



## La legge del più forte

Rubrica mensile a cura di Luca Picotti

Maggio 2026

### Il Pirelli: dal patto parasociale del 2023 alla nuova Golden Power Corporate Governance del 2026

#### 1. Premessa

Questa rubrica ha esordito con un pezzo che ricostruiva il [caso Pirelli](#), dal takeover cinese del 2015 al Golden Power del 2023 sul rinnovo del patto parasociale. In quella sede, lo si definì un caso da manuale, in grado di sollevare un'infinità di spunti di riflessione: trovavamo il raffronto tra il mondo di ieri (2015) e il mondo di oggi (2023), la corsa agli armamenti giuridici, la sempre più accesa competizione con la Cina, la centralità strategica delle tecnologie, la prevalenza della sostanza (la notifica del patto parasociale) sulla forma (la notifica dovrebbe riguardare acquisizioni o atti dell'impresa), l'ingerenza delle condizioni. A parere di chi scrive, trattasi di uno dei tre casi di applicazione dei poteri speciali più complessi e controversi, assieme a Tim-Vivendi (2017) e UniCredit-Banco Bpm (2025). Il caso Pirelli si distingue, però, per la presenza di due puntate, corrispondenti a due distinti dpcm: quello del 16 giugno 2023 e il recente del 10 aprile 2026. Come si è arrivati ad un secondo esercizio dei poteri speciali dopo appena tre anni senza mutamenti determinanti sul fronte degli assetti proprietari? Tutto nasce dall'anomalia di avere esercitato i poteri speciali su un patto parasociale.

#### 2. L'anomalia di Pirelli: l'esercizio dei poteri speciali su un patto parasociale triennale.

Qui abbiamo sin da subito espresso tutti i nostri dubbi sulla rilevanza del patto parasociale come operazione suscettibile di notifica, atteso che a) l'unico riferimento espresso ai patti parasociali è all'art. 2 comma 5 in termini di mero computo degli stessi ai fini della partecipazione, non in via autonoma, e l'acquisizione in Pirelli risale al 2015, senza interventi di sorta al tempo; b) quando il patto è reputato rilevante, come nella disciplina antesignana della golden share, è non a caso espressamente menzionato; c) non si ritiene convincente nemmeno fare rientrare il patto nell'alveo dell'art. 2 comma 2, considerato che questo comma ha come riferimento delibere, atti e operazioni adottati dall'*impresa*, mentre il patto parasociale è un accordo privatistico tra soci a latere.

Ma vi è di più. L'intervento all'interno del patto parasociale si è rivelato sin da subito anomalo in quanto intrinsecamente precario: legare le prescrizioni Golden Power, e relativa validità, ad un patto di durata triennale, soggetto a eventuale, ma non scontato, rinnovo, significa coprire a tempo determinato solo tale arco temporale, con la conseguenza che spirato lo stesso il problema è destinato a ripresentarsi. E così è infatti stato. Peraltro, ulteriore anomalia, tra le prescrizioni poste all'interno del patto parasociale vi era anche quella di notificare al governo ogni eventuale rinnovo o mancato rinnovo. In questo modo, si è aggiunto un obbligo di notifica ulteriore rispetto a quelli previsti dalla legge, al di là di qualsivoglia trigger event (es. mutamento del controllo), bensì anche in ragione di un mero mancato rinnovo di un patto parasociale. Circostanza non irrilevante in termini di legittimità dell'operato governativo: se il primo intervento sul patto parasociale poteva essere considerato opinabile, in quanto operazione non espressamente prevista dalla legge ai fini della notifica, ora, avendo fatto sostanziale acquiescenza rispetto a tale intervento, è ben più difficile contestare l'ultimo provvedimento seguito alla notifica del mancato rinnovo del patto parasociale – ossia un fatto che, se

pure non minimamente riconducibile ad un trigger event, discendeva però dalle prescrizioni imperative del dpcm 2023 non contestate.

### *3. Pirelli dal 2023 al 2026: la difficile convivenza e la nuova postura americana.*

Sul fronte contenutistico, già l'intervento del 2023 fu parecchio incisivo, con prescrizioni volte a blindare l'amministratore delegato, con designazione rimessa al socio italiano, affidare a questi le decisioni strategiche con una gravosa maggioranza di 4/5 per eventuali decisioni contrarie, oltre che altre prescrizioni finalizzate a impedire l'ingerenza del socio cinese tramite direzione e controllo in relazione a piani strategici, ricerca e sviluppo e strategie operative. Fermi restando questi paletti, il socio cinese avrebbe comunque avuto diritto a nominare 8 amministratori, tra cui il Presidente.

Dal 2023 al 2026 Pirelli ha convissuto con queste prescrizioni, nella cornice di un non facile rapporto tra i soci principali, anche in relazione ai diktat governativi, oltre che di un panorama internazionale sempre più complesso. Sono stati tre i nodi principali del triennio:

i. L'apertura da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri (PCM), il 31 ottobre 2024, di un procedimento volto ad accertare possibili violazioni da parte del socio cinese (CNRC) delle prescrizioni golden power del 16 giugno 2023, in particolare quella di garantire l'assenza di collegamenti organizzativi-funzionali tra Pirelli da una parte e CNRC, conclusosi il 26 settembre 2025 con una archiviazione in quanto non sarebbero emersi comportamenti dei consiglieri non indipendenti designati da CNRC concretizzati in atti o decisioni idonee a pregiudicare l'indipendenza di Pirelli.

ii. L'entrata in vigore, a gennaio 2025, della nuova normativa americana in materia di veicoli connessi, che pone, a partire dal 2027, restrizioni sulle importazioni di tecnologie di società cinesi, comprese società come Pirelli, di diritto italiano ma con socio di maggioranza cinese, circostanza in grado di pregiudicare il fondamentale sbocco nel mercato USA dei prodotti tecnologici come gli pneumatici Cyber Tyre Pirelli, dotati di sensori in grado di collezionare e collegare diversi dati.

iii. La disputa sul controllo, accelerata dalla nuova postura americana, ma avviata di fatto dall'intervento sul patto parasociale del 2023. In questo senso, a rilevare è soprattutto la seduta del consiglio di amministrazione di Pirelli del 28 aprile 2025, per l'approvazione del bilancio 2024, che ha deliberato, tra le altre, la decadenza del controllo del socio cinese ai sensi del principio contabile IFRS 10, con voto contrario dei consiglieri designati da CNRC. Il socio cinese ha infatti sempre considerato pacifico il controllo anche a seguito del golden power del 2023. Spaccatura confermata alla successiva assemblea degli azionisti del 12 giugno 2025, che ha approvato il bilancio con maggioranza del 57,07% del capitale rappresentato in assemblea, ma con (indicativo) voto contrario del socio cinese.

Il 2026 si è pertanto aperto con due problematiche imminenti: da un lato, le indagini delle autorità americane ai fini dell'applicazione della nuova normativa, sì da individuare i produttori aventi legami con la Cina, dall'altro la scadenza del patto parasociale e il contestuale rinnovo della governance. Da qui, la decisione di non rinnovare il patto e la conseguente notifica al governo. Il 10 aprile, a seguito di relativa istruttoria, la PCM ha esercitato i poteri speciali sotto forma di prescrizioni, "ritenendo che, in assenza del Patto parasociale afferente Pirelli, sottoscritto tra gli azionisti Camfin e MTP SpA e il Gruppo Sinochem, le esigenze di tutela degli asset detenuti da Pirelli, possano essere soddisfatte, in misura adeguata e proporzionata, mediante l'imposizione di ulteriori prescrizioni unitamente alla riproposizione di parte delle prescrizioni contenute nel decreto del Presidente del Consiglio dei ministri 16 giugno 2023".

#### 4. La nuova Golden Power Corporate Governance.

Il nuovo intervento conferma sì quanto già statuito nel 2023, ma lo fa in modo più organico, in termini strutturali e ancora più incisivi, volti a sistematizzare ogni profilo rilevante e risolvere le problematiche che si erano create sia a livello interno (dispute sulla governance; possibili buchi nei presidi) che esterno (la recisione del legame con la Cina nella prospettiva americana).

Il risultato è la strutturalizzazione di una vera e propria nuova Golden Power Corporate Governance.

a) L'intervento più rilevante, e in parte innovativo, concerne la prescrizione al socio cinese di presentare una lista per il rinnovo del CDA con un massimo tre candidati, di cui due indipendenti, che non potranno in ogni caso ricoprire cariche apicali (come A.D. o Presidente), presiedere comitati endoconsiliari, ricevere deleghe su materie strategiche. Questa prescrizione comprime ancora di più gli effettivi poteri amministrativi del socio cinese, riducendo dagli attuali otto a tre gli amministratori da questi designati ed evitando ruoli apicali come quello del Presidente, che ha prerogative importanti come l'ordine del giorno e che sino a oggi era espressione di CNRC. La lista del socio di maggioranza viene così ricondotta, imperativamente, ad una lista di minoranza sostanzialmente partecipativa, inidonea a concorrere per la gestione concreta.

b) Il secondo elemento innovativo è quello relativo alla strutturalizzazione delle prescrizioni governative, in modo da evitare non solo la precedente precarietà del patto parasociale, ma in ogni caso l'appuntamento triennale del rinnovo dell'organo amministrativo. Per non rischiare di intervenire ogni tre anni, si è disposto, già ora, che le prescrizioni resteranno in vigore fintantoché il socio cinese manterrà una partecipazione al capitale sociale di Pirelli superiore al 9,99%. Si è così legato un intervento nato originariamente come anomalo alla partecipazione dell'investitore, come sarebbe potuto essere in una più ortodossa ipotesi di esercizio dei poteri speciali in occasione dell'acquisizione delle partecipazioni di controllo.

c) Il terzo elemento degno di nota concerne le successive prescrizioni analitiche in termini non solo di corporate governance, ma proprio di gestione operativa. Trattasi di elementi che vanno a toccare la dimensione più squisitamente concreta delle dinamiche aziendali e sembrano volti ad evitare qualsivoglia fessura nei presidi, probabilmente anche alla luce dell'esperienza degli ultimi tre anni: a titolo d'esempio, il socio cinese dovrà assicurare piena autonomia a Pirelli in merito alla gestione dei rapporti con la clientela e con i fornitori; garantire che Pirelli predisponga autonomamente i piani strategici, industriali, finanziari e/o il budget della società e del Gruppo; non accentrare i servizi di tesoreria o altre funzioni di assistenza o coordinamento finanziario (es. cash pooling) né altre funzioni tecniche di coordinamento (es. integrazione dei sistemi informatici di Pirelli in quelli di Sinochem Holdings Corporation Ltd., inclusi quelli delle controllate cinesi di Pirelli); non emanare direttive in merito al compimento di operazioni straordinarie da parte di Pirelli, quali, ad esempio, quotazioni di strumenti finanziari, acquisizioni, dismissioni, concentrazioni, conferimenti, fusioni, scissioni, etc. Anche qui, le prescrizioni rimangono in validità sino a che la quota cinese sarà superiore al 9,99%.

d) Interessante è infine anche la prescrizione rivolta a Pirelli atta a erigere un muro rispetto a qualsivoglia richiesta del socio cinese che possa nascere da direttive del Partito. Pure qui, vale la pena notare l'analiticità: "fatte salve le richieste legittime degli azionisti tassativamente previste dalla disciplina civilistica e dal TUF, rifiutare ogni richiesta che esuli dal normale esercizio delle prerogative dei soci nonché di attuare qualsiasi iniziativa gestionale o organizzativa che provenga da soggetti riconducibili allo State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council ("SASAC") cinese, con particolare riferimento a richieste riguardanti: - la condivisione di informazioni sensibili della società (material non-public technical information di Pirelli, inclusa l'attività sensibile di ricerca e sviluppo (anche non legata direttamente al Cyber Tyre)), o informazioni riferite a tecnologie coperte da diritti di privativa industriale, proprietà intellettuale o, comunque, qualsiasi informazione afferente al know-how riconducibile a tali tecnologie, anche se in fase di sviluppo; - il meccanismo di tesoreria centralizzata gestito dalla società Sinochem Holding Corporation Ltd.; - l'accesso diretto ai sistemi informativi gestionali e amministrativi, ivi incluse le piattaforme di Enterprise

Resource Planning (ERP) di Pirelli e delle società da essa controllate, incluse le filiali cinesi; - il trasferimento di beni, sistemi e servizi ICT delle società del gruppo Pirelli presso infrastrutture situate al di fuori del territorio in cui vige la giurisdizione europea e/o gestite da soggetti riconducibili al Governo cinese; - il trasferimento o condivisione con soggetti riconducibili al Governo cinese di qualsiasi dato rilevato o elaborato attraverso la tecnologia Cyber Tyre; - impegnarsi a far sì che venga limitata la comunicazione di CNRC con il personale di Pirelli coinvolto nelle suddette attività; - impegnarsi a far sì che nei comitati consiliari, ove istituiti, possa essere nominato al massimo un solo componente che sia espressione della lista presentata da CNRC; in ogni caso, nessun comitato sarà composto in maggioranza da Amministratori candidati dalla stessa CNRC”.

### 5. Conclusioni

Trattasi di un intervento che intreccia ancora più profondamente i poteri speciali del Golden Power con la corporate governance delle società strategiche, al punto da incidere, ex ante, sulla presentazione delle liste dei consigli di amministrazione, in termini di numero di consiglieri e deleghe. Prima ancora di un vero e proprio “trigger event” rilevante ai sensi della normativa.

Una nuova anomalia, che potrebbe trasformarsi in una nuova frontiera dello strumento, in particolare per quanto concerne i casi più delicati di realtà che hanno già da anni al loro interno una ingombrante presenza di soci cinesi, ove dunque non vi è un nuovo investimento da scrutinare, ma solo eventuali mutamenti nella governance. Qui i rinnovi di patti parasociali o dei consigli di amministrazione possono integrare, ex post o addirittura come in questa seconda puntata di Pirelli ex ante, dei “trigger event” per un intervento governativo che vada a bilanciare tramite prescrizioni le prerogative dei soci stranieri con le esigenze di sicurezza nazionale.

Sotto il profilo contenutistico, l’obiettivo è quello di neutralizzare, se non in misura integrale quasi, ogni diritto amministrativo e di gestione del socio cinese. Trattasi di un intervento senz’altro significativo, che va a concludere il percorso già iniziato nel 2023, con inversione dei principi capitalistici e societari di proporzionalità tra rischio e gestione. Qui la gestione non è ormai più parametrata al capitale di rischio, bensì alla nazionalità, con conseguenti poteri di nomina accordati di fatto al secondo socio, italiano, e neutralizzazione delle prerogative del primo, cinese.

Ora rimangono due questioni. Da un lato, bisogna capire se tale intervento sarà accettato dai cinesi o se invece sarà impugnato innanzi al Tar Lazio, sebbene la giurisprudenza amministrativa abbia ad ora dimostrato, in casi con controparti cinesi, un orientamento sensibile agli interessi pubblici (Syngenta; Manta Aircraft). Dall’altro, sarà da vedere se tale intervento sarà sufficiente a garantire il mercato americano, ossia a convincere gli americani che la maggioranza formale in capo al socio cinese non è più segno di legame significativo, in quanto sul fronte gestionale e amministrativo i diritti sono di base sterilizzati. Nello sfondo rimane sempre la prospettiva di un’uscita graduale del socio cinese, sino ad oggi evitata, ma che in questo rinnovato contesto potrebbe rappresentare una delle soluzioni migliori per tutti.



OSSERVATORIO GOLDEN POWER

Direttore Scientifico Michele Carpagnano

[www.osservatoriogoldenpower.eu](http://www.osservatoriogoldenpower.eu)

[info@osservatoriogoldenpower.eu](mailto:info@osservatoriogoldenpower.eu)

Piazza Vicenza n. 8 38122 Trento