di breve-medio termine (Root, 1987). Nel caso in cui si decida per una modalità *equity* bisognerà scegliere tra investimento *greenfield*, *brownfield* o acquisizione. Sono principalmente due i fattori che influenzano la scelta: la dimensione e le risorse disponibili (Ferreira, 2013). L'investimento *greenfield*, che richiede un maggior dispendio di risorse per essere effettuato, verrà preferito soprattutto dalle imprese di grandi dimensioni; l'investimento *brownfield* è invece tipico delle imprese di medio-piccole dimensioni, mentre le piccole imprese si limiteranno alle esportazioni (Gorg, 2000). Per quanto riguarda, invece, le risorse disponibili, all'aumentare di esse aumenta la predisposizione dell'impresa a effettuare un investimento *greenfield* piuttosto che un'acquisizione. Nella seconda fase del processo valutativo, l'impresa prende in considerazione i fattori esterni che possono

influenzare il raggiungimento dei propri obiettivi di internazionalizzazione. Nel caso in cui questi fattori siano delle risorse appartenenti ad un'impresa locale e ricercate dall'investitore, allora l'acquisizione risulta essere la scelta migliore. Inoltre, mentre l'acquisizione permette all'impresa estera di conquistare sin da subito una quota rilevante di mercato, l'investimento *greenfield* potrebbe essere percepito dalle imprese preesistenti come una minaccia e, dunque, porterebbe ad un aumento della competitività (Gorg, 2000). L'investimento *brownfield*, invece, è preferibile al *greenfield* quando vi sono barriere all'ingresso rappresentate da vincoli burocratici e leggi imposte dai governi locali per salvaguardare le imprese locali. Se, invece, l'investitore possiede già tutte le risorse necessarie per internazionalizzarsi, la scelta tra investimento *greenfield* o acquisizione sarà determinata dal loro grado di trasferibilità: se esso è alto, si tende a preferire la prima opzione; altrimenti, la seconda (Datta et al., 2002). Infine, occorre analizzare le risorse offerte dal mercato, come ad esempio la presenza di infrastrutture adeguate, beni immobili, licenze commerciali ecc. Tali risorse accrescono la probabilità di successo di un investimento *greenfield*. Nel caso in cui, invece, esse non siano presenti o i *competitors* decidano di non cederle per non perdere il proprio vantaggio competitivo, sarà preferibile procedere con la via dell'acquisizione (Harzing, 1998). Infine, nello scegliere il tipo di investimento da effettuare, bisogna considerare anche tre tipologie di costi: i costi di transazione, i costi di adattamento ed integrazione delle risorse e i costi "culturali" (Gorg, 2000). Per quanto riguarda i primi, essi sono costi che derivano dall'integrazione delle risorse reperite nel mercato e, tanto più sono alti, tanto più sarà preferibile procedere con un investimento di tipo *greenfield*. Vi sono poi i costi di adattamento ed integrazione delle risorse, che dipendono dalla facilità con cui l'impresa acquirente e quella acquisita riescono a trovare un punto d'incontro dal punto di vista sia strategico che operativo. Se i costi di adattamento ed integrazione sono elevati, è preferibile un investimento *greenfield*, di modo da evitare tutte le difficoltà che potrebbero derivare dal mettere insieme due strutture organizzative troppo diverse tra loro (Gorg, 2000). Infine, è molto importante non trascurare la distanza culturale che potrebbe esservi tra l'impresa acquirente e quella acquisita, la quale determina i cosiddetti costi "culturali". Per ovviare ai problemi di integrazione tra due imprese provenienti da Paesi con culture e tradizioni difficilmente conciliabili, si può optare per un investimento *greenfield*; al contrario, se le

due imprese presentano caratteristiche culturali simili si può optare per un'acquisizione o un investimento *brownfield* (Kogut, Singh, 1988).

### **1.7 La relazione tra Paese ospitante ed investitore estero**

L'attrazione di investimenti esteri ha iniziato ad essere considerata come un'opportunità di sviluppo del tessuto economico e di controbilanciamento di fenomeni di delocalizzazione di imprese locali solo a partire dalla metà degli anni '70 (Fortanier, 2007). In questo periodo vi è stato un cambiamento del modo in cui Paesi *target* e investitori esteri vedevano l'un l'altro: da una parte, i Paesi *target* hanno cominciato a considerare le multinazionali come un "cliente" al quale offrire le migliori opportunità d'insediamento; dall'altra, le multinazionali hanno iniziato a considerare i mercati esteri come luoghi strategici per la creazione di un vantaggio competitivo globale. Di conseguenza, le multinazionali estere, incentivate anche dagli aiuti economici elargiti dai Paesi ospiti, hanno iniziato ad assumere la condotta di "buoni cittadini", anche attraverso delle iniziative di sostenibilità sia ambientale che sociale (Mikesell, 2013). Vi sono diverse aree in cui si va ad esplicitare la collaborazione tra impresa estera e governo locale:

- Valore aggiunto prodotto dall'impresa nel Paese estero, principalmente nella forma di un aumento del tasso occupazionale e di un miglioramento della qualità delle attività produttive locali;
- Localizzazione delle attività di ricerca e sviluppo, al fine di favorire la diffusione di nuove competenze e conoscenze e la formazione di una forza lavoro specializzata;
- Buona cittadinanza: al fine di ottenere l'appoggio di tutte le classi di stakeholder presenti nel territorio in cui intende stabilirsi, l'impresa estera deve promuovere iniziative volte al miglioramento delle condizioni ambientali e sociali;
- Bilancia commerciale della sussidiaria estera, la quale, oltre a realizzare profitti per sé stessa, deve anche impegnarsi a collaborare con i fornitori locali al fine di garantire la creazione di valore anche per il mercato geografico ospitante;
- Creazione di posti di lavoro attraverso la costruzione di nuove strutture produttive e adattamento delle competenze delle risorse umane locali agli obiettivi dell'azienda. Per favorire il trasferimento delle conoscenze, la *corporate* mette

tutte le nuove tecnologie e conoscenze a disposizione delle consociate, che hanno l'obiettivo di metterle a disposizione delle imprese locali. Vi sono due modalità principali attraverso cui le imprese locali acquisiscono le conoscenze e le tecnologie delle imprese estere: attraverso lo sfruttamento del *learning by observing effect*; oppure tramite la creazione di legami contrattuali con esse (Chan, Mason, 1992).

### **1.8 Conseguenze degli IDE sul Paese target**

Ciò che influisce maggiormente sugli effetti prodotti da un investimento estero su di un determinato Paese sono le condizioni in cui esso si trova: gli IDE *greenfield*, ad esempio, generano effetti positivi soprattutto nei territori economicamente poco sviluppati e caratterizzati da un elevato tasso di disoccupazione; le acquisizioni, invece, sono un tipo di investimento che non genera, almeno nel medio periodo, cambiamenti significativi per quanto riguarda lo stock di capitale investito o i livelli di occupazione del Paese in cui risiede l'impresa acquisita (Piscitello, 2006). Spesso, anzi, le operazioni di acquisizione hanno come unico obiettivo quello di ottenere rapidamente una quota di mercato rilevante nel Paese target, per poi spostare tutte le operazioni produttive in altri stabilimenti più efficienti collocati in Paesi diversi da quello in cui risiede l'impresa acquisita. Vi sono, tuttavia, anche casi in cui l'impresa acquisita riesce a dimostrare le proprie competenze e il proprio potenziale alla casa madre, che sceglie dunque di attribuirle maggiori risorse. In definitiva, possiamo affermare che, soprattutto nel caso delle acquisizioni, gli effetti di un investimento estero sul Paese ospitante sono incerti e dipendono non solo dagli obiettivi a monte dell'operazione, ma anche dai benefici che l'impresa acquisita è in grado di offrire all'impresa acquirente (Piscitello, 2006). Gli IDE, inoltre, influenzano direttamente la crescita economica del Paese ricevente grazie all'impatto che essi hanno su alcuni indicatori quali la distribuzione del reddito, il tasso di disoccupazione, il livello di progresso tecnologico ecc. (Moran, 2005). Tuttavia, l'impatto degli IDE può anche essere indiretto e dipendere, ad esempio, dal sistema di relazioni che l'impresa estera instaura con le imprese locali, le quali beneficiano delle esternalità positive generate da essa. Occorre poi fare una distinzione tra investimenti *greenfield* e *brownfield*: se i primi generano sempre un aumento del capitale produttivo per il Paese ricevente; i secondi permettono di raggiungere questo obiettivo solo nel caso in cui l'azienda assorbita fosse

sull'orlo del fallimento (Lipsey, Sjöholm, 2005). Inoltre, la presenza di imprese multinazionali sul territorio permette alle piccole imprese locali di accedere con maggiore facilità a finanziamenti, risorse e nuove tecnologie. Queste ultime, in particolare, diventano facilmente accessibili in virtù di un sempre maggiore trasferimento all'estero delle attività di R&S da parte delle multinazionali, che sono sempre alla ricerca di competenze e risorse non disponibili nel Paese d'origine (Elboiashi, 2015). Mentre nei Paesi più sviluppati il trasferimento delle conoscenze avviene tramite concessioni/licenze o *reverse engineering*, nei Paesi più arretrati sarà necessario colmare il *gap* di conoscenze attraverso corsi di formazione e sessioni di *training*. Un altro effetto collegato direttamente all'incremento degli IDE in entrata è un aumento delle esportazioni da parte delle imprese locali, le quali intrattengono un numero maggiore di relazioni commerciali non solo con le altre società del gruppo, ma anche con imprese esterne. Anche per le imprese locali che non sono entrate a far parte del gruppo, la presenza di una multinazionale rappresenta un'opportunità per estendere le proprie relazioni con imprese situate nel Paese di origine di essa o in altri Paesi ed arricchire la propria conoscenza dei prodotti desiderati dai mercati esteri (Figlio, Blonigen, 1999). Secondo la letteratura economica, gli IDE influenzano positivamente la *performance* delle imprese acquisite principalmente attraverso tre canali. Innanzitutto, un cambiamento ai vertici aziendali può determinare un incremento della produttività attraverso l'esplorazione di nuovi mercati/opportunità ma anche per mezzo del cosiddetto "effetto disciplina": i lavoratori, temendo di essere licenziati dai nuovi dirigenti, saranno incentivati ad aumentare i propri sforzi e lavorare più duramente al fine di dimostrare il proprio valore. Il secondo canale è rappresentato dal nuovo potere di mercato cui l'impresa acquisita avrà accesso una volta completata l'operazione di acquisizione. Entrare a far parte di un gruppo internazionale, infatti, permette di sviluppare una maggiore competitività e di realizzare fatturati più elevati. Infine, occorre menzionare tutte le esternalità positive che derivano dall'insediamento di un'impresa multinazionale in un determinato territorio e che derivano principalmente dai cosiddetti *spillovers* tecnologici, i quali possono essere: verticali, quando derivano da legami cliente-fornitore che si instaurano tra multinazionali ed imprese locali; orizzontali, quando sono involontari e derivano da processi di imitazione o dallo spostamento di lavoratori qualificati (Haskel, Pereira, Slaughter, 2002). Gli effetti positivi degli IDE sulla performance delle imprese acquisite sono confermati

anche dalle ricerche empiriche, le quali mettono in evidenza soprattutto miglioramenti dal punto di vista salariale (3,4%) e dal punto di vista della produttività del lavoro (+13%), come evidenziato dagli studi di McGukin e Nguyen (2000) Bellak et al. (2006) e, in Italia, di Piscitello e Rabbiosi (2005).

## Capitolo 2 – IDE in Italia e disciplina del Golden Power

### 2.1 IDE in Italia

Da sempre, l'Italia ha attratto un numero di IDE inferiore rispetto a quello delle altre nazioni europee e rispetto al suo potenziale. Ad esempio, durante il decennio 1990-2000, lo stock complessivo di IDE in entrata rappresentava solamente il 13% di quello del Regno Unito e il 17% di quello della Germania (Mutinelli, Piscitello, 2011). Solo a partire dal 2000 si è assistito ad una crescita graduale del valore complessivo degli investimenti esteri in Italia, i quali hanno raggiunto quota 364 miliardi di dollari nel 2009 pur contribuendo sempre in maniera marginale al PIL del Paese (Mutinelli, Piscitello, 2011). Molto importante, inoltre, è stato il contributo fornito in quegli anni dalle imprese a controllo estero sul tasso di occupazione del nostro Paese: alla fine del 2008 erano circa 1,300,000 (7% della forza lavoro totale) i lavoratori impiegati nelle quasi 15,000 aziende straniere stabilitesi in Italia (ISTAT, 2010). La crescita degli IDE in Italia durante il primo decennio degli anni 2000 è da attribuirsi principalmente alle privatizzazioni ed alle liberalizzazioni nei settori delle telecomunicazioni, dell'elettricità, del gas e dell'approvvigionamento idrico. Alla fine del 2010, infatti, il settore dei servizi (nel quale rientrano anche le agenzie di viaggi, i servizi di noleggio, di assicurazione e finanziari) era quello in cui si concentrava più della metà dello stock complessivo di IDE (Ascani, Gagliardi, 2015). Un ruolo marginale era invece ricoperto dagli IDE nel settore dell'educazione, della salute ed immobiliare, i quali erano caratterizzati da un tasso di occupazione di molto inferiore rispetto a quello registrato nei servizi (circa l'1%) (ISTAT, 2010). Accanto al settore dei servizi, anche quello manifatturiero ha contribuito in maniera rilevante alla crescita dello stock complessivo di IDE in Italia in quegli anni. Alla fine del 2008, infatti, circa l'11% della forza lavoro italiana era impiegata in aziende manifatturiere a controllo estero, le quali, tra l'altro, contribuivano fortemente alle attività di ricerca e sviluppo del settore. Altri settori che hanno attratto in quegli anni un numero significativo di IDE sono stati il chimico e l'automotive, mentre quelli legati al marchio "Made in Italy", come il tessile, l'alimentare e la lavorazione della pelle e del legno, sono per lo più rimasti di proprietà italiana. Per quanto riguarda, invece, la provenienza geografica delle multinazionali che hanno realizzato investimenti in Italia, alla fine del

2009 essa era prevalentemente europea (ISTAT, 2010). Vi sono diverse ragioni che possono spiegare questa concentrazione, alcuni tra essi sono la vicinanza geografica, i forti legami commerciali e l'utilizzo della medesima valuta (Basile, Zanfei, 2004). Da non trascurare è anche il ruolo delle multinazionali extra-europee e, in particolare, di quelle statunitensi, che in quegli anni contavano quasi 300,000 dipendenti, seguite da quelle svizzere (110,000 dipendenti) e giapponesi (27,000 dipendenti) (Borin, Mancini, 2015). In uno studio condotto nel 2005, Basile, Benfratello e Castellani considerano la dimensione del mercato, le economie di agglomerazione, la spesa in R&S e il tasso di scolarizzazione come fattori in grado di aumentare la propensione delle imprese internazionali a localizzarsi in Europa. Inoltre, essi osservano come le regioni italiane abbiano, rispetto alle altre regioni europee, un potenziale di attrattività inespresso più elevato, che non consente loro di avere accesso al medesimo ammontare di investimenti (Basile, Benfratello, Castellani, 2005). Per cercare di spiegare questo fenomeno, i tre studiosi formulano due ipotesi: la prima sostiene che la stima del potenziale di attrattività potrebbe non essere del tutto accurata, in quanto non tiene conto di importanti fattori regionali; la seconda, invece, considera l'appartenenza allo stesso Paese come un fattore in grado di scoraggiare gli IDE in tutte le regioni (Basile, Benfratello, Castellani, 2005). Questa seconda ipotesi è la più accreditata e confermata anche da studi ulteriori nel corso dei quali, eliminando l'effetto Paese, si nota come tutte le regioni italiane, comprese quelle meridionali, riescano ad attrarre un numero di IDE coerente con le loro caratteristiche specifiche. Le variabili che possono essere impiegate per studiare l'effetto Italia sono: l'efficienza dell'amministrazione pubblica, la capacità del sistema legale di tutelare i diritti di proprietà, il cuneo fiscale sul lavoro, l'aliquota della tassazione degli utili d'impresa e la regolamentazione del mercato del lavoro. Tra queste variabili, quella che spiega maggiormente l'effetto Italia è l'efficienza dell'amministrazione pubblica che, essendo molto bassa, scoraggia gli imprenditori dall'intraprendere investimenti significativi nel nostro Paese. Altri fattori che possono spiegare il motivo per cui l'Italia attraggia meno IDE rispetto al suo potenziale sono: la scarsa intensità delle attività di R&S, infrastrutture e trasporti qualitativamente inferiori rispetto alla media europea e un tasso di scolarizzazione anch'esso inferiore rispetto a quello degli altri Paesi europei (Basile, Benfratello, Castellani, 2005). L'unica regione in cui l'influenza negativa dell'effetto Italia sembra essere più mite è la Lombardia, dove si trova un numero di imprese estere

addirittura superiore rispetto a quello di altre regioni europee. Per quanto riguarda il decennio successivo (2010-2020), da un punto di vista globale i flussi di IDE hanno raggiunto un picco nel 2015 per poi declinare gradualmente tra il 2016 ed il 2018. Solo nel 2019 si era iniziata ad intravedere una leggera ripresa, subito bloccata dalla crisi pandemica del 2020 che, secondo le previsioni dell'UNCTAD, doveva essere l'anno di rinascita degli IDE per merito del possibile reinvestimento da parte delle multinazionali degli elevati profitti realizzati nel corso dell'anno precedente. Passando alla situazione dell'Italia durante gli anni Dieci del ventunesimo secolo, si può osservare come, nel quinquennio 2013-18, vi sia stata una graduale crescita dei flussi di IDE in entrata nel Paese, senza però riuscire ad eguagliare i livelli pre-crisi del 2008 (Borin, Mancini, 2015). Inoltre, risulta interessante notare come, secondo un'analisi condotta dall'UNCTAD, nel periodo 2010-19 il numero di aziende italiane vendute a multinazionali straniere sia di molto inferiore a quello registrato in Francia, Germania e Regno Unito, andando dunque a smentire la credenza secondo cui, da alcuni anni a questa parte, le aziende italiane siano state messe in vendita senza alcun riguardo (Ascani et al., 2020). Tuttavia, per quanto riguarda gli investimenti *greenfield*, destinati dunque alla creazione o all'ampliamento di nuove attività industriali, l'Italia è rimasta molto indietro rispetto ad altri Paesi europei come Francia, Spagna, Germania e Regno Unito, i quali sono riusciti ad attrarne un numero fino a sei volte superiore rispetto al nostro Paese nel periodo 2010-2019 (Mutinelli, 2022). I dati ISTAT del 2018 ci forniscono, al netto dei confronti internazionali, un resoconto sulla struttura degli IDE in Italia sia in entrata che in uscita. Per quanto riguarda gli IDE in uscita, alla fine del 2018 le 23.778 imprese italiane localizzate all'estero occupavano circa 1,8 milioni di persone e generavano un fatturato aggregato di 546 miliardi di euro (ISTAT, 2018). Passando agli IDE in entrata, invece, nello stesso periodo le 15.519 imprese estere residenti in Italia occupavano circa un milione e mezzo di persone e contribuivano per il 23,6% alla spesa totale in R&S pur rappresentando solamente lo 0,3% delle imprese attive presenti nel Paese (ISTAT, 2018). In conclusione, la scarsa attrattività delle regioni italiane per gli IDE può essere spiegata in due modi: da una parte vi è un forte ritardo da parte delle regioni italiane in tema di sviluppo delle infrastrutture e di investimenti in R&S; dall'altra, come sottolineato precedentemente, vi è l'influenza negativa del "sistema Italia", che con la sua lenta burocrazia ed elevata tassazione sui redditi di impresa, impedisce agli imprenditori esteri

di effettuare investimenti significativi sul nostro territorio (Mutinelli, 2022). L'impatto stimato di questi fattori sull'attrattività dell'Italia nei confronti di investimenti esteri è di circa il 40%. Ciò significa che, in media, le regioni italiane attirano il 40% di IDE in meno rispetto al loro potenziale (Basile, Benfratello, Castellani, 2005).

## **2.2 Gli investimenti diretti esteri delle aziende italiane**

Alcune caratteristiche tipiche del sistema economico italiano tendono a limitare la crescita internazionale delle imprese che ne fanno parte. Tra di esse, le principali sono: la forza e il prestigio del marchio Made in Italy e la presenza di imprese che tendono a internazionalizzarsi privilegiando modalità quali le esportazioni, catene di subfornitura internazionali ecc (Cristadoro, D'Aurizio, 2015). Gli anni della crisi (2008-2009) si sono caratterizzati per una crescita dell'internazionalizzazione attiva in Italia, superando i livelli di Regno Unito e Spagna e avvicinandosi a quelli della Germania. Secondo uno studio condotto dal Politecnico di Milano, nel 2008 erano circa 20mila le imprese partecipate all'estero da aziende italiane, per un totale di quasi 1 milione e 400mila dipendenti. I fattori che, in quel periodo, hanno permesso alle imprese italiane di affermare la propria presenza multinazionale e di consolidare il proprio peso economico sono: una forte capacità di innovazione del prodotto e una presenza radicata nei mercati target attraverso la costituzione di filiali commerciali e stabilimenti produttivi (Borin, Mancini, 2015). I settori che hanno trainato maggiormente questa espansione estera sono quelli della meccanica e ad alta intensità tecnologica, segue il settore dei servizi e, infine, quello delle attività tradizionali, nel quale i tentativi di delocalizzazione sono spesso sfociati in disinvestimenti a causa della loro scarsa lungimiranza strategica (Accetturo, Bassanetti, et al., 2013). In generale, comunque, si può affermare che esista una relazione tra crescita dimensionale ed espansione estera, non solo verso i mercati più ricchi e già affermati, ma anche verso economie in espansione caratterizzate da elevati tassi di crescita. Inoltre, l'espansione internazionale delle imprese rappresenta anche uno dei principali driver della crescita economica e del tasso di occupazione dei Paesi in cui esse operano (Mutinelli, 2022). Nel biennio 2010-2011 si assiste ad una crescita del fatturato realizzato dalle imprese partecipate e anche il livello di occupazione raggiunge il suo massimo storico (1,8 milioni di dipendenti). Tuttavia, questo trend positivo non si protrae oltre il 2012, anno in cui si inizia a registrare un forte calo non solo in termini di occupazione, ma anche di fatturato (Mutinelli, Mariotti, 2013). Ciò è da attribuirsi

principalmente alla cessione di importanti multinazionali quali Parmalat e Bulgari nel 2011, Edison nel 2012, Loro Piana nel 2013, Pirelli nel 2016, Italcementi nel 2017 e così via.

Alla fine del 2015, il numero di imprese estere partecipate da imprese italiane si attesta intorno alle 35 mila unità, per un totale di oltre 1 milione e 600mila dipendenti (**Figura 3**). I due settori che, in quel periodo, hanno fatto da traino per il tasso di internazionalizzazione attiva del nostro Paese sono quello del commercio (per numero di imprese partecipate) e quello manifatturiero (per numero di dipendenti).

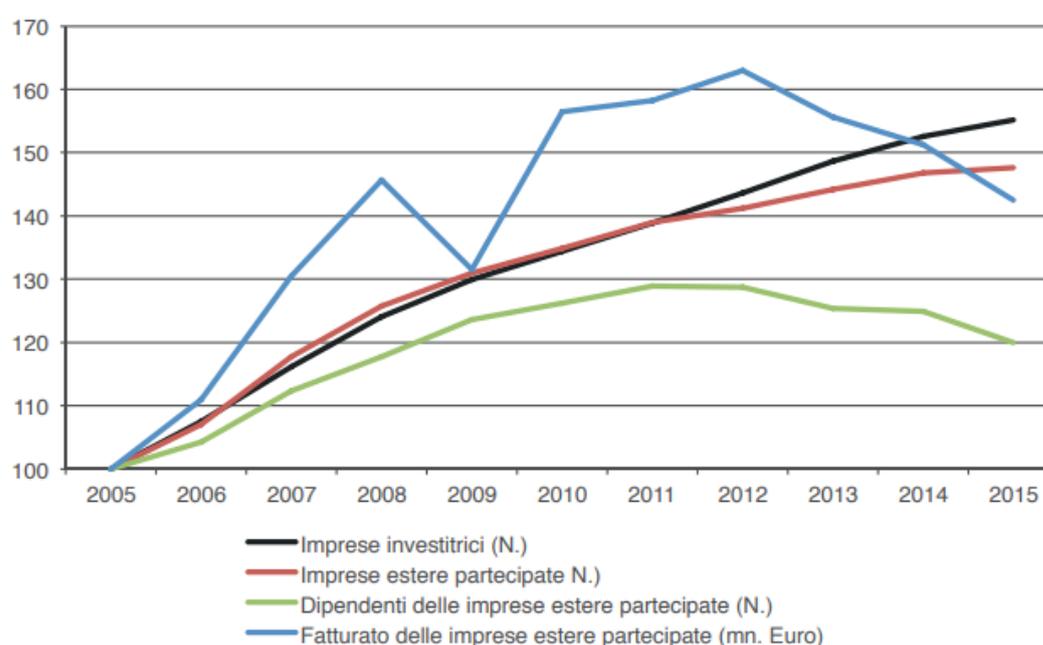


Figura 3 - Evoluzione delle partecipazioni italiane all'estero (2005-2015). Fonte: Banca dati REPRINT, Agenzia ICE

Ad oggi, l'Italia si caratterizza per un tasso di internazionalizzazione attiva più basso rispetto a quello dei maggiori Paesi europei. Le imprese che sono maggiormente orientate all'espansione internazionale sono quelle del Nord, mentre quelle situate nelle regioni del Sud (ma anche del Centro) fanno ancora fatica ad uscire dai confini nazionali (Ascani et al., 2020).

Nonostante la maggior parte degli investimenti siano diretti verso i Paesi dell'UE-15, è possibile notare come vi sia stato, soprattutto negli ultimi anni, un aumento delle iniziative nelle Americhe e in Asia (Benfratello, Castellani, 2024). L'operazione che più fra tutte ha contribuito a consolidare la presenza industriale italiana nel Nuovo Continente è stata

l'acquisizione di Chrysler da parte del gruppo Fiat, ma non bisogna dimenticare anche il contributo fornito da altre grandi aziende quali Luxottica, ENI e Tenaris. Da non sottovalutare è anche la crescita delle iniziative italiane in Asia, con investimenti *greenfield* che hanno come obiettivo principale la conquista e il presidio del mercato locale (Benfratello, Castellani, 2024).

Accanto alle operazioni portate avanti dalle grandi multinazionali, non bisogna trascurare il contributo fornito dalle PMI alla crescita del tasso di internazionalizzazione delle imprese italiane. Esse, al contrario delle grandi imprese, per i loro investimenti oltre i confini nazionali privilegiano mete vicine e caratterizzate da un basso costo del lavoro (Balcani, Europa centro-orientale, bacino del Mediterraneo e Medio Oriente) (Borin, Mancini, 2015). Per quanto riguarda i settori di interesse, da una parte le grandi imprese continuano a privilegiare i settori manifatturieri, nei quali possono affermare la propria dominanza grazie alla presenza di forti economie di scala e/o opportunità tecnologiche; dall'altra, le PMI si concentrano soprattutto nei settori del Made in Italy (alimentare, calzature, mobili ecc.) o in altre industrie leggere (prodotti in metallo, in gomma o in plastica ecc.) (Borin, Mancini, 2015).

Per concludere, al fine di aumentare la propria competitività nei confronti degli altri Paesi europei, è necessario che l'Italia incentivi l'espansione estera delle proprie imprese tramite politiche a sostegno dell'internazionalizzazione non solo sul piano finanziario, ma anche su quello politico-istituzionale (tramite l'installazione di ambasciate, camere di commercio e uffici all'estero ecc.) (Mutinelli, Mariotti, 2013).

### **2.3 Dalla Golden Share britannica all'italiana Golden Power**

Il *Golden Power* è uno strumento nato a metà degli anni Novanta con l'obiettivo di fornire allo Stato un insieme di poteri speciali da utilizzare nell'ambito di decisioni che hanno a che fare con la gestione e la proprietà di imprese considerate strategiche (Zaottini, 2023). In Italia, solo nel 2012 si arriverà ad un allineamento tra la normativa ed i principi comunitari, i quali richiedono un utilizzo non discriminatorio e non protezionistico dello strumento. Il rischio principale del *Golden Power*, infatti, consiste nell'eccessiva discrezionalità che il potere politico potrebbe assumere nel prendere decisioni diverse per imprese dello stesso settore (Arcano, Galli, Maroccia, Turati, 2023).

Tutto ha inizio con la *golden share*, uno strumento concepito per permettere allo Stato, tramite una quota societaria di minoranza, di esercitare una forma di controllo in società ex pubbliche che hanno subito un processo di privatizzazione. Questa misura venne introdotta per la prima volta nel Regno Unito nel 1979, in risposta alle prime operazioni di privatizzazione (Prenestini., 2022). Nel modello inglese, lo Stato era detentore di una singola azione del valore di una sterlina. Si trattava, dunque, di una partecipazione azionaria simbolica che permetteva allo Stato di influenzare la gestione di un'impresa operante in un settore considerato "strategico" per il Paese e, ad esempio, porre un veto nel caso di tentativo di acquisizione da parte di un'azienda estera. Uno strumento simile venne introdotto poco dopo anche in Francia con l'*action spécifique*. L'unica differenza con il modello inglese risiedeva nel fatto che il potere di porre un veto su operazioni straordinarie in società considerate strategiche era nelle mani del solo ministro dell'Economia (San Mauro, 2015). A partire dal 1994, anche in Italia vengono conferiti poteri speciali allo Stato tramite la *Golden Share*, uno strumento che permetteva di influenzare il governo di società ritenute strategiche per il sistema economico del Paese anche senza possederne quote. A causa della sua natura, che pone un freno alla libertà di stabilimento e alla libertà di circolazione dei capitali, molto spesso la *Golden Share* si è trovata in conflitto con il diritto societario ed europeo. Per questo motivo, al fine di favorire la compatibilità tra la legislazione europea e la normativa dei singoli Stati membri, negli anni sono state emesse delle sentenze che avevano l'obiettivo di correggere le inadempienze che si verificavano di volta in volta. Ad esempio, nel 1997 venne emanata una comunicazione dalla Commissione Europea, la quale stabiliva che i poteri speciali dovessero essere utilizzati nell'ambito di settori considerati strategici per il Paese in questione, in maniera non discriminatoria, per motivi di interesse generale e secondo un principio di proporzionalità (San Mauro, 2015). L'OCSE considera settori strategici tutti quelli che sono caratterizzati da rilevanti economie di scala, hanno un forte *know-how* e numerose infrastrutture che possono essere utilizzate dalle imprese che vi operano (Clarich, 2019). Non essendoci una normativa a livello europeo che permette di identificare in maniera univoca i settori strategici, essi vengono definiti a livello locale da ciascun Paese. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, si tratta di industrie caratterizzate da un elevato grado di tecnologia e che generano effetti anche sulle catene del valore di altri settori (Zaottini, 2023).

## **2.4 Il percorso normativo che ha portato all'attuale disciplina del Golden Power**

La *Golden Share* fece dunque il suo ingresso in Italia soltanto nel 1994 con il decreto-legge n.332, che identificava come strategici i settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri servizi pubblici (San Mauro, 2015). In particolare, l'articolo due del decreto-legge consentiva allo Stato di porre un veto alle acquisizioni da parte di terzi di una quota superiore al 5% del capitale sociale di imprese suscettibili di influenzare "interessi vitali" dello Stato (Zaottini, 2023). Tuttavia, ben presto la Commissione europea si rese conto che questa legge poteva andare a ledere la libertà di circolazione dei capitali e quella di stabilimento degli investitori transfrontalieri (Camera dei Deputati, Documentazione Parlamentare). Per questi motivi, la *Golden Share* italiana venne sanzionata e il legislatore dovette riformulare la legge rendendo meno generiche le limitazioni e le situazioni in cui esse potevano essere applicate. Venne dunque emanato il d.p.c.m. 11 febbraio 2000, che prevedeva all'art. 1 "l'obiettivo di salvaguardare vitali interessi dello Stato [...] con particolare riguardo all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità ed alla difesa" (San Mauro, 2015). Nel 2003, tuttavia, la nuova disciplina venne nuovamente considerata incompatibile con i principi del Trattato e, questa volta, il legislatore rispose con l'introduzione della legge finanziaria n.350/2003, con la quale furono apportate due innovazioni principali: la possibilità di utilizzare la *Golden Share* soltanto nell'ambito di alcuni settori di vitale interesse per lo Stato e limitatamente a specifiche operazioni che potrebbero andare a ledere tale interesse (San Mauro, 2015). Inoltre, venne istituito un tempo limite di 90 giorni entro i quali si sarebbe reso necessario individuare le cause dell'utilizzo dei poteri speciali. Tuttavia, nonostante le modifiche apportate, nel 2006 la Commissione europea contestò ancora una volta alla normativa italiana la sua eccessiva discrezionalità, che mal si conciliava alla libertà di circolazione dei capitali e a quella di stabilimento, rispettivamente tutelate dall'articolo 63 CE e dall'articolo 49 CE (San Mauro, 2015). Il superamento definitivo dei problemi di incompatibilità si ottenne solo nel 2012 con l'introduzione del decreto-legge n.21, che prevedeva il passaggio da *golden share* a *golden power*. La nuova denominazione dello strumento serviva a rendere chiaro che l'esercizio dei poteri speciali su società che ricoprivano ruoli di rilevanza strategica per il Paese era indipendente dal possesso di quote azionarie (Arcano, Galli, et al., 2023). I poteri speciali ammessi dal *golden power* permettono allo Stato non soltanto di opporsi all'acquisto da parte di

aziende estere di partecipazioni in società strategiche, ma anche di porre particolari condizioni o impegni nel caso in cui l'acquisizione non venga bloccata. Tra i settori soggetti alla disciplina troviamo: difesa e sicurezza nazionale, energia, trasporti e comunicazioni. Lo strumento del *golden power* ha, prevalentemente, una funzione informativa nei confronti del Governo circa la destinazione degli IDE in Italia e si caratterizza per un approccio particolarmente selettivo e prudenziale, a rimarcare la straordinarietà degli interventi (Arcano, Galli, et al., 2023).

Prima di arrivare alla disciplina attuale, la normativa del *golden power* ha subito diverse modifiche nel corso del tempo:

- Il decreto-legge n.148 del 2017 ha esteso il numero di settori a cui sono applicabili i poteri speciali ed ha ampliato l'applicazione della disciplina anche alla governance di società strategiche (Maccarrone, 2020);
- Il decreto-legge n.22 del 2019 ha ulteriormente esteso l'ambito di applicazione della disciplina al settore della telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia di "quinta generazione" (5G), che ricopre un ruolo sempre più rilevante nell'ambito della difesa e della sicurezza nazionale (Maccarrone, 2020);
- Il decreto-legge n.64 del 2019 ha apportato alcune modifiche al decreto-legge n.21 del 2012: vi è stato un incremento degli obblighi di notifica nonché del termine ultimo per l'esercizio dei poteri speciali, un allineamento tra la disciplina riguardante le tecnologie 5G e quella relativa ai settori della difesa e della sicurezza nazionale, inoltre, sono stati oggettivizzati e resi più chiari i criteri per determinare quando la sicurezza e l'ordine pubblico del Paese vengono minacciati da un investimento estero (Maccarrone, 2020);
- Il decreto-legge n.105 del 2019 ha disposto l'obbligo di notifica per le operazioni di acquisizione aventi per oggetto asset di rilevanza strategica riconducibili al settore delle tecnologie 5G poste in essere da entità esterne all'Unione Europea (Maccarrone, 2020). Gli stessi obblighi di notifica, inoltre, sono stati disposti anche per i settori dei trasporti, dell'energia e delle comunicazioni laddove la provenienza dell'acquirente o gli effetti delle operazioni attuate potrebbero andare a ledere gli interessi nazionali;

- Il decreto-legge n.23 del 2020, oltre ad apportare alcune modifiche strutturali alla disciplina del *golden power*; ha anche introdotto una disciplina emergenziale, mirata a rispondere alle difficoltà scaturite dalla pandemia di Covid-19 (Maccarrone, 2022);
- Il decreto-legge n.21 del 2022 ha rafforzato la disciplina dei poteri speciali nell'ambito dei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dei trasporti, dell'energia e delle tecnologie 5G. Inoltre, con la fine della pandemia, viene anche sancito il definitivo superamento della disciplina emergenziale istituita due anni prima.

Tra i principali fattori che possono spiegare i numerosi mutamenti subiti dalla disciplina dei poteri speciali negli ultimi trent'anni troviamo, innanzitutto, il bisogno di ridurre il debito pubblico e, in secondo luogo, le pressioni provenienti dall'Europa per cercare di ridurre il controllo esercitato dallo Stato sulle imprese nazionali (Zaottini, 2023). Questo processo di "integrazione europea" ha determinato la creazione di un ambiente normativo che, da una parte favorisce gli investimenti esteri, dall'altra si assicura che lo Stato mantenga sempre il controllo e la possibilità di imporre condizioni e veti su operazioni riguardanti imprese strategiche (Prenestini, 2022).

#### **2.4.1 La nuova disciplina del *Golden Power* dopo il 2022**

Come anticipato nel paragrafo precedente, l'attuale disciplina del *golden power* deriva dal decreto-legge 21 marzo 2022 n.21 e prevede, nel caso in cui si verifichino i presupposti descritti negli articoli 1, 1-*bis* e 2, che venga applicata una delle seguenti condizioni: imposizione di specifiche condizioni o di un veto a determinate operazioni societarie, come l'acquisizione da parte di enti stranieri di quote societarie in aziende strategiche (Chieppa, 2022). Sia l'impiego di specifiche prescrizioni che l'esercizio del potere di veto rappresentano una limitazione all'autonomia privata delle imprese: nel primo caso, si tratta di un provvedimento meno "incisivo", che non ha come effetto il blocco immediato di una transazione, bensì fa in modo che essa non interferisca con gli interessi nazionali. Nonostante venga identificata come una procedura più "*light*" rispetto all'esercizio del veto, l'applicazione di prescrizioni e condizioni richiede comunque un continuo monitoraggio da parte di un comitato statale, che ne identifica criteri, modalità e amministrazione e, inoltre, si assicura che vengano rispettati gli obblighi informativi in

capo alle società cui vengono imposte le limitazioni (Chieppa, 2022). Non esiste una norma che identifica con precisione le tipologie di prescrizioni e condizioni che possono essere adottate: esse variano caso per caso in base al settore e al tipo di operazione notificata (Prenestini, 2022). Ad esempio, nei settori della difesa e della sicurezza le limitazioni hanno come obiettivo primario la difesa della sicurezza degli approvvigionamenti, delle informazioni e il controllo delle esportazioni; nei settori dei trasporti e delle comunicazioni, invece, la priorità è garantire il corretto funzionamento delle reti e degli impianti (Sandulli, 2023). Il procedimento inizia con la notifica al Governo il quale, avvalendosi del supporto del Gruppo di coordinamento sui poteri speciali, deciderà se procedere o meno con l'esercizio dei poteri speciali. L'utilizzo dei poteri speciali è giustificato ogniqualvolta venga notificata un'operazione di acquisizione da parte di un soggetto esterno all'Unione Europea suscettibile di provocare effetti dannosi a livello di: infrastrutture critiche quali energia, trasporti, acqua, comunicazione, trattamento o archiviazione di dati; tecnologie critiche e prodotti a duplice uso, cioè quelli che possono essere impiegati sia in ambito civile che militare e tra i quali rientrano l'intelligenza artificiale, la robotica, le tecnologie aerospaziali, di difesa e di stoccaggio dell'energia ecc.; sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, come l'energia e le materie prime; accesso a informazioni sensibili e libertà e pluralismo dei media (Sandulli, 2023). È fondamentale che alla base dell'esercizio dei poteri speciali non vi siano motivazioni discriminatorie ma oggettive, come l'esistenza di legami tra l'acquirente e un Paese non democratico o tra esso ed organizzazioni criminali o terroristiche oppure la creazione, a seguito dell'operazione di acquisizione, di un'entità incapace di garantire l'operatività e la stabilità economico-finanziaria delle reti e degli impianti (Angelini, 2018). La violazione da parte dell'acquirente delle limitazioni imposte dallo Stato a seguito del *Golden Power* determina una sanzione pecuniaria pari al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'1% del fatturato realizzato nell'ultimo esercizio. È importante sottolineare, inoltre, che a partire dal 20 maggio 2022, con la legge n. 51, vi è stato un cambiamento della nozione di soggetto esterno all'Unione Europea. Ad oggi, con questa definizione si fa riferimento a tutte quelle aziende che, pur essendo originarie di un paese europeo, hanno la residenza o il fulcro delle proprie attività in un paese straniero o sono controllate da aziende straniere (Chieppa, 2022).

Per quanto riguarda gli ambiti di applicazione, l'articolo 1 tutela le imprese operanti nei settori della difesa, della sicurezza nazionale e delle tecnologie 5G, mentre l'articolo 2 riguarda le imprese attive nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni (Capone et al., 2018). Andiamo ad analizzare nel dettaglio l'ambito operativo per ciascuno dei settori menzionati:

- **Sicurezza e difesa:** il presupposto per l'esercizio dei poteri speciali in questi settori è la presenza di una concreta minaccia agli interessi della difesa e della sicurezza nazionali, ad esempio a seguito dell'acquisizione da parte di soggetti diversi dallo Stato italiano o enti pubblici italiani di partecipazioni con diritto di voto rilevanti in società che hanno un impatto significativo sulla difesa e sulla sicurezza nazionali (Capone et al., 2018). Queste ultime hanno l'obbligo di informare la Presidenza del Consiglio dei ministri ogniqualvolta si prospettino operazioni o atti che potrebbero determinare dei sostanziali cambiamenti nel loro assetto societario e tali da richiedere un intervento tempestivo da parte dello Stato. L'articolo 24 del decreto-legge n.21 del 2022 specifica le situazioni in cui è possibile esercitare il potere di veto: esse riguardano, ad esempio, le delibere o le operazioni che provochino cambiamenti della titolarità, della disponibilità degli attivi, o che determinino lo spostamento all'estero della sede sociale o di alcuni rami d'azienda, il cambiamento dell'oggetto sociale ecc. (Chieppa, 2022). Una volta portata a termine l'operazione di acquisizione, essa deve essere notificata dall'acquirente e, se possibile, anche dalla società oggetto di acquisizione, al fine di veicolare informazioni rilevanti quali la descrizione generale dell'operazione, dell'acquirente e dell'attività svolta da esso.
- **Energia, trasporti e comunicazioni:** nell'ambito di questi settori, i poteri speciali sono concessi allo Stato dall'articolo 2 del decreto-legge n.21 del 2012, il quale permette di esercitare il potere di veto in relazione ad operazioni che provochino dei cambiamenti nella titolarità, nel controllo o nella disponibilità di attivi facenti capo ad aziende strategiche (Capone et al., 2018). Al fine di tutelare ulteriormente gli interessi essenziali dello Stato, viene anche prevista la possibilità di imporre condizioni e clausole alle operazioni di acquisto da parte di soggetti esterni all'Unione Europea, nel caso essi abbiano l'intenzione di appropriarsi di una quota di diritti di voto pari ad almeno il 15, 20, 25 e 50% del capitale (Prenestini, 2022);

- Servizi di comunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G: a partire dal 2012, essi vengono considerati attività chiave per la difesa e la sicurezza nazionali e, come tali, rientrano nella disciplina dei poteri speciali. È previsto un obbligo informativo in capo alla società acquirente, la quale è tenuta a fornire una serie di informazioni riguardanti il settore in cui si intende effettuare l'operazione (progettazione, realizzazione o manutenzione di componenti ad elevata intensità tecnologica basati su tecnologia 5G), le modalità di sviluppo della rete 5G e i risultati delle verifiche di sicurezza effettuate dal Centro di valutazione e certificazione nazionale (CVCN) (Portonera, 2019). Prima di procedere all'acquisizione, è dunque necessario redigere un piano contenente tutte le informazioni sopracitate, il quale può essere approvato entro trenta giorni dal Presidente del Consiglio dei ministri oppure rifiutato tramite l'esercizio del potere di veto (Portonera, 2019). Qualora lo Stato decida di esercitare i poteri speciali, è prevista la nomina di un comitato al quale viene affidato l'incarico di verificare il rispetto, da parte dell'azienda acquirente, delle limitazioni imposte dalla normativa *Golden Power*; pena l'applicazione di sanzioni o il divieto di esercizio dell'attività (Zaottini, 2023).

#### **2.4.2 Possibili sviluppi normativi**

Dopo aver esaminato nel dettaglio la disciplina del *golden power*, è possibile fare alcune previsioni circa i possibili sviluppi futuri della stessa. Innanzitutto, al fine di contrastare l'elevato numero di notifiche che vengono effettuate a "scopo precauzionale" e che si concludono con il "non esercizio dei poteri" è stata introdotta nel 2022 la disciplina della "prenotifica", la quale permette all'azienda o all'investitore di chiedere informazioni direttamente al Governo circa l'applicabilità della disciplina del *golden power* in merito ad una determinata operazione (Angelini, 2019). Qualora non si dovesse ricevere risposta dal Governo entro 30 giorni dall'invio della prenotazione, l'azienda o l'investitore interessati sono tenuti ad avviare la normale procedura di notifica. Dal momento della sua introduzione, la prenotazione ha prodotto i risultati sperati determinando una sostanziale riduzione nel numero di procedimenti di notifica tradizionali (Sportoletti, 2023). Un ulteriore possibile sviluppo deriva dalla forte incertezza che caratterizza il quadro normativo del *golden power*, la quale è riconducibile soprattutto alla stratificazione cui esso è stato soggetto nel corso degli anni. L'occasione di procedere ad un'armonizzazione

delle varie norme esistenti potrebbe derivare dalla necessità, entro l'ottobre del 2024, di inserire nell'ordinamento nazionale le norme europee in tema di sicurezza delle reti e delle infrastrutture critiche (rispettivamente, direttive UE n. 2022/2555 e n. 2022/2557) (Gemmi, 2020).

Un ulteriore possibile sviluppo della normativa *Golden Power* potrebbe derivare dalla necessità di contrastare i disequilibri provocati nei mercati interni dalle sovvenzioni promosse dai Paesi extraeuropei (Serafin, 2021). L'introduzione di un regolamento in questo ambito, dunque, potrebbe permettere non solo di ridurre il divario competitivo tra aziende italiane e aziende estere, ma anche di aumentare il controllo sugli investimenti diretti esteri (Garofali, 2019).

Infine, per cercare di limitare i danni che l'esercizio dei poteri speciali inevitabilmente provoca agli investitori dell'azienda, i quali vedono i propri interessi e le prospettive di sviluppo dell'azienda ostacolati dalle norme a tutela dell'ordine pubblico e della sicurezza nazionale, nel 2022 con il decreto-legge n.187 è stata introdotta la possibilità di richiedere degli interventi di sostegno economico nella forma di aiuti di Stato (Serafin, 2021).

### **2.4.3 I numeri del Golden Power in Italia**

Il forte incremento nel numero di operazioni notificate nel corso del decennio 2012-2022 è riconducibile principalmente a due fattori: l'ampliamento del perimetro normativo del *Golden Power* e il timore che la crisi pandemica dovuta alla diffusione del Covid-19 potesse provocare un indebolimento delle aziende nazionali, con conseguente perdita di tecnologie, risorse e know-how (Presidenza del Consiglio dei Ministri, 2022). La stessa Commissione europea, consapevole della difficoltà del momento, ha invitato tutti gli Stati membri, tramite una comunicazione del 13 marzo 2020, a sfruttare appieno le politiche nazionali di difesa dagli investimenti diretti esteri.

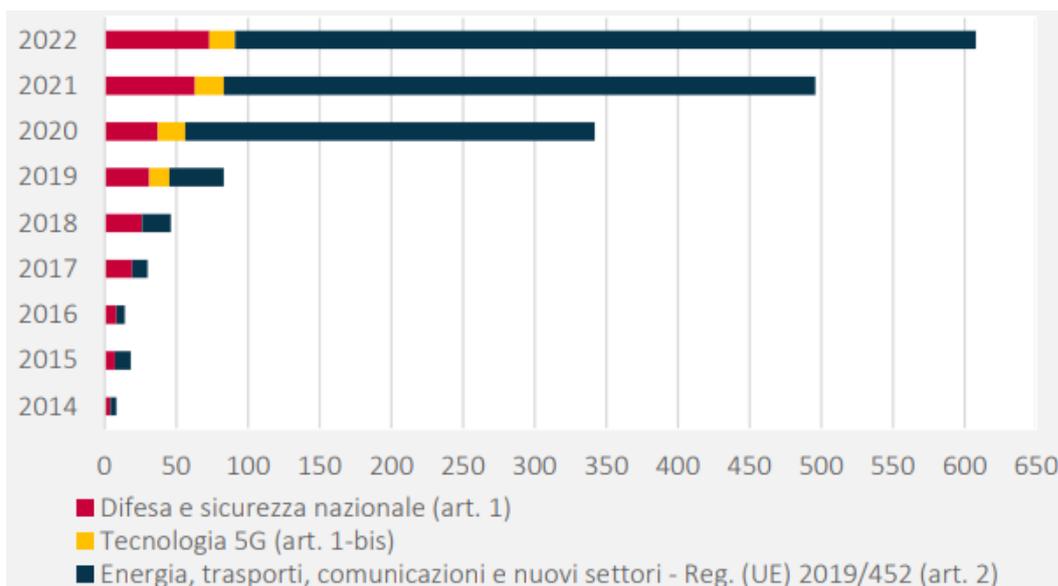


Figura 4 - Notifiche pervenute in Italia per settore (2014-2022). Fonte: Presidenza del Consiglio dei Ministri

Dalla **figura 4** emerge chiaramente come, in particolare, tra il 2019 e il 2020 vi sia stata un'impennata nel numero di operazioni notificate, la maggior parte delle quali riguardano i settori di energia, trasporti e comunicazioni, seguiti da quelli della difesa e sicurezza nazionale e, infine, da quelli riconducibili alle tecnologie 5G. Un'ulteriore scomposizione può essere fatta riguardo alla tipologia di operazioni per le quali è stato richiesto l'intervento del *Golden Power* nel periodo di riferimento (2014-2022): acquisto di partecipazioni nel 64% dei casi, seguito immediatamente da delibere societarie (ad esempio operazioni di fusione/scissione, cessione di rami d'azienda, aumenti di capitale ecc.), riorganizzazioni infragruppo e, infine, dalla voce "Altro", che in questo caso rappresenta gli investimenti *greenfield* oppure la cessione/utilizzo di diritti relativi a beni materiali e immateriali. Tuttavia, delle numerose notifiche che arrivano ogni anno, solo poche proseguono con l'effettivo esercizio dei poteri speciali da parte dello Stato, il quale, comunque, il più delle volte limita il suo intervento alla sola prescrizione di una serie di condizioni che non hanno l'effetto di interrompere una determinata transazione, ma bensì di tenerla sotto controllo, così da tutelare gli interessi nazionali (Presidenza del Consiglio dei Ministri, 2022).

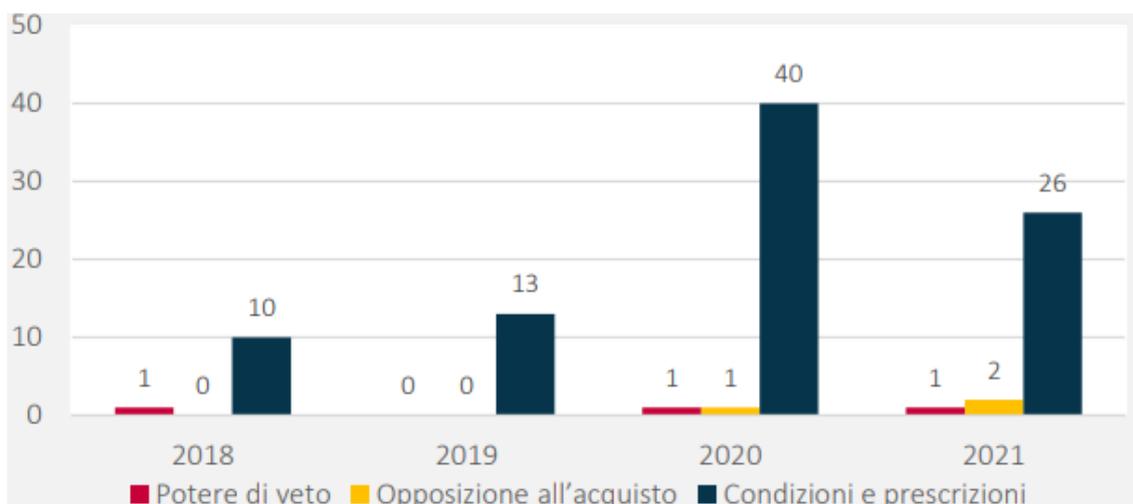


Figura 5 - Casi di esercizio dei poteri speciali in Italia (2018-2021). Fonte: Presidenza del Consiglio dei Ministri

Ad esempio, osservando la **figura 5**, ci si rende subito conto di quanto siano rari gli interventi dello Stato tramite l'esercizio del potere di veto o l'opposizione all'acquisto. È possibile distinguere tra varie tipologie di condizioni e prescrizioni: tra quelle che hanno a che fare con la gestione dell'impresa troviamo la costituzione di un organismo interno incaricato di portare avanti tutta una serie di attività che garantiscano il perseguimento della sicurezza nazionale nonché la nomina di figure che, oltre a soddisfare determinati requisiti, debbano anche godere del favore del governo (Capone et al., 2018). È possibile, inoltre, che all'impresa venga richiesto di comunicare e rispettare determinati piani di investimento, valorizzazione e manutenzione degli asset strategici, oltre alla realizzazione ed alla adozione di un piano di prevenzione della fuoriuscita al di fuori del territorio nazionale di know-how aziendale critico (Presidenza del Consiglio dei Ministri, 2022).

La raccolta dei documenti e delle informazioni necessari per attivare il *golden power* viene effettuata da un Gruppo di coordinamento composto da una serie di amministrazioni competenti, tra le quali troviamo il Ministero degli affari esteri e della cooperazione internazionale, il Ministero della difesa, il Ministero dell'economia e delle finanze, il Ministero della giustizia, il Ministero delle infrastrutture e dei trasporti, il Ministero dell'interno, il Ministero dell'agricoltura, della sovranità alimentare e delle foreste, il Ministero della salute, il Ministero delle imprese e del made in Italy e, infine, quello dell'energia e della sicurezza energetica (Preneštini, 2022). Di tutti questi organi, quello che ha seguito il maggior numero di procedimenti di *golden power* nel 2022 (218 su un

totale di 608) è il Ministero delle imprese e del made in Italy, seguito da quello dell'economia e delle finanze e da quello della salute (Prenestini, 2022).

Per quanto riguarda l'istituto della prenotifica, introdotto per la prima volta nel 2022, esso è stato impiegato in totale 43 volte con l'obiettivo, da parte degli investitori, di assicurarsi che una determinata operazione economica fosse esente dall'applicazione dei poteri speciali da parte del governo (Sandulli, 2023).

## **2.5 I rischi connessi alla disciplina del *golden power***

Molti dei temi critici emersi nell'ambito della disciplina del *golden power* sono stati superati con il decreto-legge 21 marzo 2022 n. 21. È fondamentale che il funzionamento della nuova disciplina sia costantemente monitorato al fine di evitare che essa si trasformi in uno strumento che lo Stato può utilizzare a proprio piacimento per influenzare l'andamento dei mercati oppure per decidere a chi spetti la proprietà di determinati assets, trascurando dunque il reale motivo che ha portato alla sua nascita: la protezione degli interessi nazionali (Serafin, 2021). Tuttavia, interesse nazionale e mercato devono essere strettamente connessi tra loro, in quanto uno Stato guadagna credibilità e competitività e riesce ad attrarre investimenti esteri solo nel momento in cui riesce a garantire il corretto funzionamento del mercato (Chieppa, 2022).

Le principali criticità del *golden power* si possono dunque ricondurre, in primo luogo, all'eccessiva ingerenza dello Stato nelle dinamiche di mercato e, in secondo luogo, al procedimento specifico che deve essere seguito per l'esercizio dei poteri speciali (Magliano, 2014). Per quanto riguarda il primo punto, è importante fare in modo che le misure previste dal *golden power* non vadano ad interferire con le libertà promosse dal diritto europeo, in particolare quando esse sono indirizzate ad investimenti provenienti da uno stato membro dell'Unione Europea. Perché ciò avvenga, è necessario evitare misure eccessivamente protezionistiche che renderebbero il paese una meta poco appetibile per gli investimenti esteri, a vantaggio di paesi che offrono, invece, maggiori opportunità (Prenestini, 2022). Passando, poi, ai problemi specifici che riguardano la procedura del *golden power*, essi sono da ricondurre principalmente a due fattori critici:

- In primo luogo, la pesantezza della burocrazia determinata dagli obblighi di notifica che gravano sia sulle società che sui potenziali acquirenti di esse. Negli

ultimi anni si è assistito, infatti, ad un costante aumento non soltanto nel numero di operazioni, ma anche in quello di soggetti su cui grava l'obbligo di notifica (Gemmi, 2020). Come già evidenziato nei paragrafi precedenti, lo strumento introdotto dal legislatore per cercare di alleggerire la procedura e ridurre il numero di notifiche presentate è quello della prenotifica, la quale permette di effettuare una valutazione riguardo l'applicabilità della disciplina del *golden power* su una determinata operazione;

- In secondo luogo, l'impatto che il regime del *golden power* può avere su determinate dinamiche societarie. Vi sono dei casi in cui un'acquisizione non può essere notificata mentre è ancora in corso d'opera. Si tratta del cosiddetto "acquisto passivo", che si verifica quando, ad esempio, in occasione di un aumento di capitale uno dei soci decide di acquistare (in virtù di un diritto di opzione) un numero di azioni tale da permettergli di conseguire il controllo della società (Prenestini, 2022). Dal momento che il *golden power* dispone la sospensione, sino al momento in cui viene notificato il perfezionamento dell'acquisizione, dei diritti di voto legati ad azioni/quote di maggioranza, una situazione come quella appena descritta rischia di paralizzare la società (Prenestini, 2022).

Infine, bisogna considerare che il *golden power* potrebbe rappresentare un rischio concreto anche per l'ecosistema delle startup in Italia, ancora molto fragile a causa della scarsa propensione da parte degli investitori a scommettere su aziende giovani ed innovative (Boni, 2023). In particolare, il *golden power* può essere applicato nell'ambito di una serie di settori che rappresentano il campo d'azione principale delle startup, come l'intelligenza artificiale, la robotica, le biotecnologie, la cybersecurity, le catene di approvvigionamento alimentare, le tecnologie aerospaziali civili ecc. (Portonera, 2019) Tuttavia, il motivo principale per cui questo strumento rischia di diventare un grattacapo per tutti coloro che fanno startup in Italia è il fatto che esso si attiva nel momento in cui si verifica un'operazione di acquisizione dal valore superiore al 10% del capitale totale di una startup che opera in uno dei settori strategici appena elencati (Portonera, 2019). Si tratta, dunque, di una norma pensata prevalentemente per aziende medio-grandi ma che, essendo applicata anche alle startup, rappresenta un problema in quanto esse spesso sopravvivono solo grazie agli apporti di capitale forniti dagli investitori esteri e privarle

di questi aiuti potrebbe portare al loro fallimento (Boni, 2023). Una possibile soluzione per permettere agli imprenditori di startup di raccogliere i finanziamenti necessari durante i primi periodi di crescita dell'azienda potrebbe essere quella di innalzare la soglia minima per l'esercizio del potere di veto da 10% al 25% (Boni, 2023).

## Capitolo 3 – Gli IDE cinesi e il caso Pirelli

### 3.1 La Cina: da destinazione a fonte di investimenti diretti esteri

Da sempre, la Cina è nota in tutto il mondo come destinazione privilegiata per gli investimenti esteri di grandi aziende europee ed extra-europee. Questo ruolo le è stato attribuito soprattutto a causa di alcuni fattori quali: il basso costo del lavoro e delle materie prime, la presenza di un enorme mercato interno e di politiche che favorivano l'insediamento di investitori stranieri (Shishi, 1988). Nonostante, dunque, la Cina si sia aperta molto in ritardo rispetto agli altri paesi agli accordi commerciali internazionali, è stata in grado di stilare una legislazione in materia di investimenti esteri che le ha permesso in breve tempo di chiudere un elevato numero di accordi commerciali e di garantire una crescita degli investimenti diretti esteri sia in entrata che in uscita (Gallagher, 2009). L'approccio della Cina nei confronti degli IDE è mutato nel corso degli anni e, in particolare, è possibile identificare diverse fasi di questa evoluzione (Voss et al., 2008): nel periodo dal 1979 al 1985 si assiste ad un primo tentativo da parte del governo cinese di incentivare l'insediamento di multinazionali estere in Cina e l'espansione delle aziende locali all'estero attraverso la cosiddetta politica delle "porte aperte". I due obiettivi principali di questa politica erano: da una parte, garantire alla Cina la disponibilità di risorse naturali scarse e favorire il miglioramento delle competenze manageriali presenti nel paese; dall'altra, garantire un incremento delle esportazioni e aumentare il benessere della popolazione (Voss et al., 2008). Gli anni dal 1986 al 1991 sono caratterizzati da una serie di semplificazioni che hanno come obiettivo quello di snellire la burocrazia alla base dell'approvazione degli IDE. Ciò, insieme al passaggio da un orientamento *import-substituting* ad uno *export-led growth*, ha permesso un aumento anche degli IDE cinesi (Voss et al., 2008). Nel periodo che va dal 1992 al 1998, che rappresenta la terza fase dell'evoluzione dell'approccio della Cina nei confronti degli IDE, vi è un ulteriore passo in avanti verso l'apertura del mercato: durante una visita nel sud della Cina, il leader cinese Deng Xiaoping esprime il proprio supporto nei confronti degli IDE e dell'espansione delle imprese cinesi all'estero (Gallagher, 2009). Una prima battuta di arresto, tuttavia, si ha nel 1997 quando alcune operazioni internazionali finirono nel mirino del MOFCOM (*Ministry of Commerce*) con l'accusa di avere attinto in maniera illecita e indebita a fondi statali. A seguito di questo scandalo, il MOFCOM decise di

irrigidire l'iter di approvazione dei progetti di investimento e divenne l'ente responsabile per l'approvazione ed il monitoraggio di progetti dal valore superiore a 30 milioni di dollari (Gallagher, 2009). L'anno che segna il passaggio della Cina da paese destinatario di investimenti diretti esteri a investitore è il 2001, con l'ingresso nella *World Trade Organization* (WTO) e l'annuncio della politica "Go Global". Da questo momento inizia un vero e proprio periodo di splendore per la Cina che la porterà, nel giro di una decade, a diventare il sesto più grande investitore straniero al mondo (Bellabona, 2010). Il protocollo di adesione alla WTO prevedeva una graduale apertura del mercato domestico cinese e ciò spinse sempre di più le imprese locali ad espandersi all'estero alla ricerca di nuovi mercati. Se in un primo momento gli IDE cinesi erano per lo più di carattere *resource-seeking*, con il passare del tempo il focus si è spostato sull'approvvigionamento di tecnologie e *know-how* (Bellabona, 2010). Non soltanto il mondo delle imprese, ma anche quello delle autorità governative ha subito diverse modifiche nel corso di questi anni: lo Stato ha iniziato a delegare i propri poteri in ambito di approvazione dei progetti di investimento ad enti locali e provinciali concentrandosi maggiormente su attività di monitoraggio e consulenza (Spigarelli et al., 2010).

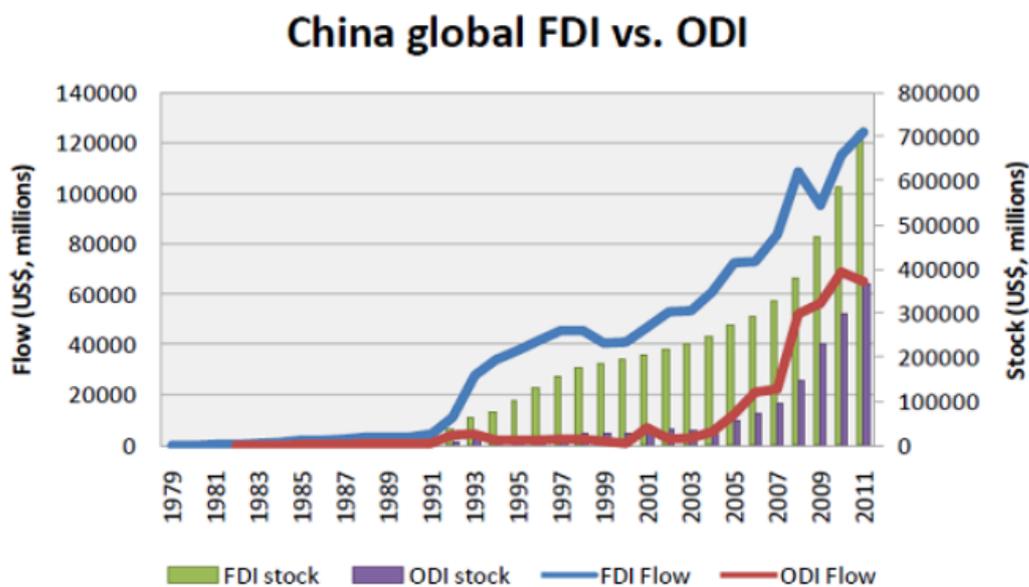


Figura 6 - Investimenti diretti esteri dalla Cina e verso la Cina (1979 - 2011). Fonte: European Chamber of Commerce in China, 2013.

La **figura 6** mostra come sono cambiati, nel corso di circa 30 anni, i flussi di investimento da e verso la Cina: è possibile osservare come il '91 sia l'anno che ha dato inizio alla crescente popolarità della Repubblica Popolare Cinese come destinazione dei flussi di

investimento proveniente da paesi esteri; mentre il 2007 può essere considerato l'anno in cui le aziende cinesi hanno iniziato a uscire dai confini nazionali ed effettuare investimenti all'estero (European Chamber of Commerce in China, 2013). È in questo contesto che nasce la necessità di stipulare degli accordi bilaterali che offrano la possibilità alla Cina non soltanto di incentivare i flussi di investimento provenienti da paesi esteri, ma anche di proteggere le operazioni delle multinazionali domestiche all'estero (Shill, 2007). Un accordo bilaterale di investimento (*bilateral investment treaty* – BIT) è uno strumento legale internazionale che definisce termini e condizioni secondo i quali le aziende nazionali devono realizzare investimenti in paesi stranieri (Legal Information Institute, 2013). Il vantaggio di ricorrere a questi accordi deriva dal fatto che essi offrono protezione agli investitori stranieri nel caso in cui si verificano delle controversie legate a cambiamenti politici o di qualsiasi altra natura nella *host country*, in quanto le parti dovranno rispondere a delle regole di diritto internazionale. All'inizio di un accordo bilaterale, solitamente, si trova il preambolo, nel quale vengono esplicitate le motivazioni che hanno portato alla stipula dell'accordo (Legal Information Institute, 2013). Dopodiché, viene solitamente inserita la cosiddetta “clausola della nazione più favorita”, con la quale le parti si impegnano a garantire all'investitore straniero lo stesso trattamento riservato agli investitori locali o provenienti da paesi terzi (Zachary, 2008).

Alla fine del 2012, la scalata della Cina era continuata e il paese si era classificato terzo al mondo per volume di investimenti esteri (dopo Stati Uniti e Giappone). Se in un primo momento il target principale degli investimenti esteri cinesi era rappresentato per lo più da paesi in via di sviluppo caratterizzati da un'elevata disponibilità di risorse (ad esempio Asia, Australia, America Latina e Africa), nel giro di pochi anni il focus si era spostato su Europa e Stati Uniti e, nello specifico, nei settori della manifattura e dei servizi (Spigarelli, 2010). Questa tendenza si può vedere chiaramente nella **figura 7**. Nonostante i dati forniti dal MOFCOM nel 2013 indichino l'Asia, e in particolare Hong Kong, come destinazione principale degli investimenti esteri cinesi, questa informazione potrebbe non essere del tutto veritiera. Infatti, il Ministero del Commercio cinese prende in considerazione solo la destinazione iniziale (e non quella finale) di questo tipo di operazioni. Non è raro, dunque, che molte aziende cinesi decidano di costituire delle filiali in paradisi fiscali *offshore* (Hong Kong, Isole Vergini, Isole Cayman ecc.) per poi effettuare attraverso esse investimenti in altri paesi (Lorenzi, 2019).

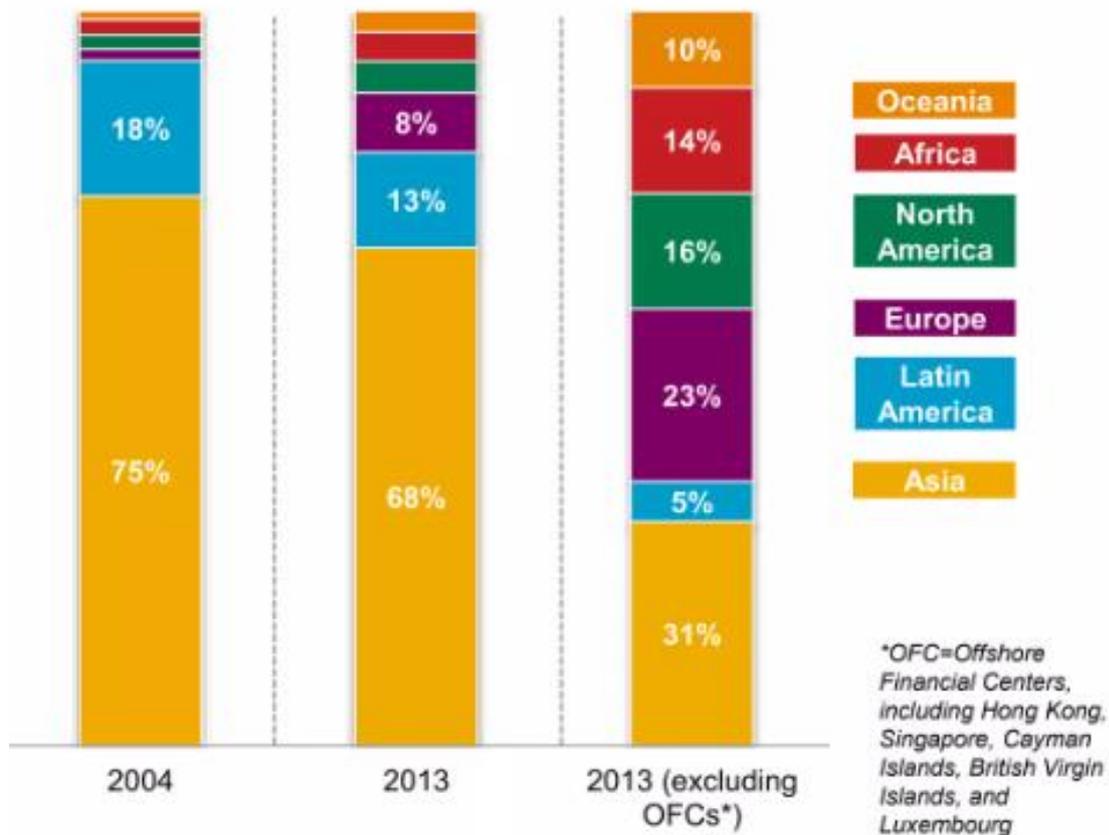


Figura 7 - Distribuzione geografica degli stock di IDE cinesi (2004 vs 2013). Fonte: World Resources Institute

Il *World Resources Institute* ha provato ad effettuare una stima più puntuale dei dati forniti dal MOFCOM. Dalla **Figura 7** possiamo osservare un confronto tra le due fonti: se da un lato il MOFCOM suggerisce che nel 2013 lo stock di IDE cinesi rivolto verso l'Asia sia pari al 68% del totale; dall'altro il WRI stima un 31% e un impatto maggiore degli IDE diretti verso Europa, America del Nord, Africa e Oceania. Un esempio che può aiutare a comprendere ancora meglio le ragioni di questa discrepanza riguarda il caso Sinopec. Nel 2011 Sinopec, leader di mercato in Cina per quanto riguarda la raffinazione del petrolio, ha usato una sua controllata ad Hong Kong per acquisire il 30% della brasiliana Galp Energia. L'operazione, dal valore di circa 5 miliardi di dollari, è stata considerata dal MOFCOM come investimento a Hong Kong, invece che in Brasile.

Negli ultimi anni, le aziende cinesi stanno giocando un ruolo sempre più importante per quanto riguarda le operazioni di M&A a livello globale. Basti pensare che il valore degli IDE cinesi è passato da 259 miliardi di dollari nel 2013 a 735 miliardi nel 2015 (J.P.

Morgan, 2016). Questa forte accelerazione è riconducibile, tra le altre cose, anche al cambiamento degli obiettivi strategici delle aziende cinesi che, volendo sempre di più spostare il proprio focus strategico dalla manifattura alla innovazione tecnologica, cercano di espandersi acquisendo il controllo di aziende nordamericane ed europee con un forte *know-how* ed esperienza nel settore (J.P. Morgan, 2016). Questo cambiamento del sistema economico cinese è supportato dal piano *Made in China 2025*, lanciato nel 2015 con l'obiettivo di guidare la trasformazione tecnologica della Cina e fare una sempre maggiore concorrenza agli USA (Spigarelli, 2022).

### **3.2 One Belt, One Road**

Come anticipato nel paragrafo precedente, l'avvento di Xi Jinping nel 2013 ha determinato un deciso cambiamento di rotta della politica industriale cinese attraverso il programma "*Made in China 2025*". Nello specifico, si è passati da un percorso di crescita repentino e poco attento a tematiche quali la sostenibilità e la qualità della vita, ad uno più contenuto e focalizzato sullo sviluppo di industrie ad elevato valore aggiunto (Spigarelli, 2022). A seguito della diffusione di questo programma, dunque, i capisaldi del nuovo sistema economico cinese sono: la necessità di una crescita a tassi più contenuti e la formulazione di politiche di lungo termine (Spigarelli, 2022). È proprio in questo contesto che, nel 2013, Xi Jinping iniziò a promuovere l'idea di costituire una moderna Via della Seta, al fine di favorire la proliferazione degli scambi commerciali e il trasferimento di *know-how* tecnologico-industriale all'interno della regione euroasiatica (Zhang et al., 2020).



Figura 8 - One Belt, One Road initiative. Fonte: CGTN America

Il progetto prese il nome di “*One Belt, One Road*” e, fin dall’inizio, non prevedeva esclusivamente la rimessa in funzione di un antico collegamento terrestre attraverso lo sfruttamento del Kazakistan come ponte tra Cina, Russia ed Europa, ma anche la costituzione di un nuovo passaggio marittimo che mettesse in comunicazione Sud-Est Asiatico, Africa Occidentale e Mar Mediterraneo Settentrionale (**Figura 8**) (Hong, 2016). Per realizzare l’ambizioso progetto di mettere in collegamento Occidente e Oriente è necessario costituire una rete infrastrutturale articolata, che comprenda strade, ferrovie, ponti, gasdotti ecc. e che, soprattutto, sia in grado di superare tutte le sfide geopolitiche e finanziarie che potrebbero emergere (Rolland, 2015). Da un lato, infatti, potrebbe risultare complesso favorire una integrazione culturale armoniosa tra tutti i paesi coinvolti, caratterizzati da religione, usi e costumi molto diversi fra loro; dall’altro, ovviamente un progetto di questo tipo richiede investimenti in infrastrutture particolarmente impegnativi (Hong, 2016). Al fine di supportare economicamente il progetto, dunque, il governo cinese ha istituito diversi fondi e banche, tra cui spicca in modo particolare l’*Asian Infrastructure Investment Bank* (AIIB). L’AIIB, costituita nel 2013, si occupa principalmente di erogare finanziamenti per la creazione di infrastrutture in settori quali trasporti, energia, telecomunicazioni ecc. e, nonostante nasca come un’istituzione indipendente dalla politica dei singoli paesi che la costituiscono, la Cina esercita su di essa un potere molto forte (Zhang et al, 2020). Proprio per questo motivo, spesso l’AIIB è stata considerata dai paesi occidentali come uno strumento di sfida nei confronti dell’egemonia degli Stati Uniti (Callaghan, 2016). Vi è poi un’altra importante istituzione

a supporto del progetto della nuova Via della Seta: il *Silk Road Fund*. Istituito alla fine del 2014 con un capitale iniziale di 40 miliardi di dollari, il Fondo ha l'obiettivo di promuovere lo sviluppo economico ed infrastrutturale dei paesi coinvolti nell'iniziativa, anche tramite la cooperazione con aziende straniere. Inoltre, i progetti finanziati dal Fondo possono aiutare le aziende cinesi, limitate nella crescita da un mercato interno ristagnante, ad internazionalizzarsi tramite l'esportazione delle proprie conoscenze e merci (Zhang et al., 2020). È importante sottolineare, poi, che il finanziamento di un ampio numero di progetti di sviluppo da parte del *Silk Road Fund* permetterà una diffusione sempre più repentina del Renmibi (la valuta ufficiale della Repubblica Popolare Cinese) nell'ambito degli scambi internazionali. L'internazionalizzazione del Renmibi è un processo relativamente recente che ha avuto inizio nei primi anni 2000 con la graduale adozione della valuta come moneta di riserva da parte di un numero sempre maggiore di Stati, ma è anche un processo molto lento e reso difficile dal fatto che il mercato cinese è ancora considerato meno trasparente e più rischioso rispetto a quello dei paesi occidentali (Baotai, Bowles, 2013).

### **3.3 Gli IDE cinesi in Europa**

A seguito della crisi finanziaria globale del 2008 la Cina iniziò a vedere sempre maggiori opportunità di investimento in Europa, derivanti non soltanto dalla forte riduzione del prezzo dei beni ma anche dalla possibilità di acquisire tecnologia e know-how a supporto della crescita del mercato domestico (Morales, 2010). Oltre a ciò, è possibile individuare anche una motivazione più strategica dietro l'interesse cinese nei confronti delle multinazionali europee: abbandonare le regioni europee al loro destino e lasciare che molte società andassero in bancarotta avrebbe sicuramente avuto un impatto fortemente negativo sull'economia cinese in quanto, per la Cina, l'Europa rappresenta il mercato più grande per le esportazioni e, parallelamente, la Cina è per l'Europa il secondo partner commerciale più importante dopo gli Stati Uniti (Lorenzi, 2019). Tuttavia, è possibile distinguere due fattori principali che, nel corso di quegli anni, hanno spinto la Cina ad investire in Europa: fattori *push* e fattori *pull* (Brod et al., 2012). I primi sono collegati a quella che era la situazione del mercato domestico cinese in quegli anni, caratterizzato da una forte competizione e da ritmi produttivi troppo elevati per la capacità di spesa degli acquirenti cinesi. I secondi, invece, hanno a che fare con le caratteristiche del mercato europeo, costituito da più di 500 milioni di potenziali consumatori con un'elevata capacità

di spesa, una forza lavoro qualificata, tecnologie avanzate e stabilità politica. Nonostante, almeno in un primo momento, gli investimenti provenienti dalla Cina si siano concentrati esclusivamente nei paesi che offrivano maggiori opportunità in termini di mercato potenziale, potere di acquisto dei consumatori e innovazione, con il passare del tempo essi hanno rivolto la loro attenzione anche sui paesi dell'Europa meridionale, come Italia, Grecia, Spagna e Portogallo, nei quali la crisi finanziaria del 2008 ha portato molte aziende e marchi rinomati sull'orlo del fallimento e bisognosi di capitali dall'estero per sopravvivere (Morales, 2010). A dimostrazione di ciò, tra il 2011 e il 2014 è possibile osservare un incremento del 20% delle transazioni portate a termine da aziende cinesi all'interno dei cosiddetti PIGS (Portogallo, Italia, Grecia e Spagna) (Lorenzi, 2019). Sono in forte crescita anche i rapporti tra Cina e paesi dell'Europa centro-orientale, i quali godono di una posizione privilegiata che permette di mettere in comunicazione Asia ed Europa occidentale e sono caratterizzati dalla presenza di una forza lavoro a basso prezzo e da una scarsa pressione competitiva, che favorisce l'insediamento di investimenti greenfield (Dorakh, 2021). Solitamente gli investimenti diretti esteri sono svolti da aziende provenienti da economie sviluppate che decidono di espandersi in paesi emergenti al fine di sfruttare il basso costo del lavoro e la maggiore presenza di risorse naturali; adesso, con l'espansione all'estero delle multinazionali cinesi, si assiste per la prima volta al fenomeno inverso: aziende che investono in paesi economicamente più avanzati rispetto a quello di origine. Questo processo è stato reso possibile da due particolarità delle aziende cinesi: in primo luogo, il possesso di un set di vantaggi riconducibili non soltanto a caratteristiche peculiari delle multinazionali cinesi (frugalità, resilienza, forte rete di contatti ecc.) ma anche ad una serie di facilitazioni offerte dal governo (basso costo del lavoro, istituzioni favorevoli ed un accesso facilitato a fondi); in secondo luogo, la creazione di centri di ricerca in Europa al fine di sfruttare le competenze locali, avere un accesso privilegiato al know-how tecnologico e, in questo modo, superare punti di debolezza specifici (Knoerich, Miedtank, 2018). Bisogna inoltre considerare che le multinazionali cinesi che investono in Europa provengono da un ambiente economico e politico molto diverso da quello degli altri investitori internazionali. Nonostante, infatti, vi sia stato un passaggio dal comunismo ad una economia di mercato, in Cina le imprese di proprietà dello Stato (*State-owned enterprises*) continuano a giocare un ruolo molto rilevante, specialmente nelle industrie

strategiche. Dunque, molti degli investimenti cinesi in Europa sono supportati dallo Stato e non è ancora chiaro quanto ciò rappresenti una forma di vantaggio competitivo rispetto ad aziende provenienti da sistemi economici liberali (Knoerich, Miedtank, 2018). Un'altra differenza di approccio agli IDE tra aziende cinesi e occidentali riguarda l'integrazione post-acquisizione. Se, da un lato, gli investitori tradizionali preferiscono cambiare completamente il management e l'organizzazione dell'impresa acquisita; dall'altro, gli investitori cinesi preferiscono non cambiare nulla all'interno di essa, lasciandole un elevato grado di autonomia operativa (Hanemann, 2019). Ciò è dovuto principalmente all'inesperienza derivante dallo status di *newcomers* delle imprese cinesi e anche dalla natura *asset seeking* di molti contratti di acquisizione. Per quanto riguarda questo ultimo punto, è importante sottolineare come molti degli asset strategici su cui le imprese europee fanno affidamento sono intangibili e indissolubilmente legati al capitale umano (Dorakh, 2021). Per questo motivo, ogni tentativo di trasferimento di *know-how* richiede uno sforzo di lungo termine e la necessità che il management dell'impresa acquisita rimanga intatto. Oltre ad avere natura *asset seeking*, molti IDE cinesi in Europa sono caratterizzati da un forte orientamento verso il mercato domestico, con l'obiettivo di portare in Cina una vasta gamma di prodotti europei. Avere un profilo internazionale, infatti, è da sempre una caratteristica che i consumatori cinesi valutano positivamente (Dorakh, 2021). La diffusione di IDE cinesi in Europa, tuttavia, ha contribuito anche a generare preoccupazioni e dubbi riguardanti soprattutto la natura e le caratteristiche del paese di origine degli investimenti. Per la prima volta, infatti, l'Europa si è aperta ad investimenti provenienti da un paese che non è un suo alleato politico e che non condivide appieno l'idea di un sistema economico liberale. Proprio per questi motivi, la posizione dell'Europa nei confronti degli investitori cinesi non è ancora del tutto chiara: se da un lato essi vengono accolti con favore in quanto fonte di ingenti capitali e occupazione; dall'altro, vi sono forti e crescenti preoccupazioni per quanto riguarda le numerose acquisizioni di aziende tecnologiche e il fatto che, spesso, le aziende cinesi investitrici sono supportate dallo Stato (Knoerich, Vitting, 2018). Tuttavia, è necessario sottolineare una caratteristica tipica degli investitori cinesi: essi, a differenza di quelli provenienti dal Nord America e dall'Europa, i quali considerano le acquisizioni come un modo per sfoltire la concorrenza tramite la chiusura degli stabilimenti produttivi target o il trasferimento all'estero della produzione, sono più incentivati a rafforzare l'impresa

acquisita in modo da ottenere un più facile accesso a mercati troppo distanti, sia da un punto di vista geografico che culturale (Bickenbach, 2018). La maggior parte degli investimenti effettuati da aziende cinesi in Europa avviene sotto forma di acquisizioni, mentre gli investimenti *greenfield* rappresentano solo una piccola parte del totale. Ciò è sempre da attribuire alla natura *asset-seeking* di questi investimenti ed alla inesperienza delle aziende cinesi investitrici. In particolare, tra il 2010 e il 2016 si è assistito ad una crescita costante del valore degli IDE cinesi in Europa, che è passato da 2 miliardi a oltre 37 miliardi nel giro di soli sei anni per poi iniziare a diminuire a partire dal 2017 in poi (Hanemann et al., 2019). Sebbene in un primo momento i tre settori di maggiore interesse per gli acquirenti cinesi fossero quello della manifattura, dell'industria pesante e delle infrastrutture, negli ultimi anni anche quelli a più basso valore strategico come lo sport e l'intrattenimento hanno iniziato ad attirare ingenti capitali (Hanemann et al., 2019)

### **3.4 IDE cinesi in Italia**

In generale, l'industria manifatturiera italiana presenta un ricchissimo patrimonio di aziende prestigiose, *know-how* tecnologico e capacità di innovare. Il tessuto produttivo del paese è costituito per lo più da "multinazionali tascabili", vale a dire aziende dalle dimensioni contenute che intrattengono numerose relazioni e scambi commerciali con l'estero, mentre sono in numero inferiore le grandi aziende di carattere globale che rientrano nei *ranking* internazionali (Paba, Parolini, 2021). Il problema di un tessuto produttivo di questo tipo risiede nel fatto che, spesso, queste aziende di medie-piccole dimensioni non posseggono le risorse finanziarie, manageriali e produttive adeguate a operare all'estero e per affrontare tutte le difficoltà che derivano dai mercati globali e dunque, per sopravvivere, sono costrette a cercare il supporto di partner provenienti dall'estero (Paba, Parolini, 2021). I rischi derivanti da una scelta di questo tipo sono molteplici e includono, tra gli altri, la riduzione della forza lavoro dell'impresa acquisita, la delocalizzazione degli impianti produttivi e la contrazione degli investimenti in attività di ricerca e sviluppo ed innovazione tecnologica. Nonostante gli investitori internazionali siano ognuno diverso dall'altro, quelli cinesi presentano delle caratteristiche simili tra di loro. Innanzitutto, nella maggior parte dei mercati europei essi assumono lo status di *newcomers* rispetto ai loro *competitors* europei e nordamericani (Paba, Parolini, 2021). Se per quest'ultimi l'acquisizione di un *competitor* rappresenta una strategia volta a ridurre la concorrenza e aumentare la propria concentrazione sul territorio, per i primi

essa è soprattutto un modo per avere accesso a risorse non disponibili nel loro paese di origine e sfruttare nuovi canali di distribuzione. Le multinazionali cinesi, rispetto a quelle europee e americane, inoltre, sono più motivate a effettuare investimenti volti a rafforzare le *target companies* al fine di ottenere un accesso privilegiato a mercati distanti sia da un punto di vista geografico che culturale. Allo stesso modo, gli investitori cinesi possono offrire alle *target companies* la possibilità di penetrare nel vasto mercato asiatico attraverso lo sfruttamento di sinergie con altre aziende facenti parte del Gruppo (Paba, Parolini, 2021). Nonostante a partire dal 2008 si sia assistito ad una crescita costante del valore degli IDE cinesi in Italia, fino al 2013 il nostro Paese rimane una destinazione marginale se comparato ad altri Paesi come Francia, Regno Unito e Germania, ma anche Norvegia, Svezia e Paesi Bassi, caratterizzati da economie più contenute (Mangano, 2020). Prima del 2013, le aziende cinesi in Italia impiegavano quasi 7 mila persone generando un giro d'affari di circa 3 miliardi di euro. Si tratta di numeri molto bassi se rapportati a quelli di altre multinazionali estere presenti in quegli anni sul territorio italiano (Rosenthal, Spigarelli, 2015). Tuttavia, a partire dal 2014 vi è un rapido cambiamento della situazione grazie all'acquisizione da parte della *People's Bank of China* di una serie di partecipazioni in diverse imprese italiane strategiche quali Eni, Enel, Fiat-Chrysler, Telecom Italia e Assicurazioni Generali. Si tratta di aziende leader nei rispettivi settori (automotive, telecomunicazioni, energia, banche e assicurazioni) non soltanto in Italia ma anche a livello mondiale, sia per fatturato che per dimensioni (Rosenthal, Spigarelli, 2015). Tra i fattori che hanno contribuito a rendere il 2014 "l'anno d'oro" degli investimenti cinesi in Italia, un ruolo di rilievo è giocato da quello politico. Ad esempio, il forte calo nel numero di investimenti cinesi che si è registrato in Italia tra il 2012 e il 2013 dopo il picco del 2011 si può attribuire all'ingerenza di specifici organi politici e amministrativi che, in coincidenza con la crisi del debito sovrano che ha colpito il nostro Paese in quegli anni, hanno deciso di sospendere gli investimenti previsti in attesa di tempi migliori (Paba, Parolini, 2021). In Cina, infatti, a causa della scarsa convertibilità della valuta per le operazioni in conto capitale, è necessario che le operazioni di investimento all'estero siano poste sotto l'approvazione di entità quali Ministero del Commercio (MOFCOM), *National Development and Reform Commission* (NDRC), *State Asset SASAC* per le imprese non finanziarie e *People's Bank of China* per le imprese finanziarie (Bickenbach, 2018). In questo modo il governo cinese,

coerentemente con la *Go Global policy*, guida gli IDE cinesi all'estero seguendo precise logiche geostrategiche e considerando tutti i rischi e le opportunità che una certa meta offre in un determinato periodo storico. Vi è poi un secondo fattore politico che spiega la rapida ascesa degli IDE cinesi in Italia a partire dal 2014: i solleciti e gli incentivi offerti dal Governo Renzi (e prima ancora da Letta e Monti) alla *People's Bank of China* per effettuare acquisiti di partecipazioni in aziende italiane quotate in Borsa (Mangano, 2020). Sono principalmente tre, comunque, i fattori che tendono a confermare la natura "politica" degli interessi economici cinesi nel nostro Paese: le caratteristiche specifiche dell'investitore, l'entità e la frequenza degli investimenti. Gli investimenti, dal valore totale di circa 3,3 miliardi, hanno avuto tutti luogo tra il marzo e l'ottobre 2014 e, in tutti i casi, è stata superata la soglia del 2%, oltre la quale è necessaria una comunicazione da parte dell'organo di vigilanza della Borsa (Consob) (Rosenthal, Spigarelli, 2015). Si tratta sicuramente di una strategia attraverso la quale le istituzioni finanziarie cinesi intendevano rafforzare i legami politici e di amicizia con l'Italia. Infine, vi sono due ulteriori circostanze che sembrano avvalorare la tesi secondo cui la crescita degli investimenti cinesi in Italia nel 2014 sia da attribuire a motivazioni politiche:

- Il *Business Environment* italiano è rimasto pressoché immutato nonostante la forte crescita degli investimenti cinesi. Ciò è confermato dal rapporto *Doing Business* della Banca Mondiale che, sulla base delle regolamentazioni di impresa nel mondo, nel periodo 2013/2014 pone l'Italia al 56esimo posto su 189, con un miglioramento di soli 0,3 punti e un declassamento di 4 posizioni rispetto al periodo precedente ;
- La provenienza cinese della quasi totalità dei flussi di investimento sia in entrata che in uscita nell'anno che segnava il decennale del partenariato tra Italia e Cina ha permesso a quest'ultima di veicolare un importante messaggio di vicinanza ad un Paese ancora in forte crisi e, allo stesso tempo, di avvicinare a sé l'Europa in un periodo in cui gli Stati Uniti stavano negoziando con essa la firma di un accordo di libero scambio a scapito dei prodotti cinesi (Rosenthal, Spigarelli, 2015).

In generale, gli investimenti cinesi in Italia si sono concentrati nei settori che, da sempre, rappresentano un fiore all'occhiello dell'industria manifatturiera italiana, come quello

della produzione di macchinari, beni strumentali, prodotti biomedici e ottici (Paba, Parolini, 2021). Non mancano, poi, anche gli investimenti nei settori tradizionali del *Made in Italy*, come il tessile, la lavorazione della pelle e l'arredamento (Paba, Parolini, 2021). Per quanto riguarda i settori ad elevata intensità tecnologica, in essi le aziende cinesi hanno consolidato la loro presenza per lo più attraverso investimenti *brownfield*, a dimostrazione del fatto che esse hanno bisogno di appoggiarsi a partner esteri per acquisire il *know-how* e le tecnologie necessari a portare avanti il business (Hanemann, 2019). Al contrario, gli investimenti *greenfield* sono più diffusi nelle industrie a più bassa intensità tecnologica, come il commercio all'ingrosso e al dettaglio (**Figura 9**) (Hanemann, 2019).

<b>Acquisitions</b>	<b>No. of companies</b>	<b>Turnover (2019) (Mln €)</b>
High and Medium-high tech	67	3434
Medium-low tech	16	4852
Low tech	18	451
Knowledge Intensive Services	40	888
Less Knowledge Intensive Services	49	2738
Utilities and Constructions	8	80
<b>Total</b>	<b>198</b>	<b>12441</b>

<b>Greenfield</b>	<b>No. of companies</b>	<b>Turnover (2019) (Mln €)</b>
High and Medium-high tech	9	457
Medium-low tech	6	115
Knowledge Intensive Services	5	159
Less Knowledge Intensive Services	46	2027
Utilities and Constructions	1	3
<b>Total</b>	<b>67</b>	<b>2761</b>

Figura 9 - Tipologia di IDE in base al livello tecnologico dell'impresa target. Fonte: Paba S., Parolini C., 2021

Diversi studi hanno dimostrato come, in generale, gli investimenti cinesi abbiano generato effetti positivi sulle aziende italiane acquisite. Ad esempio, Saba e Parolini hanno preso in considerazione un campione di 126 aziende e hanno studiato l'evoluzione di ricavi, numero di dipendenti, EBITDA, attivo totale, immobilizzazioni ed equity a partire dall'anno di acquisizione fino al 2019/2020. Per tutti gli indicatori di performance, alla fine del periodo considerato è stato registrato un livello più elevato rispetto a quello dell'anno prima dell'acquisizione. In particolare, il livello di occupazione, per tutte le aziende considerate, è cresciuto del 6% solo nei primi due anni dall'acquisizione, mentre

i ricavi hanno registrato aumenti significativi soprattutto negli investimenti *brownfield* (Paba, Parolini, 2021). Per quanto riguarda l'EBITDA delle aziende acquisite, invece, esso mostra un trend diverso rispetto a quello degli altri indicatori considerati: si abbassa bruscamente nei primi anni dall'acquisizione per poi risalire gradualmente. Vi sono diverse spiegazioni per questo fenomeno. La prima è che, per dimostrare una maggiore solidità e convincere l'investitore ad effettuare la transazione, l'azienda target potrebbe aver gonfiato l'EBITDA nell'anno dell'acquisizione tramite l'impiego di strategie di breve termine, come la riduzione dei costi di sviluppo. Un'altra possibile spiegazione, collegata alla prima, è che nel momento in cui è stata venduta, l'azienda target potrebbe essere stata sull'orlo della bancarotta e dunque ha bisogno di tempo per adattarsi alla nuova proprietà e sfruttare al meglio le sinergie che ne derivano. Infine, vi è un'ultima ipotesi legata ad una caratteristica specifica degli investitori cinesi: essi, preferendo la stabilità dell'azienda alla profittabilità di breve termine, non reagiscono alle crisi con licenziamenti e tagli dei costi, ma preferiscono adottare delle strategie di lungo termine (Paba, Parolini, 2021). Tuttavia, si ricordano anche diversi casi di IDE cinesi che non sono andati a buon fine. Un tipico esempio è rappresentato dall'acquisizione da parte di Wanbao Group di ACC, un'azienda italiana leader nella produzione di compressori ermetici per frigoriferi che stava attraversando un periodo di forte crisi. Nonostante il gruppo cinese avesse inizialmente manifestato l'intenzione di rendere il sito produttivo italiano uno dei più grandi e importanti a livello europeo per quanto riguardava la produzione di compressori, a soli 5 anni dal completamento dell'operazione venne resa nota l'intenzione di chiudere lo storico impianto produttivo di Mel. Da quel momento, l'azienda è entrata in regime di amministrazione straordinaria ed è stato eletto come commissario straordinario Maurizio Castro, secondo il quale la ragione del fallimento è da attribuirsi in primo luogo all'inadeguatezza dei cinesi e in secondo luogo al fatto che essi, pur cercando di "italianizzare" la propria produzione, hanno finito con il renderla ancora più vicina al modello cinese. In generale, comunque, l'operazione rappresenta un tipico esempio di "investimento predatorio" in cui la *target company* viene acquistata al fine di trasferire nel paese d'origine dell'impresa investitrice *know-how* e *asset* tecnologici.

Un ulteriore caso di acquisizione, questa volta andata a buon fine, è quello di Candy, storica azienda italiana produttrice di elettrodomestici, da parte della cinese Haier. Nel

2019, anno in cui si perfeziona l'operazione, Candy si trovava in condizioni economiche difficili mentre Haier aveva l'ambizione di espandersi in più mercati ed innovare i propri prodotti affermandosi tra i maggiori produttori di elettrodomestici in Europa. Già nel 2014 Haier aveva provato ad espandersi in Occidente offrendosi di acquisire *Indesit*, azienda italiana proprietaria di importanti marchi, tra cui Ariston e Hotpoint. Alla fine per diverse ragioni, tra cui l'intenzione di limitare la crescita in Europa di *competitors* cinesi e coreani e la scarsa fiducia nelle competenze manageriali cinesi, l'azienda fu venduta a Whirlpool. Nel settore degli elettrodomestici la prassi era quella di delocalizzare la produzione in paesi caratterizzati da costi del lavoro più bassi (come l'est Europa, la Turchia o l'Asia). Nonostante ciò, dopo l'acquisizione di Candy, i cinesi di Haier presero una decisione piuttosto controcorrente: riportare la produzione in Italia e intraprendere un programma di miglioramento dei prodotti tramite lo sfruttamento delle conoscenze acquisite all'estero. In termini di *management*, i cinesi hanno perseguito la loro solita strategia: lasciare intatto quello precedente all'acquisizione e assicurare un posto nel CdA ai precedenti proprietari. Inoltre, l'*headquarter* della società è stato trasferito da Parigi a Brugherio, storico sito produttivo dell'azienda, confermando la volontà della nuova proprietà di generare un ritorno positivo sia per l'azienda che per l'economia locale.

Per concludere, l'Italia presenta sicuramente delle caratteristiche che la rendono una meta attrattiva per gli investitori cinesi. Tra di esse, il fatto di essere la terza economia dell'Unione Europea e l'ottava al mondo, la sua forte integrazione all'interno di un mercato, quello europeo, in cui vivono circa 500 milioni di persone e, infine, la sua posizione strategica che le permette di svolgere un ruolo di collegamento con l'Africa del Nord e il Medioriente (Saba, Parolini, 2021). Tuttavia, al contrario di altri paesi come Francia e Germania, l'Italia non riesce a sfruttare a pieno il proprio potenziale di attrattività nonostante le numerose iniziative promosse negli ultimi anni dal Governo in questa direzione (Saba, Parolini, 2021). Non ultima, la costituzione del CAIE, con l'obiettivo di offrire servizi di supporto e coordinazione agli investitori internazionali e il lancio del programma *Next Generation EU* finanziato attraverso i fondi del PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza). I fondi provenienti dall'Unione Europea per rilanciare l'economia italiana ammontano a circa 235 miliardi di euro e hanno l'obiettivo di favorire lo sviluppo dell'Industria 4.0, accelerare la transizione ecologica e la diffusione di fonti di energia rinnovabili, nonché finanziare la ricerca nel settore farmaceutico, biomedico e

dei dispositivi medici (Saba, Parolini, 2021). Per comprendere in che modo ciò possa influenzare le prospettive future delle aziende cinesi desiderose di espandersi nel mercato italiano ed europeo occorre fare tre considerazioni:

- Innanzitutto, le aziende cinesi tendono ad espandersi all'estero principalmente attraverso IDE di tipo *brownfield*. In questi casi il Governo italiano, timoroso che si verifichino conseguenze negative quali la riduzione della forza lavoro o degli investimenti destinati all'innovazione, assume un atteggiamento molto cauto e attento, soprattutto nel caso in cui oggetto dell'acquisizione sia una delle aziende considerate strategiche per il sistema industriale italiano (Saba, Parolini, 2021). Ad ogni modo, si ritiene che il PNRR possa determinare una riduzione nel numero di investimenti *brownfield* in quanto, favorendo la ripresa economica dei settori interessati e dunque delle aziende in situazioni di crisi, porterebbe ad un incremento del volume di investimenti *greenfield* sia da parte di aziende nazionali che di investitori stranieri (Saba, Parolini, 2021);
- In secondo luogo, il fatto che molti dei settori coperti dal PNRR siano considerati di importanza strategica per l'economia italiana rappresenta un punto di penalità per gli investitori internazionali, che saranno sottoposti a procedure di *screening* particolarmente accurate (Saba, Parolini, 2021);
- Un'ultima considerazione riguarda il fatto che, per migliorare la propria immagine agli occhi del Governo, gli investitori cinesi dovrebbero cercare di incrementare il loro impegno nella realizzazione di investimenti *greenfield*, non limitandosi dunque alla sola acquisizione di aziende italiane in crisi, ma cercando di creare valore attraverso lo sviluppo di nuove tecnologie e la creazione di legami forti e duraturi con le catene di produzione esistenti (Saba, Parolini, 2021). A supporto di ciò, è stato lanciato il programma *Made in China 2025*, con l'obiettivo di accompagnare la crescita delle aziende cinesi che operano in settori in cui il paese è rimasto indietro rispetto ad altre economie avanzate. A conferma di come gli investimenti *greenfield* siano preferiti dal Governo italiano, nel 2021 il tentativo da parte di FAW, gruppo cinese operante nel settore del automotive, di acquisire IVECO, storica azienda italiana produttrice di veicoli industriali, è stato rapidamente bloccato a seguito della minaccia di intervenire con un *Golden Power*; poco tempo dopo, l'intenzione del gruppo cinese di realizzare un nuovo

impianto produttivo in Emilia Romagna, nel cuore della *Motor Valley*, è stata accolta con estremo favore sia dalla politica che dalle amministrazioni locali. Si tratta di un segnale molto importante che mostra un'inversione di tendenza: se prima era la Cina ad attirare investimenti *greenfield* da parte di multinazionali estere, adesso si sta assistendo ad una evoluzione del sistema di rapporti tra Cina ed Europa e, in particolare, tra Cina e Italia (Saba, Parolini, 2021).

### **3.5 Pirelli: dalla fondazione all'acquisizione da parte dei cinesi**

La storia di Pirelli ha inizio a Milano nel 1872, anno in cui Giovanni Battista Pirelli costituisce una società per la realizzazione di prodotti in gomma elastica. Il primo stabilimento viene aperto l'anno successivo mentre la produzione di pneumatici avrà inizio soltanto nel 1901 e, fin dall'inizio, questa attività sarà caratterizzata da una costante innovazione tecnologica e da una particolare attenzione per il mondo delle competizioni. Il primo stabilimento estero viene aperto nel 1902 a Barcellona e, a partire da quel momento in poi, ne verranno aperti molti altri in Inghilterra, Spagna e America Latina. L'azienda continua a crescere a dismisura e, nel 1922, si quota alla Borsa di Milano. Durante tutta la seconda metà del '900 prosegue l'espansione internazionale di Pirelli nonché l'impegno dell'azienda nella ricerca e sviluppo, che porta all'introduzione di numerose innovazioni tecnologiche, come il primo pneumatico radiale per motociclette all'inizio degli anni '80. Attraverso una serie di cessioni di rami aziendali (prima i sistemi ottici a Cisco, poi la divisione Cavi, Sistemi Energia e Telecomunicazioni a Goldman Sachs e, infine, la separazione dal gruppo delle attività immobiliari di Pirelli & C. Real Estate), nel 2010 Pirelli raggiunge il proprio obiettivo di diventare una *pure tyre company*. Il 2015 è un anno destinato a segnare una svolta nella storia dell'azienda: il controllo della quota di maggioranza passa nelle mani di Chem-China, una conglomerata cinese a controllo statale. Nello specifico, Chem-China, attraverso la sua controllata *China National Tire & Rubber* ha acquisito da Camfin, finanziaria facente capo a Marco Tronchetti Provera, CEO di Pirelli dal 1991, il 26,2% delle azioni di Pirelli. Al tempo, l'operazione non venne giudicata in maniera negativa, bensì come una boccata d'aria fresca per l'economia italiana che si accingeva ad uscire dalla crisi finanziaria e dei debiti sovrani. Lato *Golden Power*, invece, l'applicazione della disciplina non era possibile in alcun modo in quanto la normativa, che in quegli anni era ancora poco più che embrionale, prevedeva solo pochi settori strategici, tra i quali non rientrava quello automobilistico e

della produzione di pneumatici (Assonime, 2023). A differenza di altre operazioni di acquisizione in cui i cinesi hanno tratto vantaggio da una situazione di difficoltà in cui versava l'azienda target, l'acquisizione di Pirelli rispondeva ad un preciso piano strategico condiviso da entrambe le parti coinvolte. Già da diversi anni, infatti, Marco Tronchetti Provera era alla ricerca di un partner con cui accelerare la crescita del Gruppo, che con i suoi 6 miliardi di turnover nel 2013 era ancora molto indietro rispetto ai giganti del settore dei pneumatici (si pensi, ad esempio, a Bridgestone e Continental in Germania, Michelin in Francia e Goodyear negli USA). Se, da una parte, la fusione con un *player* occidentale avrebbe quasi certamente determinato l'intervento dell'antitrust; dall'altra, un partner Coreano o Giapponese avrebbe eccessivamente privato Pirelli della propria autonomia gestionale ed organizzativa (Assonime, 2023). La scelta, dunque, è ricaduta su Chem-China, azienda di grandi dimensioni attiva nel settore chimico e proprietaria di Aeolus, un'azienda attiva nella produzione di pneumatici, di dimensione simile a Pirelli ma con un livello di tecnologia e qualità inferiore. In questo modo, Pirelli avrebbe guadagnato un accesso privilegiato all'ampio mercato cinese mentre Aeolus, beneficiando del *know-how* di Pirelli avrebbe avuto la possibilità di innalzare il livello di qualità della propria offerta divenendo competitiva in tutti i segmenti di mercato del proprio settore (Assonime, 2023). A settembre 2015 *Marco Polo Industrial Holding*, società controllata da Chem-China e partecipata da Camfin, ha lanciato un'OPA su Pirelli, divenendone prima azionista. A questo punto, dunque, i due soci principali di Pirelli diventano *Marco Polo International Italy* (controllata da Chem-China) con il 37% e Camfin (controllata da Marco Tronchetti Provera) con il 14%. I rapporti tra essi sono regolati da un Patto Parasociale stipulato in data 01/08/2019 nel quale si insisteva sulla necessità di preservare la cultura imprenditoriale di Pirelli, senza effettuare cambiamenti nel *top management* e mantenendo Marco Tronchetti Provera nella carica di amministratore delegato della società con potere di approvazione del *business plan* e del budget annuale del gruppo. Inoltre, il Patto Parasociale si soffermava sulla necessità di proteggere il *know-how* tecnologico dell'azienda evitandone il trasferimento a terzi (se non attraverso licenze) e di mantenere la sede operativa ed amministrativa a Milano (Pirelli & C., 2019). Altro punto molto importante riguardava la nomina dei *top managers* di Pirelli: essa viene affidata a Marco Tronchetti Provera e, dunque, al socio italiano che, in questo modo, poteva mantenere un importante voce in capitolo per quanto riguardava

la gestione del gruppo e l'attuazione del *business plan*. Infine, il Patto Parasociale prevedeva anche la definizione di un "piano di successione" che rendesse più veloce e lineare la nomina di un nuovo amministratore delegato alla scadenza dell'incarico di Marco Tronchetti Provera. In particolare, il candidato doveva essere nominato dall'amministratore delegato in carica e dal vicepresidente esecutivo, per poi essere valutato da una società internazionale di HR (Pirelli & C. S.P.A., 2019)

### **3.6 L'esercizio dei poteri speciali nel caso Pirelli**

La circostanza che ha determinato l'esercizio dei poteri speciali del Governo nei confronti di Pirelli è stata il rinnovo triennale del patto parasociale descritto nel paragrafo precedente. A questo proposito, come prima cosa vale la pena approfondire un tema di carattere tecnico-giuridico. Mentre nell'ambito della disciplina della *Golden Share*, strumento precedente al *Golden Power*, si fa riferimento ai patti parasociali come operazioni su cui il Governo poteva esprimere o meno un proprio gradimento al momento della stipula, nella disciplina del *Golden Power* del 2012 non si fa in alcun modo menzione ai patti parasociali come operazioni da dover notificare al governo (Gemmi, 2020). Ne consegue, dunque, che sono sostanzialmente due le situazioni in cui il Governo decide se esercitare o meno i poteri speciali: al momento dell'acquisizione o al momento della delibera che determina un cambiamento della compagine societaria dell'impresa target (Assonime, 2023). Dunque, stando a quanto stabilito dalla disciplina del 2012, il *Golden Power* su Pirelli sarebbe dovuto scattare al momento della delibera assembleare che avrebbe reso esecutivo quanto stabilito all'interno del patto. Tuttavia, per ragioni politiche si è preferito, nella pratica, anticipare il momento della notifica al rinnovo del patto. Come già anticipato, il patto aveva l'obiettivo di disciplinare il rapporto tra il socio di maggioranza relativa, Marco Polo International Italy S.r.l., e il secondo azionista di Pirelli, Camfin S.p.A. A seguito del rinnovo del patto, i cinesi ottengono una maggior rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione e ciò permette loro di avere più voce in capitolo nella gestione della società (Pirelli & C., 2019). Inoltre, il nuovo patto parasociale, a differenza del precedente, non prevedeva un piano di successione dettagliato per la nomina del nuovo amministratore delegato della società alla scadenza del Consiglio di Amministrazione in carica. Ne consegue, dunque, che la nomina del nuovo vertice aziendale sarebbe divenuta prerogativa del socio di maggioranza cinese, invece che del socio di controllo di Camfin (come stabilito nel precedente patto

parasociale del 2019) (Assonime, 2023). L'aumento dell'assertività e dell'influenza cinese nella compagine societaria di Pirelli, tuttavia, non sarebbero stati sufficienti a far scattare il provvedimento del *Golden Power* se prima, attraverso il decreto-legge n. 105/2019, non vi fosse stato un aumento nel numero dei settori ritenuti strategici per la sicurezza nazionale fino a comprendere le tecnologie critiche per la sensoristica, tecnologie di cui Pirelli risultava essere titolare. In particolare, la tecnologia a cui il Governo ha fatto riferimento per giustificare l'esercizio dei poteri speciali è quella relativa ai sensori CYBER che, una volta impiantati sui pneumatici, consentono di registrare una moltitudine di dati quali geolocalizzazione e stato delle infrastrutture, che possono essere impiegati per creare modelli digitali all'avanguardia quali *Smart cities* e *digital twins* attraverso sistemi di elaborazione *cloud* ed intelligenza artificiale (Sandulli, 2023). I settori in cui questi sensori occupano un ruolo di forte rilevanza strategica sono molteplici e di rilevanza strategica nazionale: automazione industriale, *machine to machine communication*, *machine learning*, manifattura avanzata, intelligenza artificiale, *big data* e *analytics*. Un altro fattore molto importante da tenere in considerazione quando si valuta l'impatto che un investimento estero potrebbe avere sulla sicurezza nazionale riguarda il grado di controllo che l'amministrazione pubblica di un paese straniero ha sulla società acquirente. Nel caso preso in esame, al momento dell'investimento il socio di maggioranza cinese era un soggetto autonomo, poi, a seguito della fusione tra Sinochem e Chem-China è diventato una *state-owned enterprise* soggetta, dunque, al controllo indiretto della Repubblica Popolare Cinese attraverso lo *State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council* (SASAC). In ragione, quindi, dello stretto legame tra il socio di controllo e la Repubblica Popolare Cinese, il Governo italiano ha emanato una serie di prescrizioni attraverso un comunicato stampa del 16 giugno 2023 con lo scopo di tutelare l'autonomia di Pirelli e garantire la protezione delle tecnologie critiche della società. Nello specifico, le prescrizioni imposte dal Governo andavano a colpire non soltanto il socio di controllo cinese al fine di mantenere intatta l'autonomia gestionale italiana della società, ma anche la società stessa, alla quale furono richieste modifiche statutarie ed organizzative volte a tutelare gli asset strategici più importanti. Andiamo adesso a vedere nel dettaglio le prescrizioni che sono state imposte al socio cinese (Assonime 2023):

- Non interferire in alcun modo nella gestione dei rapporti con clienti e fornitori o nella redazione dei piani strategici, industriali e/o di budget del Gruppo;
- Non rilasciare alcuna comunicazione che possa mettere in dubbio l'autonomia gestionale e direzionale del Gruppo;
- Assicurare che la nomina dell'amministratore delegato avvenga ad opera di Camfin;
- Modificare lo statuto affinché tutte le delibere relative agli attivi di rilevanza strategica o alla nomina/revoca di dirigenti possano essere proposte esclusivamente dall'amministratore delegato e rifiutate solo in caso di voto negativo di almeno i 4/5 del Consiglio;
- Accentrare il potere di implementare il business plan e la gestione ordinaria di Pirelli nella figura di un Direttore Generale;
- Garantire a Camfin il potere di nomina e revoca dei Direttori e dei Vice-Direttori.

Passiamo adesso alle prescrizioni imposte a Pirelli (Assonime 2023):

- Specularmente a quanto richiesto al socio cinese, modificare lo statuto affinché tutte le delibere relative agli attivi di rilevanza strategica o alla nomina/revoca di dirigenti possano essere proposte esclusivamente dall'amministratore delegato e rifiutate solo in caso di voto negativo di almeno i 4/5 del Consiglio;
- Accettare solamente le richieste che rientrino nello spettro delle normali competenze dei soci e rifiutarsi di assecondare le iniziative gestionali od organizzative provenienti dal SASAC cinese. In particolare, si fa riferimento alla condivisione della proprietà intellettuale relativa a tecnologie critiche e relative ai sensori CYBER, al trasferimento di beni o servizi presso infrastrutture situate al di fuori dell'Unione Europea e riconducibili al Governo cinese ecc.;
- Garantire la sicurezza attraverso la costituzione di un'unità organizzativa autonoma;

Al fine di verificare il rispetto delle prescrizioni, la Società avrebbe dovuto inviare al Ministero per le imprese e il Made in Italy, entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio di esercizio, una relazione contenente un resoconto di tutte le misure societarie più rilevanti adottate. Una volta apprese le prescrizioni previste dal Governo, il Consiglio di Amministrazione di Pirelli è stato rinnovato a seguito di un'assemblea convocata per il

31 luglio 2023. Nel corso della prima riunione del nuovo Consiglio, avvenuta il 3 agosto 2023, il socio di controllo di Camfin (Marco Tronchetti Provera) è stato nominato Vicepresidente Esecutivo, con poteri relativi all'attuazione del piano industriale, alla cura dei rapporti con gli azionisti e con le istituzioni ed alla formulazione delle strategie, mentre la nomina dell'Amministratore Delegato, cui sono stati attribuiti pieni poteri per quanto riguarda la gestione operativa del Gruppo, è avvenuta ad opera di Camfin (come stabilito nel nuovo Patto Parasociale). Il clamore generato dall'esercizio dei poteri speciali del Governo su Pirelli ha acceso ancora una volta il dibattito sui possibili effetti negativi che le prescrizioni potrebbero avere non solo sui soci della società soggetta a *Golden Power*, ma anche sull'attrattività del paese per futuri investimenti esteri. Dunque, al fine di ridurre gli effetti negativi che il *Golden Power* potrebbe generare, soprattutto se applicato nell'ambito di società quotate, si rende necessario fare in modo che vi sia una maggiore prevedibilità sia sugli ambiti di applicazione dei progetti speciali che sul genere di prescrizioni che possono essere imposte (Garofali, 2019). Le prescrizioni imposte al socio di maggioranza cinese rappresentano, senz'altro, un'importante limitazione dei poteri e dei benefici connessi al controllo della società. Il fatto che queste limitazioni siano pervenute in un momento successivo all'acquisto delle quote è giustificato da due fattori: da una parte, l'ampliamento del numero di settori strategici e, dunque, il mutamento del contesto normativo; dall'altra, il cambiamento del contesto economico e geopolitico, determinato dall'ingresso del Governo cinese nel capitale del socio di maggioranza. Tuttavia, nonostante il clamore mediatico generato dal caso Pirelli, esso non rappresenta sicuramente l'esempio più eclatante di limitazioni imposte da un paese europeo ad investitori cinesi. Ad esempio, nel 2022 il Ministero dell'Economia tedesco ha disposto la riduzione della partecipazione azionaria della società cinese a partecipazione statale CSPL nella tedesca HHLA Container Terminal Tollerort GmbH, società che opera nella gestione di container nel porto di Amburgo. Un altro caso molto simile a quello di Pirelli è avvenuto nel Regno Unito nel 2021 quando alla società cinese Nexperia è stato imposto, sulla base del *National Security and Investment Act 2021*, di cedere la propria quota dell'86% nella società *Newport Wafer FAB*, attiva nel settore dei semiconduttori (Assonime, 2023).

## Conclusioni

Ad oggi, è possibile individuare diversi ostacoli che i paesi europei incontrano nella difesa dei propri interessi. Tra di essi troviamo, innanzitutto, il confronto con multinazionali estere che hanno sviluppato nel tempo un peso geopolitico ed economico di molto superiore a quello di interi Stati; la necessità di sensibilizzare la nuova classe dirigente sul tema della difesa dell'interesse nazionale; la definizione di un piano di azione, stilato dai governi e dalle imprese, che possa favorire l'espansione su scala globale delle imprese nazionali. Perché ciò avvenga, tuttavia, è necessario che vi sia un cambio di mentalità: al fine di reggere il confronto con gli Stati Uniti e la Cina, i paesi europei non devono più concepire l'interesse nazionale in modo individualistico, cercando di salvaguardare esclusivamente le proprie imprese strategiche, ma in modo comunitario come parte del più ampio interesse europeo. Passando alla situazione dell'Italia, il modo più appropriato e veloce per adattare la tutela della sicurezza e degli interessi nazionali alle nuove sfide geopolitiche potrebbe essere quello di estendere ulteriormente i campi di applicazione della normativa *Golden Power*, facendo sempre attenzione a non creare stravolgimenti nel tessuto economico nazionale. Le prescrizioni imposte dai Governi in caso di esercizio dei poteri speciali possono variare di volta in volta a seconda di quanto grave viene considerata la minaccia alla sicurezza e all'ordine pubblico ma anche a seconda della situazione economica e geopolitica. Ad esempio, nel caso Pirelli la severità delle misure adottate nei confronti del socio di maggioranza era giustificata dal fatto che quest'ultimo era sotto l'influenza indiretta di uno Stato, la Repubblica Popolare Cinese, estraneo alla rete di alleanze internazionali italiane. Lo scopo delle prescrizioni era quello di tutelare Pirelli dai patti parasociali i quali, per via del loro carattere precario non erano in grado di garantire l'autonomia e la sicurezza informatica e strategica dell'impresa nel lungo termine. Nonostante ciò, il *Golden Power* rimane uno strumento da utilizzare con cautela e solo in specifiche situazioni, di modo da non provocare confusione e incertezza negli operatori di mercato e non scoraggiare in maniera eccessiva gli investimenti da parte di grandi imprese straniere, che potrebbero farsi intimorire da un uso troppo discrezionale e protezionistico dei poteri speciali da parte del governo. Infine, soprattutto nel caso in cui le prescrizioni determinino delle modifiche dello statuto, è compito della Società valutare

il loro mantenimento anche a seguito della cessazione delle motivazioni che ne avevano portato all'introduzione.

## Bibliografia

- Accetturo A., Bassanetti A., et al., Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi, 2013
- Agarwal S., Ramaswami S.N., Choice of foreign market entry mode impact of ownership, location and internalization factors, 1992
- Angelini R., Idee per una modernizzazione del Golden Power, 2019
- Angelini R., Storia dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia dei Golden Power, 2018
- Arcano R., Galli G., et al., Il golden power e i rischi per il funzionamento dei mercati, 2023
- Arcano R., Galli G., Maroccia I., Turati G., Golden Power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali, 2023
- Ascani A., Balland P., Morrison A., Heterogeneous foreign direct investment and local innovation in Italian Provinces, 2020
- Ascani A., Gagliardi L., Inward FDI and local innovative performance. An empirical investigation on Italian provinces, 2015
- Assonime, Golden Power e corporate governance delle società quotate. Spunti di riflessione da casi di esercizio dei poteri speciali, 2023
- Assonime, Poteri speciali dello Stato. Evoluzione del quadro normativo e profili operativi del Golden Power, 2023
- Banga R., Impact of government policies and investment agreements on FDI inflows, 2003
- Bannò M., et al., Internalization, financial incentives and firm growth: evidence from Italy, 2011
- Baotai W., Bowles P., Renminbi Internationalization: A Journey to Where?, "Development and Change, 2013

Basile R., Benfratello L., Castellani D., LA LOCALIZZAZIONE DELLE IMPRESE MULTINAZIONALI IN EUROPA: PERCHÉ COSÌ POCHE IN ITALIA?, 2005

Basile R., Giunta A., La localizzazione degli investimenti diretti esteri in Italia: vincoli istituzionali, Mezzogiorno e politiche di attrazione, 2005

Basile R., Zanfei A., La localizzazione delle imprese multinazionali in Europa: il ruolo delle politiche dell'UE e le peculiarità dell'Italia, 2004

Bassan F., Dalla Golden share al Golden Power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato in economia, 2014

Bellabona P., Spigarelli F., Go Global e crisi mondiale. Sfide, insidie ed opportunità, 2010

Benfratello L., Castellani D., Migration and the location of MNE activities: Evidence from Italian provinces, 2024

Bentivogli C., Cherubini L., L'attrattività dei territori: i fattori di contesto, 2015

Bickenbach F., Liu WH., Chinese direct investments in Europe – Challenges for EU FDI policy, 2018;

Blomstrom M., Kokko A., Mucchielli JL., The economics of foreign direct investment incentives, 2003

Borin A., Cristadoro R., Investimenti diretti esteri e qualità delle istituzioni, 2014

Borin A., Mancini M., Foreign Direct Investment and firm performance: An empirical analysis on Italian firms, 2015

Brod M., Schüler-Zhou Y., Schüller M., Push and Pull Factors for Chinese OFDI in Europe, 2012

Bronzini R., FDI Inflows, agglomeration and host country firms' size: Evidence from Italy, 2007

Caccia F., Pavlova E., Foreign direct investment and its drivers: a global and EU perspective, 2016

Callaghan M., The Asian Infrastructure Investment Bank: Multilateralism on the Silk Road 2016

Capone L., Lo Re M., Napoli A., I poteri speciali dello stato nei settori di rilevanza strategica e i nodi teorici essenziali per comprenderne il significato. Un approccio multidisciplinare, 2018

Chan S., Mason M., Foreign direct investment and host country conditions: Looking from the other side now, 1992

Chieppa R., La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022, 2022

Clarich M., La disciplina del Golden Power in Italia e l'estensione dei poteri speciali alle reti 5G, 2019

Costagliola A., Golden share: le nuove regole nel D.L. 21/2012, 2012

Crescenzi R., Di Cataldo M., Giua M., FDI inflows in Europe: does investment promotion work?, 2021;

Cristadoro R., D'Aurizio L., Le Caratteristiche Principali Dell'Internazionalizzazione Delle Imprese Italiane, 2015

Daniele V., Marani U., Organized crime, the quality of local institutions and FDI in Italy: a panel data analysis, 2011

Datta DK., Hemmann P., Rasheed A., Choice of foreign market entry modes: critical review and future directions, 2002

De Propriis L., Driffield N., Local industrial systems and the location of FDI in Italy, 2005

Dorakh AR., FDI determinants in Europe and Chinese influence, 2021

Dunning J., Multinational Enterprise and the Global Economy, 1994

Dunning J., Toward an Eclectic Theory of international production, 1980

Elboiashi H., The effect of FDI on economic growth and the importance of host country characteristics, 2015

Ferreira M.A. et al, The impact of market-related factors on the entry mode of small and medium enterprises, 2013

Figlio D.N., Blonigen B.A., The effects of foreign direct investment on local communities, 1999

Fortanier F., Foreign direct investment and host country economic growth: does the investor's country of origin play a role? 2007

GALLAGHER N., SHAN W., Chinese Investment Treaties: Policies and Practice, 2009

Gallo D., Sovranità (europea?) e controllo degli investimenti esteri, 2022

Garofali R., Golden power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative, 2019

Garofali R., Golden power: mercato e protezione degli interessi nazionali, 2019

Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, REGOLAMENTO (UE) 2019/452 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

Gemmi A., La golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento, 2020

Gemmi A., La Golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento, 2020

Gergely J., Trends in foreign direct investment incentives, 2003

Giraud E., Giudici G., Grilli L., Entrepreneurship policy and the financing of young innovative companies: Evidence from the Italian Startup Act, 2019

Gorg H., Analysing foreign market entry: the choice between greenfield investment and acquisitions, 2000

Hanemann T. et al., Chinese FDI in Europe: 2018 trends and impact of new screening policies, 2019

Harzing A.W., Acquisitions versus greenfield investments: both sides of the picture, 1998

Haskel J., Pereira S., Slaughter M., Does inward foreign direct investment boost the productivity of domestic firms?, 2002

Hill C.W., International business, 2008

Hong Z., China's One Belt One Road: an overview of the debate, 2016

J.P. Morgan, China's Increasing Outbound M&A, Key drivers behind the trend, 2016

Knoerich J., Miedtank T., The Idiosyncratic Nature of Chinese Foreign Direct Investment in Europe, 2018

Knoerich J., Vitting S., Controversies and Contradictions about Chinese Investments in Europe, 2018

Kogut B, Singh H., The effect of national culture on the choice of entry mode, 1988

Kratz A. et al., Chinese FDI in Europe: 2019 update, 2020

Kratz A. et al., Chinese FDI in Europe: 2020 update, 2021

Kwon Y-C, Konopa LJ., Impact of host country market characteristics on the choice of foreign market entry mode, 1993

Legal Information Institute, Bilateral Investment Treaties, 2013

Lipsey R.E., Sjöholm F., The impact of inward FDI on host countries, 2005

Lorenzi S., Chinese Foreign Direct Investment in the European Union, 2019

Maccarrone P., Poteri speciali e settori strategici: brevi note sulle recenti novità normative, 2020

Magliano R., Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e "sviamento protezionistico", 2014

Mangano M., Foreign direct investment in Italy: a comparative analysis between China and the USA, 2020

Mariotti S. et al., Investimenti diretti esteri ed occupazione: l'esperienza italiana, 2000

Micelli S., Corò G., The industrial districts as local innovation systems: leader firms and new competitive advantages in Italian industry, 2006

Migliora P., La distribuzione degli investimenti diretti esteri in Italia: fattori di attrazione, 2009

Mikesell RF., Conflict in foreign investor-host country relations: a preliminary analysis, 2013

Moosa I. Foreign direct investment: theory, evidence and practice, 2002

Morales R., Brennan L., The emergence of Chinese investment in Europe, 2010

Moran TH., How does FDI affect host country development? Using industry case studies to make reliable generalizations, 2005

Mutinelli M., L'attrazione di investimenti diretti esteri, 2017

Mutinelli M., L'internazionalizzazione tramite investimenti diretti esteri, 2012

Mutinelli M., L'internazionalizzazione tramite investimenti diretti esteri, 2022

Mutinelli M., Mariotti S., Crisi e investimenti all'estero delle imprese italiane, 2013

Napolitano, Foreign direct investment screening: open questions and future challenges, 2019;

OECD International Direct Investment Statistics, 2021

Paba S., Parolini C., Chinese acquisitions in Italy: performance of target companies, Political reactions and public perception, future prospects, 2021

Pietrobelli C., Rabbellotti R., Sanfilippo M., What drives Chinese multinationals to Italy, 2013

Pirelli & C., Patto parasociale comunicato ai sensi dell'art. 122 del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, 2019

Piscitello L., Multinazionali, innovazione e strategie per la competitività, 2006

Portonera G., Golden power, 5G e cybersicurezza: «non è tutto oro quel che luccica», 2019

Prentini F., Golden power e meccanismi societari di difesa dall'acquisto del controllo, 2022;

Presidenza del Consiglio dei Ministri, Relazione al Parlamento in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività strategiche nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, 2022

Rabellotti R., Sanfilippo M., Chinese FDI in Italy, 2008

Raff H., Ryan M., Stahler F., The choice of market entry mode: Greenfield investment, M&A and joint venture, 2009

Rolland N., China's new silk road, 2015

Root F., Entry strategies for international markets, 1987

Rosenthal T., Spigarelli F., Gli investimenti cinesi in Italia, 2015

San Mauro C., I poteri speciali del governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici. Dalla Golden share ai Golden Powers, 2015

Sandulli A., Esercizio dei poteri speciali e sorte dell'impresa strategica, 2023

Sandulli A., Esercizio dei poteri speciali e sorte dell'impresa strategica, 2023

Serafin G., Golden Power: vecchi problemi e nuovi temi societari, 2021

Shill S.W., Tearing Down The Great Wall – The New Generation Investment Treaties of the People's Republic of China, 2007

Shishi L., Bilateral Investment Promotion and Protection Agreement: Practice of the People's Republic of China in International Investment Law, 1988

Spigarelli F., La politica industriale della Cina: tendenze in corso e prospettive future, 2022

Triscornia A. Golden Power, un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario, 2019

UNCTAD, World investment report, 1996

Wilson B., The propensity of multinational companies to expand through acquisitions, 1980

Zachary E., *Competing for capital: the diffusion of Bilateral Investment Treaties, 1960-2000*, 2008

Zaottini D., *Golden power. La disciplina dei poteri speciali del governo*, 2023

Zhang Y. et al., *Financing the belt and road initiative*, 2020

