

INDICE

INTRODUZIONE

I. IL FENOMENO DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI: TEORIE ECONOMICHE ED EFFETTI

- 1.1 Definizione di investimento diretto estero
- 1.2 Tipologie di investimento
- 1.3 Le modalità di entrata in un mercato straniero
- 1.4 Fattori di attrattività degli investimenti diretti esteri
- 1.5 La teoria di Hymer
- 1.6 La teoria di Dunning
 - 1.6.1 L'approccio O.L.I.
 - 1.6.2 Motivazioni strategiche alla base degli IDE
- 1.7 Le nuove teorie sugli investimenti diretti esteri
- 1.8 L'evoluzione del fenomeno degli investimenti diretti esteri
 - 1.8.1 Il caso italiano
 - 1.8.2 *(Segue)* L'incidenza degli investimenti diretti esteri in Italia
- 1.9 Le caratteristiche degli investimenti diretti esteri in Italia
- 1.10 Gli effetti degli investimenti esteri nel mercato bersaglio
- 1.11 Gli effetti degli investimenti diretti esteri nel mercato italiano
- 1.12 Le modificazioni a livello societario ed imprenditoriale, nelle società italiane, a seguito di un investimento diretto estero

II. I LIMITI ESPLICITI AGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI

- 2.1 I limiti agli investimenti diretti esteri: premessa

- 2.2 La normativa comunitaria in materia di investimenti diretti esteri
- 2.3 L'art. 2 del D.L. 332/1994 e il DPCM 10 giugno 2004: la cosiddetta regola delle Golden Shares
 - 2.3.1 Il potere di gradimento sull'ingresso di nuovi soci
 - 2.3.2 Il potere di gradimento in relazione alla conclusione di patti o accordi parasociali
 - 2.3.3 Gli altri poteri speciali
 - 2.3.4 Profili applicativi dei poteri speciali
- 2.4 La giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia
- 2.5 Il Decreto Legge 21/2012, convertito con Legge 56/2012, e la nuova disciplina dei Golden Powers
- 2.6 I principi di diritto internazionale applicabili in materia per i Paesi al di fuori dell'Unione Europea
- 2.7 Gli accordi bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti diretti esteri
 - 2.7.1 La definizione dell'ambito di applicazione degli accordi bilaterali ratione materiae: la nozione di investimento
 - 2.7.2 La definizione dell'ambito di applicazione degli accordi bilaterali ratione personarum: la nozione di investitore
 - 2.7.3 Ammissione degli investimenti e loro trattamento
 - 2.7.4 La soluzione delle controversie.

III. LA DISCIPLINA DEI LIMITI IMPLICITI AGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI

- 3.1 I limiti impliciti agli investimenti diretti esteri: premessa
- 3.2 La disciplina delle società aperte al mercato del capitale di rischio ed in particolare l'offerta pubblica di acquisto
 - 3.2.1 La normativa dettata per il lancio dell'opa obbligatoria
 - 3.2.2 Tecniche di difesa
- 3.3 La Costituzione economica e gli articoli 2449, 2450 e 2451 del Codice Civile

- 3.4 Le società di interesse nazionale
- 3.5 Il ruolo di Cassa Depositi e Prestiti
- 3.6 Il ruolo di CDP Equity SpA.

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

Quando si analizza il sistema economico ed imprenditoriale di un determinato Paese, numerosi sono i fattori che si tende a prendere in considerazione, quali determinanti per la crescita dello stesso: dal tasso di occupazione, al grado di produttività delle aziende, alla spesa pubblica e così via; tutti elementi che, tendenzialmente, hanno trovato un metodo di valutazione, grazie anche ai numerosi contributi teorici riscontrabili in materia.

Occorre, tuttavia, prendere in considerazione anche il fenomeno degli investimenti diretti esteri, la cui rilevanza ha assunto dimensioni considerevoli solo in epoca recente; risulta complesso valutarne appieno gli effetti, date, da un lato, la sua “tenera età”, dall’altro e di conseguenza, la mancanza di uno schema valutativo adeguato per l’esame dello stesso.

I principali indirizzi dottrinali in materia, nonché gli stessi addetti ai lavori, riescono con fatica ad esprimere un giudizio sugli investimenti diretti esteri e tale condizione generale determina il sorgere di profonde incertezze in tema di strategie attuabili da un Paese che ne ospita i relativi flussi. Risulta, infatti, tutt'ora complicato valutare l'apporto dei suddetti investimenti, nonché gli effetti che questi generano nel medio lungo periodo, nel mercato di riferimento, mancando in tal senso indagini e statistiche approfondite che possano supportare lo sviluppo di un pensiero coerente: gli stessi autori che hanno, nel corso del tempo, sviluppato una teoria sugli investimenti diretti esteri si sono limitati a definire un modello di massima che spiegasse le ragioni sottese alla strategia di internazionalizzazione posta in essere dall'investitore di riferimento, senza, però, trovare una soluzione che individuasse gli effetti concreti che ne derivassero. Peraltro, la letteratura manageriale si è concentrata esclusivamente sull'investitore, tralasciando un'indagine approfondita con riferimento all'impresa che subisce l'investimento.

Occorre, di conseguenza, individuare un modello di riferimento che garantisca la possibilità per gli addetti ai lavori di sviluppare un pensiero in tal senso, che faciliti il

processo decisionale degli imprenditori da un lato e l'elaborazione di una normativa a protezione delle imprese locali chiara e coerente da parte del legislatore dall'altro.

Problemi rilevanti, in tal senso, si riscontrano già nella definizione stessa di investimento; definizione che ha incontrato numerosi autori nel corso della sua evoluzione e che tutt'ora vede un'antitesi tra le varie correnti economiche e le differenti normative, convenzionali e consuetudinarie, adottate dai singoli Stati interessati al fenomeno.

Da un lato, infatti, vi è la nozione di investimento diretto estero adottata dal diritto internazionale consuetudinario che, tuttavia, è stata, nel corso della storia, scavalcata da quella dedotta nei vari accordi bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti, venendo, quindi, a colmare profili di incertezza che rischiavano di minare alle fondamenta lo sviluppo del fenomeno in esame. Dall'altro, Nazioni Unite ed OCSE, nei rapporti periodici che presentano all'attenzione degli Stati membri, hanno fornito una propria definizione, che, peraltro, al giorno d'oggi, sembrano condividere anche gli addetti ai lavori.

Bisogna, inoltre, sottolineare come un investimento diretto estero incida, più o meno significativamente, nell'economia del mercato ospitante, sicché si rende necessario prevedere delle linee guida, se non delle vere e proprie disposizioni normative, con l'obiettivo di disciplinare il comportamento che un Paese ospitante deve porre in essere nei confronti degli investitori stranieri. Ma le difficoltà, appena enunciate, in tema di valutazione del fenomeno in questione rendono tale processo profondamente macchinoso e, a volte, privo di una visione a largo spettro.

Il sistema giuridico italiano costituisce un esempio calzante, dato l'impetuoso susseguirsi di norme e decreti in materia di poteri speciali, in capo a Stato ed enti pubblici; l'evoluzione giuridica dell'assetto, se, da un lato, suggerisce, guardando soprattutto al periodo iniziale, una visione protezionistica delle prerogative dello Stato nelle imprese italiane, dall'altro, induce a considerare la possibilità che negli ultimi anni il sistema si stia avvicinando, pian piano, agli standard europei. Tuttavia, il turbolento momento verificatosi immediatamente dopo la crisi economica ha visto il proliferare di numerosi provvedimenti, spesso l'uno contrastante con l'altro, che non lasciano spazio ad un'interpretazione univoca degli obiettivi perseguiti, nonché degli stessi effetti che gli investimenti diretti esteri in Italia fino a quel periodo avevano generato; basti

pensare agli interventi concernenti la regola di neutralizzazione, dapprima sospesa, applicabile, oggi, laddove lo statuto lo preveda. Ad ogni modo, tale interpretazione risulta condizionata anche dalla mancanza di numerose indagini empiriche che determinino la dimensione del fenomeno in maniera accurata.

Le difficoltà nel reperimento di statistiche empiriche, nonché di un'approfondita letteratura degli effetti degli investimenti diretti esteri, rappresentano, allo stato attuale, gli elementi di maggiore rilevanza nel porre un freno allo svilupparsi di una teoria completa ed esaustiva del fenomeno.

Tutto ciò determina il proliferare di opinioni, spesso neanche supportate da dati empirici certi; alcune accolgono a braccia aperte l'accrescersi dei flussi legati agli investimenti diretti, altre, invece, condannano senza mezze misure le politiche di attrazione degli stessi.

Le principali analisi fattuali vengono portate avanti da Istat ed Istituto nazionale per il Commercio Estero ed evidenziano, sostanzialmente, un trend positivo che si lega all'entrata di nuovi investitori nel mercato territoriale italiano, ciò a favore del tasso di occupazione, del valore aggiunto che si viene a creare e della spesa che viene adoperata in ricerca e sviluppo.

Ad ogni modo, le esigenze di apertura al mercato dei capitali devono venire a conciliarsi con le prerogative nazionali in tema di protezione delle imprese italiane, in modo tale da salvaguardare, appunto, la stabilità del sistema economico italiano, nonché lo stesso know how che le società hanno sviluppato.

Occorre, dunque, valutare se il sistema normativo italiano fornisca una risposta agli investimenti coerente in tal senso. Si rende necessario analizzare le stesse intenzioni degli investitori stranieri in tema di distribuzione ed impiego degli utili ricavati, nonché in materia di sfruttamento del know how acquisito.

Il rischio, infatti, risiede nella possibilità che gli stessi utili conseguiti fuoriescano dal territorio italiano, privando quest'ultimo di un flusso consistente che non verrà poi reinvestito. A quest'ordine di ragioni, deve poi aggiungersi l'assoluta necessità di salvaguardare il know how da eventuali intenti predatori da parte degli investitori stranieri, che potrebbero rivelarsi interessati non tanto al mercato italiano ed alla domanda di beni e servizi che è in grado di offrire, quanto alla preziosità dei brevetti che può vantare.

Un'analisi economico giuridica in tal senso deve necessariamente prendere le mosse dagli effetti che gli investimenti diretti esteri generano nel Paese, in modo tale da valutare, poi, in maniera efficace la risposta che l'ordinamento fornisce al loro ingresso.

A tal proposito, l'assetto legislativo italiano suddivide gli istituti giuridici, che rappresentano un ostacolo alla discesa degli investitori stranieri in terra italiana, in limiti espliciti e limiti impliciti: i primi rappresentano quelle disposizioni che intendono regolare specificatamente gli investimenti esteri; si spazia dai poteri speciali riconosciuti allo Stato ed agli enti pubblici agli accordi bilaterali che definiscono una disciplina internazionale del fenomeno, che varia da Paese a Paese. I secondi invece sono delle norme il cui scopo storico si scontra, inevitabilmente, con la ratio oggettiva che la loro applicazione pratica ha individuato: sicché sono regole che non nascono con lo scopo di definire un regime per gli investimenti diretti esteri, che, tuttavia, finiscono con il ricoprire tale ruolo.

In ogni caso, è possibile notare come, da un lato, la disciplina internazionale voglia aprirsi il più possibile al mercato dei capitali, richiedendone la libera circolazione, mentre dall'altro, quella nazionale risulti particolarmente remissiva, ponendo regole ingombranti in grado di garantire la serietà dell'investitore e dei suoi intenti. A tale assetto va sommato, come detto, l'articolato sistema di poteri speciali che perseguono l'obiettivo di salvaguardare la stabilità dell'economia italiana, per non parlare, poi, del ruolo di supporto riconosciuto a Cassa Depositi e Prestiti e, di conseguenza, al Fondo Strategico Italiano.

Il rebus economico normativo che si è appena venuto a formare risulta difficile da risolvere, data, come detto, la scarsità di esempi e di elementi cui fare riferimento per un'accurata valutazione. Ci si può dunque qui concentrare su un'analisi approfondita e accurata della disciplina normativa applicabile in Italia, presentandone le ragioni e gli obiettivi, fornendo, inoltre, dati empirici che possano, per un verso, giustificarne la previsione, per altro, asserire che gli obiettivi stessi siano stati raggiunti.

CAPITOLO I

IL FENOMENO DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI: TEORIE ECONOMICHE ED EFFETTI

SOMMARIO: 1.1 Definizione di investimento diretto estero. – 1.2 Tipologie di investimento. – 1.3 Le modalità di entrata in un mercato straniero. – 1.4 Fattori di attrattività degli investimenti diretti esteri. – 1.5 La teoria di Hymer. – 1.6 La teoria di Dunning. – 1.6.1 L'approccio O.L.I. – 1.6.2 Motivazioni strategiche alla base degli investimenti diretti esteri. – 1.7 Le nuove teorie sugli investimenti diretti esteri. – 1.8 L'evoluzione del fenomeno degli investimenti diretti esteri. – 1.8.1 Il caso italiano. – 1.8.2 (Segue) L'incidenza degli investimenti diretti esteri in Italia. – 1.9 Le caratteristiche degli investimenti diretti esteri in Italia. – 1.10 Gli effetti degli investimenti esteri nel mercato bersaglio. – 1.11 Gli effetti degli investimenti diretti esteri nel mercato italiano. – 1.12 Le modificazioni a livello societario ed imprenditoriale, nelle società italiane, a seguito di un investimento diretto estero.

1.1 Definizione di investimento diretto estero¹

L'investimento diretto estero può essere definito come una transazione finanziaria, posta in essere da un investitore residente in un paese differente da quello dell'impresa bersaglio, tesa a realizzare una relazione di lunga durata; l'interesse posto alla base dell'investimento ha natura durevole e si viene a concretizzare in un significativo potere di influenza sulle decisioni aziendali della società: perché

¹ Cfr. EUROSTAT, *Direct Investments Year Book, 2000 Edition*, Lussemburgo, Office for Official Publication of the European Union, 2001; IMF, OECD, *Foreign Direct Investment Statistics: How Countries Measure FDI*, Washington DC, IMF e Parigi, OECD, 2001; OECD, *Benchmark Definition of Foreign Direct Investments*, Third Edition, Parigi, OECD, 1996; OECD, *Benchmark Definition of Foreign Direct Investments*, Fourth Edition, Paris, OECD, 2008; UNCTAD, *Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs*, vol. I, United Nations New York and Geneva, 2009.

quest'ultima condizione si realizzi è necessario che l'investitore venga a detenere quantomeno il 10% delle azioni dotate di diritto di voto².

I principali aspetti che vengono in considerazione riguardano i temi della residenza, della relazione che si instaura tra le parti, nonché dell'influenza significativa sulle decisioni aziendali della società.

Ponendo in primo luogo l'attenzione sul concetto di residenza, si può inizialmente affermare che tale viene attribuita a quell'economia territoriale con la quale l'impresa costruisce la connessione più resistente; in altre parole una società è residente in un determinato paese laddove ivi stabilisca il centro dei suoi interessi economicamente predominanti. Un interesse economico può assumere diverse forme e viene a manifestarsi nella produzione, nell'acquisizione di asset, nel consumo, nonché in numerose altre fattispecie; ciò che qui interessa è però stabilire in base a quali condizioni definire predominante un dato interesse economico ai fini dell'attribuzione della residenza e a tal proposito emergono tre criteri di fondo: una società detiene un interesse economico predominante in un paese, laddove ivi stabilisca la sede di produzione od altri locali mediante i quali possa intraprendere un'attività economica e porre in essere delle transazioni su scala significativa; alla pari, tale risultato si raggiunge qualora la sede, anche se non fissa, rimanga sempre all'interno del paese stesso; allo stesso modo, infine, se l'impresa abbia già intrapreso un'attività economica e posto in essere delle transazioni su scala significativa per uno o più anni, o abbia intenzione di farlo. Da queste statuizioni ne discende che una società può essere residente in un paese ed in uno soltanto³.

Volendo analizzare il secondo aspetto che viene in rilievo, e cioè il tema della relazione che si instaura tra le parti a seguito di un investimento diretto estero, è necessario in primis introdurre i protagonisti della stessa: da un lato l'investitore e dall'altro l'impresa bersaglio. L'investitore, che risiede in un paese diverso rispetto a quello dell'impresa bersaglio, è colui il quale acquisisce, direttamente o indirettamente, almeno il 10% delle azioni con diritto di voto e può presentarsi sotto numerose vesti giuridiche: può essere un individuo, una società, un gruppo di imprese, un organo governativo e così via. Dall'altro lato invece vi è l'impresa bersaglio dell'investimento

² Si veda UNCTAD, *Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs*, vol. I, United Nations New York and Geneva, 2009, pp. 35 e ss.

³ Si veda OECD, *Benchmark Definition of Foreign Direct Investments*, Fourth Edition 2008, pp. 40 e ss.

diretto estero che vede l'insorgere di una nuova entità, all'interno dei propri organi decisionali, in grado di condizionare le scelte aziendali più e meno importanti.

La relazione può assumere diverse forme a seconda dello schema strutturale proprio dell'investitore e dell'impresa bersaglio; in particolare l'investimento può estrinsecarsi nella creazione o nell'acquisto di un'impresa sussidiaria nel momento in cui si viene a detenere più del 50% dei diritti di voto, sia in via diretta, sia in via indiretta. Un altro schema relazionale che può venire ad esistenza è quello che si realizza mediante la creazione o l'acquisto di un'impresa cosiddetta associata, laddove la percentuale delle azioni munite di diritto di voto sia ricompresa tra il 10% e il 50%. In tal caso vi è una penetrante influenza da parte dell'investitore nell'impresa bersaglio che può talvolta sfociare in un vero e proprio controllo della stessa, qualora tale percentuale risulti essere sufficiente per prendere le decisioni più e meno importanti della vita aziendale. Vi è, infine, un'ultima forma relazionale, che viene sempre ad inquadrarsi negli schemi della teoria degli investimenti diretti esteri, che tuttavia assume una dimensione orizzontale: due o più imprese si dicono gemelle nel momento in cui condividano un'impresa madre comune e non abbiano tra di loro costruito un sistema di influenze tale da rientrare nei canoni precedentemente indicati⁴.

L'ultimo aspetto da considerare ai fini dell'analisi in questione è rappresentato dal tema dell'influenza significativa sulle decisioni della società. Significativa è quell'influenza che prevede in capo all'investitore un potere di voto superiore al 10%, in sede assembleare; tale soglia è il frutto di una scelta del tutto discrezionale ad opera dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), tesa a fornire un criterio standard per valutare la rilevanza di un investimento diretto estero⁵. Ciò che rileva è che la soglia non tiene in considerazione i diversi tipi di società presenti nel panorama internazionale, di conseguenza un determinato pacchetto azionario, ad esempio pari al 15% dei diritti di voto, potrebbe talora assicurare addirittura il controllo dell'impresa stessa, talaltra essere addirittura irrilevante ai fini della governance della stessa⁶.

⁴ Si veda OECD, *Benchmark Definition of Foreign Direct Investments*, Fourth Edition 2008, pp. 48 e ss.

⁵ Si veda BORIN, CRISTADORO, *Gli investimenti diretti esteri e le multinazionali*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 243, ottobre 2014, Banca d'Italia, p. 6.

⁶ Così OECD, *Benchmark Definition of Foreign Direct Investments*, Fourth Edition 2008, p. 49.

1.2 Tipologie di investimento⁷

Le modalità di realizzazione di un investimento diretto estero sono le più svariate; tuttavia possono essere catalogate in base al tipo di operazione che si pone in essere: è possibile dunque distinguere tra investimenti che comportano l'insediamento di nuove strutture produttive, che determinano, come diretta conseguenza, un incremento della capacità produttiva nel paese ospitante, ed investimenti che avvengono mediante acquisizione della proprietà o del controllo di un'impresa già esistente nel paese straniero.

La prima forma di investimento, a sua volta, prevede una seconda suddivisione a seconda che lo stabilimento della nuova struttura produttiva sia stato effettuato su un sito non utilizzato precedentemente per attività economiche (in tal caso si tratterà di un investimento di tipo greenfield), oppure su un sito nuovamente disponibile per attività economiche a seguito di un'opera di riconversione o bonifica; quest'ultima forma di investimento prende il nome di investimento brownfield⁸.

Bisogna precisare che gli investimenti che si realizzano mediante fusioni e acquisizioni costituiscono di gran lunga la soluzione preferita dagli addetti ai lavori, data soprattutto la maggiore rapidità di entrata nel mercato e di predisposizione delle risorse per competere nel paese di riferimento. A tali ordini di ragioni si aggiungono la necessità di fare riferimento a sistemi di valutazione consolidati che siano in grado di fotografare la riuscita o meno dell'operazione, nonché l'esigenza di ridurre l'asimmetria informativa che colpisce l'investitore straniero nella scoperta del nuovo mercato di interesse⁹.

Bisogna inoltre analizzare il quadro storico contemporaneo per cogliere appieno le ragioni di tale preferenza: infatti, l'ondata di privatizzazioni che ha investito i Paesi europei, prima, e gli Stati emergenti, poi, ha generato in breve tempo un infinito numero di opportunità per gli investitori internazionali, attratti proprio da queste grandi imprese

⁷ Cfr. CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012; NOCKE, YEAPLE, Cross border Mergers and Acquisitions vs. Greenfield Foreign Direct Investment: The Role of Firm Heterogeneity, *Journal of International Economics*, vol. 72, 2007.

⁸ Si veda CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 23 e ss.

⁹ Si veda UNCTAD, *World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance*, pp. 8 e ss.

che i governi locali intendevano depubblicizzare; ovviamente, lo strumento che più si conformava a questo tipo di esigenza era l'investimento sotto forma di acquisizione¹⁰.

E' necessario precisare che le operazioni di fusione ed acquisizione non generano necessariamente un aumento dell'ammontare di capitale investito nel paese dell'impresa bersaglio; ciò che viene a mutare è il controllo della società stessa, senza alcun tipo di implicazione in termini di miglioramento delle performance aziendali o di incremento degli investimenti. Di conseguenza nel breve periodo non ci saranno forti ripercussioni sul mercato né tantomeno sulla vita dell'impresa; ciò che cambierà sarà la visione nel medio lungo periodo, in quanto la successione nel controllo porterà, presumibilmente, al rinnovamento dei vertici aziendali e di riflesso al mutamento della visione imprenditoriale. Manca, infatti, la costituzione di una nuova unità produttiva, cosa che avviene negli altri tipi di investimento diretto estero (investimenti greenfield); bisogna, inoltre, aggiungere che laddove l'intento dell'investitore straniero sia solo orientato all'acquisizione della quota di mercato detenuta dell'impresa bersaglio, potrà ben verificarsi un ridimensionamento delle attività produttive, che determinerà a sua volta lo spostamento di queste ultime in stabilimenti di altri paesi e quindi una diminuzione del livello di occupazione. Può ben verificarsi anche la situazione opposta: in tal caso l'impresa bersaglio può trasformarsi in un'unità produttiva efficiente, in grado di svolgere nuove funzioni che le verranno attribuite dalla casa madre; in tal caso lo stock di investimenti tenderà a salire ed allo stesso modo il tasso di occupazione¹¹.

Si può ben vedere come sia fortemente incerto l'impatto che un investimento diretto estero, realizzato mediante una fusione o un'acquisizione, può avere nel paese di riferimento. Il tutto si incentra su un'analisi di medio lungo periodo che venga a fotografare le intenzioni dell'investitore, gli obiettivi che questi intende perseguire al momento dell'acquisizione.

Bisogna chiedersi, dunque, in che modo il sistema economico e normativo italiano possa rispondere a tali interventi esterni. Il tasso di investimenti greenfield, in Italia, rappresenta ancora una percentuale decisamente bassa rispetto al tasso di

¹⁰ Cfr. PIRAS, *Le Privatizzazioni – Tra aspirazioni all'efficienza e costi sociali*, Torino, Giappichelli, 2005; SCOTTI, *Il pubblico servizio tra tradizione nazionale e prospettive europee*, Padova, CEDAM, 2003; MARCHETTI (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia*, Milano, Giuffrè, 1995.

¹¹ Si veda CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, p. 33.

operazioni di fusione ed acquisizione¹²; ciò per un verso non aiuta l'esame della materia nel breve periodo, data la necessità, come già accennato, di valutare queste ultime in un'ottica di medio lungo periodo; per altro verso, invece, potrebbe sottintendere un intento predatorio da parte degli investitori stranieri, poco predisposti a penetrare il mercato italiano in funzione della domanda che è in grado di offrire, molto più sorretti da obiettivi, appunto, predatori. In tal senso, le virtù, che le imprese italiane offrono al mercato internazionale e non, rischiano di essere prese d'assalto, da un lato, compromettendo la salvaguardia del know how, dall'altro, privando il mondo imprenditoriale italiano degli utili distribuiti; utili che verrebbero dirottati all'estero, nel Paese d'origine dell'investitore, senza la garanzia di un loro impiego in Italia.

Ben più lineare, al contrario, è l'analisi di un investimento di tipo greenfield o brownfield, in quanto sottintende inevitabilmente l'interesse a penetrare il mercato del paese di riferimento, con la necessità di apportare un flusso di investimenti costante e la conseguenza di incrementare i livelli occupazionali.

1.3 Le modalità di entrata in un mercato straniero¹³

Ogni investitore straniero, che intenda penetrare un mercato diverso da quello di origine, insieme alla strategia competitiva, dovrà elaborare una strategia di entrata. Quest'ultima è influenzata da numerosi fattori ed in primis dalla stessa strategia competitiva attuata; tuttavia il discorso può articolarsi intorno a tre questioni fondamentali: il tipo di attività che si intende svolgere nell'area geografica estera, i soggetti esterni eventualmente coinvolti nella realizzazione di tale attività, nonché l'area geografica estera stessa.

¹² I dati qui riportati sono stati presentati da Confindustria e dal Comitato Investitori Esteri di Confindustria, il 12 aprile 2012 a Milano, durante il convegno "Più mondo in Italia: Attrarre investimenti esteri per crescere".

¹³ Cfr. BENITO, WELCH, *Foreign Market Servicing: Beyond Choice of Entry Mode*, in *Journal of International Marketing*, vol. 2, n. 2, 1994, pp. 7 e ss. Ma anche HILL, HWANG, KIM, *An Eclectic Theory of the choice of International Entry Mode*, in *Strategic Management Journal*, vol. 11, 1990, pp.117 e ss. Nonché YAMIN, SINKOVICS, *Infrastructure of Foreign Direct Investment*, in *Journal of World Business*, vol. 44, 2009, pp. 144 e ss. Anche CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 65 e ss.

L'individuazione dell'area geografica straniera si basa, in linea di massima, sulla possibilità, per l'impresa che intende internazionalizzarsi, di segmentare il mercato, ma anche sull'assetto geografico che la stessa ha assunto.

Di conseguenza, è più utile e sufficiente descrivere le modalità di entrata in un mercato straniero attraverso la combinazione dei soli fattori del tipo di attività che si intende svolgere e dei soggetti esterni eventualmente coinvolti nella realizzazione della stessa. Catalogando le attività nella commercializzazione di prodotti o servizi realizzati nel Paese d'origine, nello svolgimento di attività della catena del valore e nell'acquisizione e nello sviluppo di conoscenza, e distinguendo a seconda che vi sia o meno la presenza di un soggetto esterno, risulta possibile definire i vari tipi di strategia di entrata in un mercato straniero: si avranno, dunque, strategie orientate a processi di esportazione, che potranno essere diretti o indiretti, si stringeranno alleanze strategiche o si realizzeranno veri e propri investimenti diretti esteri.

La scelta relativa alle modalità di entrata in un mercato straniero dipende da numerosi fattori, interni all'impresa o anche legati alle condizioni del contesto ambientale. Venendo ad analizzare i primi, è possibile individuare sei determinanti principali che guidino le scelte strategiche dell'investitore: vi sono gli obiettivi alla base della strategia di internazionalizzazione, nonché l'esperienza internazionale già maturata dall'impresa, insieme alla sua presenza nei mercati esteri già consolidata; oltre a questi due fattori occorre tener presente le sinergie realizzabili con le altre modalità di entrata già poste in essere, le risorse umane e le competenze disponibili ed utilizzabili nel nuovo mercato e la dimensione dell'impresa, collegata alla disponibilità di risorse finanziarie che può vantare. Infine bisogna considerare le particolari spinte che muovono l'investitore, insieme alle proprie componenti organizzative.

I fattori legati, invece, alle condizioni del contesto ambientale possono generare dei vincoli anche molto stringenti alle diverse opzioni di scelta dell'investitore e costringere quest'ultimo a modificare la propria strategia.

Tali fattori sono, sostanzialmente, le caratteristiche del mercato, le peculiarità merceologiche del prodotto, l'intensità della concorrenza, la struttura distributiva nel mercato straniero, nonché le normative e le politiche pubbliche in materia di commercio e di investimenti internazionali, unite alla regolamentazione economica vigente nel Paese straniero.

Volendo esaminare le singole modalità di entrata in un mercato straniero, risulta conveniente iniziare tale analisi dalle strategie orientate a processi di esportazione, i quali rappresentano la forma più lieve di presenza in un altro territorio, in quanto sottintendono, da un lato, l'assenza di attività produttive al di fuori del proprio Paese d'origine, dall'altro, la mancata volontà, per l'investitore, di sviluppare risorse e competenze in terra straniera. L'esportazione può avvenire sia in forma diretta che in forma indiretta.

Prendendo le mosse dalle esportazioni di tipo indiretto, le quali rappresentano una strategia di commercializzazione di prodotti o servizi realizzati nel Paese d'origine, con la presenza di soggetti esterni all'impresa, è possibile notare come queste possano realizzarsi mediante consorzi o altri organismi di cooperazione, tramite società specializzate indipendenti o attraverso intermediari. Sono indirette, infatti, in quanto il produttore non gestisce direttamente le operazioni commerciali nel mercato estero, bensì si avvale di un operatore indipendente. Tale tipo di operazione rappresenta la modalità meno impegnativa a livello finanziario ed anche meno rilevante dal punto di vista della stabilizzazione della posizione internazionale rispetto alle altre soluzioni. Il principale vantaggio legato alla strategia in esame è dato dal fatto che questa garantisce la possibilità di espandere le proprie attività e di cogliere nuove opportunità di business senza la necessità di dover sostenere significativi investimenti né affrontare eccessivi cambiamenti organizzativi e produttivi.

Le esportazioni dirette, al contrario, si caratterizzano per la creazione di una vera e propria struttura commerciale per la vendita nei mercati esteri; tale struttura può avere diversi gradi di profondità, fino ad arrivare direttamente al cliente finale. La differenza sostanziale, rispetto alle esportazioni di tipo indiretto, sta nella presenza di una struttura propria dedicata alla gestione delle relazioni con i distributori nel Paese in cui opera; di conseguenza non vi sarà il coinvolgimento di soggetti esterni nella creazione del canale di entrata nel mercato estero. Tale strategia è suggerita nel momento in cui sia necessario porre in essere un sistema di produzione su commessa, vendere impianti e macchinari di elevato valore e complessità, realizzare prodotti ad altissima tecnologia o nel caso in cui si sia in presenza di un mercato basato su gare pubbliche.

Le esportazioni dirette presentano dei vantaggi significativi, se poste a confronto con quelle indirette: da un lato, si viene a semplificare il canale di entrata nel Paese

straniero e, di conseguenza, si recupera un margine economico sulle vendite; dall'altro, vi è un maggiore controllo su tale canale e sull'operato dei distributori, per non parlare della possibilità di arrivare direttamente al cliente finale. Non bisogna trascurare, infine, le opportunità di tipo strategico che possono sorgere a seguito di tale operazione.

Dati i suddetti vantaggi, questo tipo di esportazioni richiede un impegno significativo sui piani organizzativo e finanziario. E' richiesta la presenza di competenze gestionali che non possono essere improvvisate, in quanto è sulla base di queste ultime che si determinano ritorni adeguati dalle operazioni nei mercati esteri.

Le esportazioni di tipo diretto possono assumere vesti differenti a seconda dello schema organizzativo adoperato; si può fare sicuramente ricorso ad una rete vendita per l'estero, formata da dipendenti dell'impresa, oppure da personale indipendente legato all'azienda da un contratto di collaborazione.

Tuttavia, è possibile anche creare una filiale di rappresentanza commerciale nel Paese straniero, che svolga determinate mansioni, quali lo sviluppo di relazioni con gli attori locali o l'organizzazione della logistica, in luogo dell'impresa principale, seguendone in ogni caso le direttive: tale sistema è consigliabile soprattutto quando il volume ed il valore delle vendite o anche, più semplicemente, il numero degli interlocutori divengono significativi; è utile, inoltre, quando le caratteristiche del business richiedono una presenza dell'impresa più strutturata, nonché nel momento in cui l'impresa decide di raggiungere un peso commerciale superiore. Ciò che rileva è il fatto che una filiale di rappresentanza commerciale non abbia personalità giuridica; può tuttavia essere il punto di partenza per la creazione di un controllata estera finalizzata alla gestione delle esportazioni.

Quest'ultimo schema giuridico economico rappresenta la forma più avanzata dei processi di esportazione diretta e prende il nome di sussidiaria estera. A tale sussidiaria vengono trasferite gran parte delle funzioni strategiche e, di conseguenza, opera con un grado di autonomia, operativa e strategica, elevato.

Qualsiasi sia l'attività che l'investitore straniero voglia porre in essere, se questa prevede la presenza di un soggetto esterno, allora potrà darsi la presenza di un accordo strategico, che costituisce una intesa di medio lungo termine tra più imprese, strutturata contrattualmente per il raggiungimento di specifici obiettivi. Tale tipo di intesa, in genere, viene promossa da imprese che vogliono crescere a livello internazionale con

aziende con un potere consolidato nel territorio oggetto di interesse; la prima apporta la propria capacità produttiva, le conoscenze che ha, nonché i prodotti che hanno buone prospettive di rendimento in un dato Paese straniero; la seconda, invece, conferisce la capacità distributiva del prodotto nel proprio territorio.

Gli accordi strategici si distinguono dalle esportazioni, dirette e indirette, in quanto l'accordo non ha solo contenuti di natura commerciale. Inoltre questo tipo di operazioni si proiettano nel medio lungo periodo, tendendo a vincolare reciprocamente le scelte strategiche degli attori coinvolti. Ancora, emergono profili organizzativi, che in tema di esportazioni sono del tutto assenti. Infine, occorre tener presente che gli accordi strategici richiedono l'impiego di risorse, da parte di tutti i partner in gioco, per la realizzazione degli obiettivi pattuiti.

Tale tipo di operazione è particolarmente diffusa, dati i significativi vantaggi che ne possono derivare: dalla possibilità di condividere gli investimenti necessari per sviluppare la propria presenza in un dato mercato, che comporta la riduzione dell'impegno finanziario e organizzativo, all'immediato accesso a risorse e competenze distintive complementari, nonché all'opportunità di valorizzare le proprie risorse e competenze distintive in terra straniera; dalla possibilità di raggiungere più rapidamente la dimensione critica, necessaria per competere a livello internazionale e per operare in maniera efficiente, allo sviluppo di una migliore conoscenza del mercato straniero.

La maggiore connessione che si crea tra gli attori dell'accordo strategico comporta lo sviluppo di un'approfondita conoscenza delle rispettive potenzialità, cosa molto utile per valutare successive forme di integrazione, ma anche l'apprendimento di nuove procedure e metodi di lavoro, per non parlare della possibilità di estendere la propria rete di imprese con le quali poter avviare nuove forme di collaborazione.

Gli accordi strategici hanno le caratteristiche dei loosely coupled systems, in cui più soggetti, rimanendo legalmente indipendenti, interagiscono in maniera strutturata con riferimento a determinate variabili rilevanti per lo sviluppo di ciascuno; di conseguenza, si scambiano o condividono risorse, effettuano in maniera coordinata gli investimenti e sviluppano, congiuntamente, le attività funzionali alla creazione del vantaggio competitivo.

Il tema chiave di questi sistemi è la necessità, per l'impresa, di individuare il corretto equilibrio tra controllo sulle componenti più importanti del sistema per

difendere i propri interessi e cooperazione per non ridurre gli effetti determinati dall'alleanza. A livello internazionale, poi, la complessità dell'equilibrio controllo-cooperazione aumenta a causa delle differenze interculturali ed organizzative tra gli attori in gioco, per la pressione che le istituzioni pubbliche esercitano nei rispettivi territori, nonché per colpa delle divergenze in tema di obiettivi e di governance. Occorre, quindi, incentivare i meccanismi di controllo collettivo che garantiscono una verifica trasparente delle modalità di evoluzione dell'alleanza strategica verso il raggiungimento del massimo risultato comune; più esteso è il meccanismo di controllo collettivo, meno si sentirà la necessità di un controllo individuale, il tutto a vantaggio della cooperazione tra gli attori in gioco.

Tra le principali tipologie di accordo strategico vi è il contratto di licenza: a volte indicato con l'espressione "licensing", che indica l'attività di concedere (licensing out) ovvero di prendere (licensing in) in locazione un diritto di proprietà industriale o intellettuale, il contratto di licenza vero e proprio è l'accordo con il quale il titolare di uno di questi diritti ("concedente") consente che l'altro contraente ("licenziatario") svolga un'attività che, in mancanza di licenza, costituirebbe una violazione dei suoi diritti di esclusiva. Ricorrono, in genere, a tale strumento le imprese di piccole dimensioni in relazione alla struttura del mercato bersaglio, perché permette un minor impiego di risorse a fronte di una diffusione del proprio prodotto e del proprio marchio molto più rapida, in modo tale da raggiungere una posizione di vantaggio rispetto ai concorrenti con tempistiche molto più ridotte. Dall'altro lato, tuttavia, il contratto di licenza può comportare la perdita di controllo delle strategie di marketing nonché il rafforzamento di un operatore, il licenziatario, che nel tempo può, poi, diventare suo concorrente.

Un'altra forma di accordo strategico, cui gli investitori stranieri ricorrono spesso, è il contratto di franchising: il franchisor (concedente o affiliante) concede ad altro imprenditore (franchisee o affiliato), il diritto di vendere i propri prodotti previa utilizzazione del marchio del franchisor nonché dei suoi segni distintivi ovvero di un brevetto di invenzione, del know-how e della sua assistenza dietro stipulazione di un contratto, versando una somma fissa periodica con cui l'imprenditore entra nella catena e pagando un canone ulteriore che dovrà essere proporzionale al volume d'affari.

Un particolare tipo di accordo strategico è, poi, rappresentato dalla creazione di una joint venture, che costituisce la forma di alleanza più impegnativa ed avanzata sotto il punto di vista finanziario, strategico ed organizzativo¹⁴.

Fermo restando che sul piano giuridico si considera tale anche un accordo contrattuale tra più soggetti per la realizzazione di un progetto, che comporti un piano di investimento e che garantisca dei benefici, una joint venture internazionale in senso proprio è una nuova società, costituita da più operatori di diversa nazionalità, per la realizzazione di determinate attività di interesse comune; una volta terminate tali attività o venuto meno l'interesse comune, la joint venture si scioglie o viene trasformata, magari mediante un'opera di acquisizione da parte di uno dei contraenti.

Venendo ad analizzare, dunque, il processo di creazione di una joint venture, è necessario sottolineare che, prima che si decida di dar vita a tale forma di accordo strategico, è molto importante fare un'analisi preventiva su quelli che potranno verosimilmente essere i benefici o gli svantaggi di una cooperazione. La joint venture rappresenta uno strumento atipico e dunque i partners sono liberi di definire le reciproche obbligazioni e i diritti sulla base della normativa della nazione dove opereranno.

Diverse sono le fasi che portano alla costituzione di una joint venture: viene presa una decisione basata sulla consapevolezza di voler raggiungere obiettivi strategici per la crescita della società; dopodiché sarà necessario scegliere il partner che con il suo know how possa apportare un contributo significativo al raggiungimento dell'obiettivo prefissato. Occorre fare in modo che tutti i contraenti traggano beneficio, in proporzione ai propri investimenti.

Prima della stipula dell'alleanza strategica, solitamente le parti si trovano a dover condurre delle negoziazioni durante le quali il consenso delle stesse si forma progressivamente, attraverso una sintesi delle varie necessità, e viene messo per iscritto, di volta in volta, attraverso la redazione di documenti preliminari, un esempio su tutti le lettere d'intenti. Esse hanno lo scopo di regolare la trattativa e di individuare le scadenze delle imprese che partecipano al progetto. In particolare in tali lettere solitamente

¹⁴ Cfr. SILVA MORAIS, *Joint Ventures and EU Competition Law*, Oxford, Hart, 2013; PATRONI GRIFFI (a cura di), *Manuale di Diritto Commerciale Internazionale*, Milano, Giuffrè, 2012; SIRENA (a cura di), *I contratti di collaborazione*, Torino, UTET, 2011; MASSIMO, *Manuale dei contratti internazionali: modelli e soluzioni operative dei rapporti internazionali*, Milano, IPSOA, 2010; CAMPBELL, *International joint ventures, mergers and acquisition*, Ardsley, Transnational Publishers, 2000.

vengono definiti aspetti di confidenzialità e di lock out che vietano così al partner di trattare con altri soggetti.

In questa fase devono essere verificate le condizioni di mercato, quali il costo della forza lavoro, la normativa industriale applicabile agli investimenti stranieri, le condizioni praticate dagli istituti bancari, nonché i vari indicatori economici. Si rende necessario realizzare uno studio di fattibilità economica esaminando concorrenti e prodotti che questi commercializzano e a quali prezzi.

Una volta effettuate queste preliminari e fondamentali valutazioni è essenziale cercare di capire quale dimensione dovrà assumere la joint venture, che tipo di investimenti effettuare, quali prodotti commercializzare e a che prezzo, qual è il segmento di mercato che si vuole colpire e quanto capitale si ha a disposizione.

Volendo costituire una joint venture internazionale bisogna verificare, inoltre, eventuali restrizioni previsti per il socio straniero con riferimento alla copertura di determinate cariche sociali, se vi siano settori esclusi per gli investitori stranieri, possibili limiti alle partecipazioni che un investitore straniero può detenere nella joint venture; vanno, ancora, valutati i vantaggi fiscali ed i minori oneri doganali per le joint venture di nuova costituzione, la normativa import ed export per questo tipo di società, ma anche gli eventuali divieti di utilizzo delle clausole tie-in, ovvero prezzi imposti che hanno autonoma portata anticoncorrenziale in un accordo di esclusiva inerente ad esempio ad una licenza di brevetto.

La partecipazione alla costituzione di una joint venture prevede l'apporto, da parte dei contraenti, non solo del capitale finanziario, ma anche di tutte quelle risorse materiali ed immateriali necessarie per il suo funzionamento e per l'attuazione dell'oggetto sociale.

In linea di massima sono individuabili due modelli di joint venture: può essere di tipo contrattuale o societario. La prima forma di joint venture nasce mediante la stipula di uno o più contratti collegati, che definiscono ruoli, compiti e responsabilità di ciascun contraente; il secondo tipo rappresenta un nuovo soggetto giuridico costituito ad hoc per realizzare una collaborazione disciplinata da una serie di contratti.

La joint venture contrattuale ha una durata pari al periodo di tempo necessario per la realizzazione del progetto per il quale essa è stata creata. Due o più imprese mettono a disposizione le loro reciproche capacità al fine di ottenere un risultato

comune. Di conseguenza, tale accordo strategico nasce, come detto, con lo scopo di realizzare un progetto comune e, una volta portato a termine, le società che la costituiscono si separano.

Diverso è il caso della joint venture societaria che può anche durare a tempo indeterminato. Quest'ultima è costituita da un main agreement e da uno o più operational agreements. Nel contratto principale vengono determinati gli obiettivi della joint venture, i passi da seguire per costituire la nuova società, le clausole che regolano il funzionamento degli organi sociali e quelle che disciplinano la durata della joint venture e le modalità di risoluzione della controversia. Gli operational agreements, invece, regolano gli aspetti relativi al funzionamento delle singole attività della joint venture.

Nel main agreement deve, inoltre, essere prevista anche una clausola di "non concorrenza" tra i partners della joint venture che non di rado sono tra loro competitors, perché operanti nel medesimo settore o con le stesse tecnologie. Vanno, peraltro, disciplinati aspetti fondamentali quali la costituzione e la registrazione della nascente società indicando chi tra i partners dovrà assolvere a tali compiti. Quanto al tipo societario di solito è una società di capitali che opera seguendo la normativa nazionale di riferimento e, di conseguenza, occorre individuare le quote di partecipazione dei soci al capitale sociale.

Per quanto riguarda la composizione degli organi sociali, in genere si osserva il modello proporzionale: ogni contraente potrà nominare i membri degli organi sociali in proporzione alla partecipazione detenuta, ma tale regola non sempre viene rispettata. In ogni caso, i partners, anche se sono nel consiglio di amministrazione, per avere la certezza che la società sia correttamente gestita, si fanno, generalmente, rappresentare da officers per avere un maggior controllo delle attività della nuova società e, in particolare sull'effettivo perseguimento degli obiettivi originariamente definiti. Ciò nonostante, la presenza di propri rappresentanti a più livelli non garantisce sempre che le decisioni vengano prese con il consenso di tutti.

Sempre nel main agreement deve essere previsto il divieto di cessione a terzi o comunque un diritto di prelazione nei confronti dei singoli partners qualora il partner voglia cedere la propria quota e, infine, la possibilità di trasferire la propria partecipazione ad un'altra società del proprio gruppo.

Un altro aspetto di fondamentale importanza è la formazione del processo decisionale, che purtroppo non è sempre semplice, soprattutto quando vi sono divergenze di opinioni o di vedute. Le garanzie di cui dispone il partner di minoranza possono bloccare l'operatività della joint venture cosicché se gli attori in gioco non giungono ad un accordo si crea una situazione di stallo che può portare alla cessazione della joint venture¹⁵.

Infine quando si dovessero verificare eventi non prevedibili tali da rendere non più attuabile l'obiettivo della joint venture si giunge alla risoluzione del contratto, che spesso si traduce nell'uscita di scena da parte di uno dei partners che vende le sue azioni o le sue quote all'altro. Se questi eventi non si verificano, una volta firmato il main agreement e gli operational agreements la fase negoziale si conclude con il closing e il contratto di joint venture può dirsi concluso.

Esaminando invece il tema delle joint venture con riferimento al tema dei canali di entrata in un determinato mercato estero, è possibile notare come, anche qui, sia possibile operare una distinzione: da un lato, è possibile che l'impresa entrante costituisca con le imprese del Paese bersaglio una nuova struttura aziendale che abbia come obiettivo lo sviluppo commerciale di alcuni suoi prodotti in quel determinato mercato; la società entrante apporta alla joint venture la propria capacità produttiva, nonché le competenze che ha maturato; per converso, i suoi partner nel mercato target garantiranno conoscenza dello stesso e disponibilità della rete distributiva. Dall'altro lato, invece, una joint venture può venire ad esistenza anche laddove più imprese, di Paesi diversi, decidano di unire le forze per entrare in una certa area di business, in modo tale da poter vantare una dimensione maggiore nel mercato target, il che comporta opportunità competitive migliori; la società si costituisce mediante l'apporto, da parte di ciascun contraente, del proprio ramo aziendale già operante nel business dove questa sarà attiva.

Significativi sono i vantaggi che possono derivare dalla costituzione di una joint venture comune: si permette all'impresa entrante di ridurre l'esborso finanziario e la complessità organizzativa che sono invece richiesti per la realizzazione di un

¹⁵ I rimedi praticati a livello internazionale sono il cooling off, in cui la decisione sulla questione in sospeso viene rimandata alla successiva riunione del board e nel frattempo le parti si impegnano a cercare soluzioni, e il move up, in cui si lascia trascorrere un determinato periodo di tempo, dopodiché la questione viene decisa dagli amministratori delegati e se nessuno di essi questi due metodi è stato risolutivo, si affida ad un soggetto terzo il compito di decidere.

investimento diretto estero in senso proprio. Si determina, inoltre, una netta separazione della posizione competitiva: il contesto concorrenziale nel mercato straniero è nettamente distinto da quello presente nei territori dove l'impresa opera direttamente.

Mediante la creazione di una joint venture internazionale, peraltro, l'investitore straniero si appoggia ad una struttura aziendale con risorse e competenze superiori rispetto a quella che avrebbe potuto sviluppare da solo; questa è un'osservazione valida, quantomeno nel breve-medio periodo. Tale struttura aziendale, a sua volta, può generare nuove opportunità di sviluppo competitivo per le imprese che la controllano.

L'ultima modalità di entrata in un mercato straniero che è necessario analizzare è rappresentata dagli investimenti diretti esteri veri e propri. Questi consistono, volendo riprendere lo schema precedentemente tracciato, in attività della catena del valore o di acquisizione e sviluppo di conoscenza che non coinvolgano soggetti esterni all'impresa; quest'ultima entra, quindi, in maniera del tutto autonoma nel nuovo mercato.

Gli investimenti diretti esteri costituiscono la modalità più vincolante e offerente la possibilità di maggior radicamento per entrare in terra straniera. Possono realizzarsi mediante fusioni o acquisizioni di società già esistenti, nonché mediante l'insediamento di una nuova struttura produttiva nel Paese estero. Tali investimenti comportano un notevole impegno economico e finanziario, impongono l'adozione di strategie imprenditoriali ben ponderate e determinano la piena assunzione del rischio-Paese dell'area dove questi si realizzano.

Gli IDE possono realizzarsi mediante la costituzione in uno Stato estero di una nuova società, che venga dotata di determinate strutture materiali e di risorse tangibili ed intangibili. L'investimento può, peraltro, essere attuato rafforzando gli asset di una controllata estera già esistente, in modo tale da rendere possibile lo svolgimento di nuovi compiti da parte di quest'ultima.

L'altra modalità di realizzazione degli investimenti diretti esteri è rappresentata, appunto, dall'acquisizione di un'impresa estera o di un ramo di essa.

La scelta tra le due soluzioni comporta un esame delle condizioni del mercato straniero, nonché un'analisi delle caratteristiche dell'impresa stessa. Da un lato, si rende necessario verificare, con riferimento alle spinte ambientali, l'eventuale presenza di previsioni di legge che limitano la partecipazione azionaria in imprese locali da parte di investitori stranieri, il manifestarsi, per converso, di buone opportunità di acquisizione,

oppure la messa a disposizione da parte delle istituzioni pubbliche di particolari incentivi ed agevolazioni a favore di una determinata modalità di investimento piuttosto che un'altra. Dall'altro lato, invece, prendendo le mosse da un esame delle caratteristiche dell'impresa, qualora la strategia di internazionalizzazione sia orientata all'acquisizione e allo sviluppo di nuove competenze, sarà preferibile un'operazione di M&A che permette all'investitore di appropriarsi delle conoscenze, delle esperienze e delle relazioni dell'azienda estera acquisita; tuttavia, laddove l'investitore stesso vanta una disponibilità di risorse e competenze, utilizzabili anche in terra straniera, la scelta tra investimento greenfield ed acquisizione risulta influenzata dalla natura di tali risorse: se queste ultime sono facilmente ed efficacemente trasferibili, ben integrandosi con quelle esistenti e producendo nuovi fattori di vantaggio competitivo, l'opzione dell'acquisizione risulta essere la strada giusta; al contrario, in presenza di risorse e competenze fortemente radicate nell'impresa, sarà meglio realizzare un investimento di tipo greenfield.

1.4 Fattori di attrattività degli investimenti diretti esteri

Una volta prese in considerazione le numerose tipologie di investimento diretto estero, occorre soffermarsi su quei fattori che inducono l'impresa ad internazionalizzarsi; sotto questo punto di vista è possibile fare riferimento da un lato ai, cosiddetti, fattori di attrattività, dall'altro alle spinte di natura interna ed esterna alla società, passando per l'ampia letteratura manageriale che ha analizzato a fondo il fenomeno.

In tal senso, nella valutazione che un investitore straniero effettua, per analizzare il grado di attrattività dell'impresa bersaglio e del paese di riferimento, è necessario prendere in considerazione, oltre alla convenienza economica dell'operazione stessa, anche determinati fattori che sono in grado di influenzarne le ragioni della scelta; tali fattori possono essere più o meno rilevanti a seconda dell'operazione che si vuole porre in essere o del contesto in cui la stessa operazione si viene ad inserire.

La prima determinante che l'investitore diretto estero prende in considerazione è la struttura del mercato; struttura che viene influenzata dalla dimensione e dal tasso di

crescita della domanda, dalle caratteristiche qualitative della stessa, nonché dalla prossimità ad altri mercati. Alla struttura del mercato si aggiungono i fattori concernenti le risorse umane, quindi la qualità e il costo del lavoro, le infrastrutture di cui è possibile beneficiare e il tessuto economico cui fare riferimento una volta entrati nel mercato di riferimento; quest'ultimo definisce e fotografa la qualità del sistema distributivo e del sistema finanziario, l'accessibilità e la disponibilità delle materie prime e la presenza di risorse, cosiddette, country specific. Ulteriori determinanti, in grado di influenzare il grado di attrattività di un'impresa e di un sistema paese, sono rappresentate dalla presenza, più o meno incisiva, di istituzioni e politiche pubbliche, dal sistema normativo venutosi a creare, dalla qualità sociale e ambientale, nonché dall'immagine e dalla reputazione che un determinato territorio si è costruito.

In tal senso il mercato italiano, se, da un lato, presenta elementi idonei ad attrarre gli investimenti stranieri, come ad esempio la disponibilità di risorse country specific, dall'altro, è avvolto da un assetto normativo incerto, che svilisce il sistema concorrenziale nei settori, cosiddetti, strategici, ammettendo l'esercizio di poteri speciali da parte dello Stato e degli enti pubblici.

E' opportuno precisare nuovamente che i fattori di attrattività vengono ad influenzare più o meno marcatamente le scelte degli investitori stranieri a seconda della tipologia di investimento, del settore di appartenenza e delle strategie che questi ultimi vogliono porre in essere¹⁶.

Bisogna inoltre aggiungere una variabile all'equazione in questione, data dalla percezione che l'investitore sviluppa in merito a tutte queste determinanti dell'attrattività di un'impresa e del Paese in esame: un fattore come la reputazione dell'impresa può essere percepito ed analizzato in maniera distorta, per colpa della presenza di asimmetrie informative, per un problema concernente la qualità della comunicazione, nonché a causa delle relazioni istituzionali definite dagli attori in gioco¹⁷.

Paradossalmente può ben darsi la situazione in cui le determinanti in esame vengano percepite in maniera positiva, nonostante la presenza di forti disincentivi all'internazionalizzazione; tale possibilità potrebbe verificarsi anche in senso inverso.

¹⁶ Si veda CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 33 e ss. Ma anche FONTANA, CAROLI, *Economia e Gestione delle imprese*, Milano, McGraw-Hill, 2013, pp. 133 e ss.

¹⁷ Così CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, p. 39.

1.5 La teoria di Hymer¹⁸

Definiti i fattori di attrattività di un investimento diretto estero, si rende necessario aprire una parentesi riguardante la teoria generale che ha investito il fenomeno in esame. Tale teorizzazione intende individuare le ragioni che si trovano a fondamento di questo tipo di strategia imprenditoriale, cercando di trovare una regola generale che possa fungere da guida allo studio della materia, nonché ai processi decisionali che i vari investitori intendono porre in essere.

L'esame della materia prende le mosse dalle prime elaborazioni dello studioso canadese Stephen Hymer, che già a partire dai primi anni Sessanta aveva individuato le potenzialità del fenomeno degli investimenti diretti esteri; il nucleo fondamentale della sua tesi di dottorato¹⁹, infatti, voleva individuare una sostanziale differenza tra i tipi di investimento che le imprese ponevano in essere, distinguendo tra investimenti diretti e di portafoglio²⁰, questi ultimi determinati da un differenziale di rendita tra il paese di origine ed il paese della società bersaglio. Una volta definita questa fondamentale distinzione, lo studio di Hymer si concentra sulle caratteristiche del fenomeno degli IDE e sulle ragioni imprenditoriali alla base di tali strategie.

Il modello dello studioso canadese pone al centro dell'indagine l'impresa e non il singolo prodotto ed analizza il processo decisionale che induce la stessa impresa alla realizzazione di un investimento diretto estero finalizzato alla produzione locale, piuttosto che continuare con le attività di esportazione dei propri prodotti.

Inizialmente, l'impresa cresce a livello nazionale mediante un processo di concentrazione; tale concentrazione può avvenire mediante l'accrescimento delle proprie quote di mercato, nonché mediante operazioni di tipo straordinario, quali, ad esempio, fusioni ed acquisizioni: in tal modo crescono i profitti della società.

¹⁸ Cfr. HYMER, *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, McGill University, 1955; HYMER, *Direct Foreign Investment and the National Interest*, in RUSSEL, *Nationalism in Canada*, Toronto, McGraw-Hill, 1966; HYMER, *The International Operations of national firms: A study of direct foreign investment*, Cambridge, MIT Press, 1976; HYMER, *The internationalization of capital*, *Journal of Economic Issues*, n. 6, 1972; HYMER, *The Efficiency (Contradictions) of Multinational Corporations*, *American Economic Review*, vol. 60, n. 2, 1970.

¹⁹ Si veda HYMER, *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, McGill University, 1955, pp. 11-26.

²⁰ La distinzione tra investimenti diretti ed investimenti di portafoglio viene ripresa anche in UNCTAD, *World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development* e costituisce uno degli elementi principali alla base della definizione di investimento diretto estero che ONU e OCSE hanno adottato e che qui viene ripresa.

Quest'ultima viene a raggiungere, quindi, una posizione privilegiata all'interno del panorama nazionale; posizione che tuttavia le impedisce di proseguire in questo processo di concentrazione, dato ormai il ristretto numero di grandi imprese. L'elevato profitto, determinato dalla posizione di quasi monopolio, non può più essere reinvestito fruttuosamente nel mercato locale; di conseguenza, è utilizzabile per estendere tale processo di crescita al di fuori dei confini nazionali.

La crescita internazionale si traduce nella predisposizione di un'attività produttiva in loco e, secondo Hymer, può realizzarsi in due modi differenti: mediante la cessione di licenze a produttori locali oppure attraverso un investimento diretto.

Le ragioni che l'economista canadese individua come le determinanti di un investimento diretto estero sono ravvisabili soprattutto nella volontà per l'azienda di sfruttare, oltre confine, i propri vantaggi in termini di competenze, imprenditorialità e accesso ai capitali; spesso tali fattori sono più redditizi all'estero che nel Paese d'origine.

In tal senso, occorre sottolineare come le imprese straniere che investono in Italia facciano leva proprio su questi vantaggi per spiegare il loro ingresso: per un verso, il più elevato spirito imprenditoriale viene a modificare la struttura societaria al fine di renderla più efficace e confacente alle esigenze del mercato internazionale; per altro verso, la maggiore solidità finanziaria degli investitori diretti esteri garantisce un più facile accesso al capitale di credito in quanto più affidabili sotto questo punto di vista²¹.

Tuttavia, la teoria di Hymer non intende sorvolare su quelli che possono essere definiti gli svantaggi che un'impresa incontra nella predisposizione di un investimento diretto e, di conseguenza, individua i suddetti ostacoli nella necessità di sostenere quei costi connessi al bisogno di interagire con lingue, culture e, soprattutto, sistemi amministrativi differenti che rendono più onerosa l'operatività dell'investitore rispetto ai suoi concorrenti nel nuovo mercato; peraltro, lo stesso studioso canadese non trascura la rilevanza dei costi per l'acquisizione delle dovute conoscenze per essere competitivi nel nuovo territorio.

In sintesi, dunque, un'impresa investirà in un Paese straniero laddove riesca a compensare tali costi con i vantaggi e le opportunità che il nuovo mercato è in grado di offrire. Ciò comporta, necessariamente, che il fenomeno degli investimenti diretti esteri

²¹ Tali aspetti verranno, poi, approfonditi nel dettaglio nel quarto capitolo.

è osservabile solo qualora vi siano delle imperfezioni di mercato tali da indurre la società ad optare per questi ultimi, anziché per i processi di esportazione.

Attraverso, dunque, tale strumento l'impresa è in grado di abbattere il grado di concorrenza con i suoi avversari, eliminando i relativi conflitti e giovando dei benefici dati dal proprio vantaggio competitivo.

La teoria di Hymer è stata, in seguito, approfondita dall'economista John Harry Dunning, che ne ha sviluppato gli aspetti più rilevanti, pervenendo ad una teorizzazione sufficientemente corposa, tale da fungere da guida per gli investitori stranieri.

1.6 La teoria di Dunning²²

L'elaborazione teorica di Hymer pone, dunque, le basi per il pensiero dell'economista, forse, più rappresentativo in materia di investimenti diretti esteri: John Harry Dunning. I suoi studi sviluppano ed aggiornano la teoria dell'economista canadese.

Il tema degli investimenti diretti esteri raggiunge, infatti, una significativa popolarità a partire dagli anni Ottanta, periodo in cui le spinte all'internazionalizzazione dei mercati si facevano sempre più incisive²³. La materia ha, di conseguenza, attratto numerosi studiosi che hanno cercato di conferire il proprio apporto teorico allo studio del fenomeno, in modo tale da definirne i punti salienti; in particolare, appunto, gli studi dell'economista britannico Dunning hanno analizzato appieno gli aspetti più importanti della disciplina, venendo a definire schemi e paradigmi applicabili in linea generale ad ogni operazione in tal senso.

Prendendo le mosse dalla teoria del ciclo di vita internazionale degli investimenti diretti esteri, Dunning vuole sostenere che i flussi di IDE in entrata ed in uscita sono strettamente correlati al grado di sviluppo economico raggiunto dal paese di

²² Cfr. DUNNING, *Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic or Developmental Approach*, *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 122, 1981; DUNNING, *The Investment Development Cycle Revisited*, *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 122, 1986; DUNNING, *The Eclectic Paradigm of International Production: a Restatement and Some Extensions*, *Journal of International Business Studies*, vol. 19, 1988; DUNNING, *The contribution of Edith Penrose to International Business Scholarship*, *Management International Review*, vol. 43, 2003.

²³ Si veda UNCTAD, *World Investment Report 2002: Transnational Corporations and Export Competitiveness*, pp. 3 e ss.

riferimento; secondo la teoria del britannico, infatti, sarà possibile intravedere significativi flussi in uscita solo e soltanto in quegli Stati che abbiano raggiunto la maturazione economica e che vantino un sistema competitivo di imprese a livello sovranazionale²⁴; il caso italiano, peraltro, non rappresenta un'eccezione a questa regola, data la forte percentuale di investimenti diretti esteri provenienti dalle aree più sviluppate del mondo²⁵.

Dunning, inoltre, nell'elaborazione del suo pensiero, analizza il ciclo di crescita di un paese, sempre nella prospettiva degli investimenti diretti esteri, venendo a suddividere lo sviluppo economico in cinque fasi, nell'arco delle quali i flussi di IDE, in uscita ed in entrata, hanno dinamiche differenti²⁶. Nelle prime fasi, lo stato di riferimento non è in grado di ricoprire le vesti di investitore internazionale, né tantomeno riesce ad attrarre flussi in entrata, dato che i fattori di attrattività sono molto deboli. Dopo un periodo iniziale, si entra in una fase di transizione durante la quale il Paese offre buone opportunità di insediamento produttivo agli investitori stranieri; di conseguenza i flussi in entrata iniziano a crescere, rimanendo invece molto bassi quelli in uscita in quanto il sistema imprenditoriale non è ancora in grado di competere a livello internazionale.

Con la fase di crescita, le imprese dello Stato in questione iniziano a rendersi competitive sul piano sovranazionale e ciò comporta un aumento dei flussi in uscita che viene a compensare il tasso di investimenti verso l'interno, portando il peso dall'altro lato della bilancia. Il saldo tenderà a tornare in equilibrio nelle fasi successive, dopo il consolidarsi della crescita del Paese, in quanto la capacità di attrazione degli investimenti risulterà pari alla tendenza delle imprese nazionali ad andare all'estero²⁷.

Una parentesi del pensiero di Dunning si concentra anche sulla natura degli investimenti che uno Stato è in grado di attrarre nelle diverse fasi del proprio sviluppo economico: mentre nelle prime fasi l'obiettivo sarà l'acquisizione di determinate imprese in settori quali quello delle materie prime o il manifatturiero a bassa intensità

²⁴ Si veda DUNNING, *Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic or Developmental Approach*, Weltwirtschaftliches Archiv, vol. 122, 1981, pp. 677 e ss.

²⁵ Si veda UNCTAD, FDI/TNC database; INTERNATIONAL TRADE CENTER, FDI Statistic by Country, 2001-2014.

²⁶ Si veda DUNNING, *The Investment Development Cycle Revisited*, Weltwirtschaftliches Archiv, vol. 122, 1986, pp. 677 e ss.

²⁷ L'analisi di Dunning è stata verificata empiricamente: si veda UNCTAD, *World Investment Report 2006: FDI from Developing and Transition Economies, Implications for Development*, pp. 157 e ss.

tecnologica, con il crescere del proprio sistema economico ed industriale, un Paese riuscirà a vedere un aumento degli investimenti diretti esteri anche in settori ad alto valore aggiunto.

Con riferimento all'economia italiana, si pone nuovamente il problema dell'incapacità di attrarre investimenti di tipo greenfield in misura consistente, il tutto a favore della crescita delle operazioni di fusione ed acquisizione. Per altro verso, tuttavia, gli investitori stranieri nutrono un forte interesse verso quei settori ad alto tasso di specializzazione, nei quali il know how italiano è in grado di fare la differenza anche a livello internazionale.

La teoria del britannico prevede, inoltre, ulteriori sviluppi, da un lato definendo un paradigma, cosiddetto eclettico, sulla base del quale analizzare il comportamento dei singoli attori in gioco, prendendo in considerazione, dall'altro, le cause di natura sia interna che esterna che spingono un investitore o un'impresa ad internazionalizzarsi.

1.6.1 L'approccio O.L.I.

Una volta analizzato il ciclo di vita internazionale degli investimenti diretti esteri, è opportuno introdurre, come già preannunciato il paradigma eclettico introdotto dallo stesso Dunning che vuole predisporre uno schema generale applicabile ad ogni tipo di fattispecie in cui si venga a realizzare un investimento diretto estero.

Il paradigma eclettico²⁸ prende anche il nome di approccio O.L.I., che rappresenta un acronimo che sta a significare Ownership, Location, Internalization, e rappresenta uno schema sufficientemente ampio in grado di ricomprendere le più svariate situazioni. Si individuano tre condizioni che muovono l'impresa ad investire all'estero: la prima, denominata ownership advantage, si verifica laddove l'investitore disponga di particolari risorse e competenze che gli permettono di sviluppare anche nel mercato straniero un rilevante vantaggio competitivo; ma tale condizione si realizza anche nel momento in cui, grazie alla propria organizzazione a livello internazionale, l'impresa riesca a ridurre i costi di transazione ad un livello inferiore a quello dei concorrenti.

²⁸ Si veda DUNNING, *The eclectic paradigm of international production: past, present and future*, in *International Journal of the Economics of Business*, vol. 8, pp. 173 e ss.

Il secondo presupposto perché un investitore possa muoversi in senso sovranazionale prende il nome di location advantage: la società si muoverà in tale direzione in quanto troverà, in un determinato mercato straniero, le condizioni ideali per lo sviluppo delle proprie attività, in modo tale da valorizzare ulteriormente le proprie risorse e competenze; il Paese di riferimento viene a rappresentare il terreno ideale per il rafforzamento del proprio vantaggio competitivo, in quanto, da un lato, garantisce la possibilità di un ulteriore utilizzo dei propri asset da parte dell'impresa, dall'altro, agevola lo sfruttamento di specifiche risorse e condizioni operative in tale territorio.

Infine, la terza condizione, cosiddetta internalization advantage, perché un investitore si internazionalizzi vede il suo punto di forza nella possibilità di utilizzare la valenza competitiva di determinate risorse e competenze che ha a disposizione nel territorio straniero senza concederne l'utilizzo a terzi, mediante vendita o licenza: lo sfruttamento è diretto e immediato e viene a garantire la possibilità di ottenere un accrescimento del proprio vantaggio competitivo²⁹.

1.6.2 Motivazioni strategiche alla base degli investimenti diretti esteri³⁰

Il pensiero di Dunning ed in particolare il paradigma eclettico sono stati determinanti per la teorizzazione generale in materia di incentivi che muovono gli investitori verso la predisposizione di un investimento diretto estero. In tale contesto dunque si rende necessario analizzare le spinte alla base di questo tipo di strategie, il cui studio viene dunque ad integrare la teoria generale elaborata negli anni Ottanta dall'economista britannico.

Le spinte che inducono un'impresa o più in generale un investitore all'internazionalizzazione possono essere catalogate a seconda della loro provenienza: le cause infatti possono essere sia di natura interna che di natura esterna³¹.

²⁹ Per una sintesi della teoria olistica si veda CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 49 e ss. Ma anche FONTANA, CAROLI, *Economia e Gestione delle imprese*, Milano, McGraw-Hill, 2013, pp. 133 e ss.

³⁰ Cfr. AHARONI, *The Foreign Investment Decision Process*, Cambridge MA, Harvard University Press, 1966; CAROLI, *Gestione delle Imprese Internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012; VALDANI, *Marketing Globale: la Gestione Strategica nei Mercati Internazionali*, Milano, Egea, 1991; VERBEKE, *International Business Strategy*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.

³¹ Si veda CAROLI, *Gestione delle Imprese Internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 51 e ss.

Le spinte di natura interna che influenzano le scelte di investimento dipendono a loro volta dalle modalità con cui si esplica l'operazione: è possibile distinguere, a tal proposito, tra esportazioni, accordi strategici e joint venture ed investimenti diretti esteri in senso proprio includendo anche le attività di importazione, in quanto manifestano in ogni caso una presenza di stampo internazionale da parte dell'impresa stessa.

Partendo proprio dalla fattispecie delle importazioni, è possibile ravvisare l'obiettivo primario dell'investitore nella necessità di assicurarsi migliori od ulteriori condizioni di approvvigionamento. E' possibile inoltre che questi sia spinto dalla volontà di rafforzare legami di rilievo strategico con produttori esteri, che possono rivelarsi i partner ideali in tal senso.

Venendo, poi, al tema delle esportazioni, le ragioni che sono alla base dell'internazionalizzazione si trovano nelle possibilità che il nuovo mercato è in grado di garantire in termini di ricerca di diverse opportunità, nonché di sfruttamento del proprio vantaggio competitivo, in un Paese, appunto, diverso da quello di origine. La necessità di imbattersi in nuovi sbocchi commerciali può essere la conseguenza di una crescita rallentata della domanda locale o addirittura della saturazione del mercato stesso, ma anche una reazione all'intensificarsi della concorrenza, sempre a livello locale. Ma la ricerca di diverse opportunità può derivare anche e molto più semplicemente dalla presenza nel mercato, oggetto di interesse, di condizioni molto favorevoli per la realizzazione di questo tipo di operazioni.

In Italia il tema, da affrontare, ovviamente, dal punto di vista delle importazioni, è stato oggetto di analisi ed interventi statali penetranti: la volontà, più volte ostentata, di riequilibrare la bilancia dei pagamenti ha generato la necessità di imporre una normativa fiscale incisiva allo scopo di consolidare il regime e di abbattere la domanda, in modo tale da ridurre le importazioni, a parità del tasso di esportazioni. L'abbattimento della domanda (interna) ha comportato il venir meno dell'interesse ad esportare in Italia³².

Vi è, inoltre, un'ulteriore spinta all'esportazione e si tratta della volontà di acquisire nuove conoscenze in un determinato contesto economico, senza la necessità di sostenere investimenti eccessivamente onerosi. In tal senso, questa pratica di tipo

³² Così Mario Monti in un'intervista rilasciata personalmente alla CNN, nell'aprile 2012.

esplorativo può essere poi finalizzata alla realizzazione di una strategia più impegnativa, magari mediante una vera e propria operazione di investimento.

Passando alla materia degli accordi strategici, sempre in tema di spinte di natura interna all'impresa, bisogna precisare che questi ultimi rappresentano, anch'essi, una forma più tenue di investimento diretto estero in quanto non richiedono un diretto incremento della dimensione e della complessità organizzativa dell'azienda. Ciò che spinge, dunque, verso la realizzazione di questo tipo di operazioni è, appunto, la volontà dell'impresa di entrare in nuovi mercati geografici, dove però non è in grado di operare autonomamente, sia per ragioni ambientali e normative, sia per ragioni interne alla stessa che non le consentono una piena autonomia industriale e finanziaria.

Ma la necessità di stringere accordi strategici o di costituire una joint venture può sorgere anche dalla volontà della società di sviluppare conoscenze e maturare esperienze in ottica di una futura presenza più diretta nel Paese di riferimento.

Analizzando infine le ragioni che spingono verso la realizzazione in un investimento diretto estero vero e proprio, varie sono le risposte che Dunning ha trovato nel corso dei suoi studi; secondo il britannico, tali investimenti possono essere catalogati in tre categorie differenti: gli investimenti market seeking, che intendono favorire l'entrata in determinati mercati ad elevato tasso di sviluppo, in cui l'impresa sarà poi in grado di sfruttare il proprio vantaggio competitivo, a svantaggio degli operatori locali; gli investimenti natural resource seeking, orientati all'acquisizione di un accesso privilegiato agli input produttivi fondamentali, difficili da reperire e costituenti un vantaggio competitivo significativo; gli investimenti low cost seeking, che intendono insediare determinate attività produttive in aree dove i costi di produzione si abbassano consistentemente.

Occorre segnalare come gli investimenti diretti esteri in Italia siano mossi prevalentemente da ragioni di ricerca di nuovi sbocchi di mercato, caratterizzandosi dunque come investimenti market seeking³³.

Una volta analizzate nel dettaglio le spinte di natura interna che un'impresa e più in generale un investitore incontrano nel processo di internazionalizzazione, è opportuno effettuare una digressione sulle cause di natura esterna che spingono tali soggetti in questa direzione.

³³ Il tema verrà più approfonditamente analizzato nel quarto capitolo.

L'internazionalizzazione del mercato e della filiera produttiva rappresenta il primo input in tal senso e può manifestarsi secondo due modalità differenti: da un lato, analizzando la fattispecie dall'interno, il mercato di riferimento può risultare più esposto alle forze competitive internazionali e di conseguenza si innalza il livello di contendibilità della domanda e lo stesso mercato si rende più facilmente aggredibile da parte di investitori internazionali; dall'altro, invece, da un punto di vista esterno, le diverse aree di business possono tendere all'assunzione di una dimensione sovra locale, offrendo all'investitore la possibilità di espandere il proprio bacino di interesse al di fuori dei confini nazionali. A volte, soprattutto quando il sistema economico nazionale raggiunge la piena maturità se non la fase di declino, l'internazionalizzazione da opportunità si trasforma in necessità e viene a costituire una condizione quasi ineluttabile per la stessa sopravvivenza dell'impresa.

Una seconda ragione, che può costituire una spinta di natura esterna verso l'espansione sovranazionale, si ravvisa nel comportamento dei clienti, che possono anch'essi porre in essere la medesima strategia imprenditoriale. In tal caso il processo di internazionalizzazione è guidato e condotto dal cliente; la fattispecie in esame si manifesta in particolare quando l'impresa che viene guidata è un fornitore specializzato, che non può non adeguarsi alle mosse dei propri clienti, anche a livello meramente logistico.

E' opportuno, poi, considerare l'internazionalizzazione come risposta alle strategie attuate dai propri concorrenti: il rafforzamento del vantaggio competitivo di un'impresa può indurre, infatti, il suo concorrente a reagire, mediante una strategia tesa all'espansione sovranazionale. Nella maggior parte delle ipotesi, peraltro, l'internazionalizzazione è la risposta alla stessa internazionalizzazione del proprio concorrente più prossimo ed i diversi comportamenti che un'impresa può porre in essere sono i più svariati: la strada più battuta è quella imitativa, che prende il nome di bandwagon effect, e si realizza mediante, appunto, l'imitazione del comportamento dei concorrenti; in particolare l'impresa entra nel mercato estero, già penetrato dai suoi avversari, per timore di subire un peggioramento della propria situazione di mercato, di veder diminuire la propria quota o per paura di perdere il controllo di importanti fonti di vantaggio competitivo. Un'altra strategia che è possibile attuare è il cosiddetto exchange of threat e si viene a porre in essere in genere nel momento in cui bisogna reagire ad un

attacco di un concorrente estero nel proprio mercato locale; l'impresa reagisce penetrando a sua volta il mercato del proprio concorrente ed in questo modo è in grado di raggiungere diversi obiettivi: per un verso, comunica al proprio avversario la sua intenzione di reagire in maniera aggressiva; per altro verso, invece, viene a limitare la sua capacità espansiva in ambo i mercati; per altro verso ancora, può indurre il proprio concorrente a ricercare un accordo di mutuo riconoscimento della leadership competitiva nei diversi mercati geografici³⁴.

Una quarta spinta esterna verso l'internazionalizzazione può essere determinata dall'intervento di istituzioni pubbliche o di organizzazioni private, che possono venire ad offrire servizi specializzati di supporto alle stesse imprese che hanno intenzione di attuare questo tipo di strategie. Tali servizi possono essere i più svariati e vanno dalla fornitura di informazioni dettagliate sulle opportunità estere, all'accompagnamento a fiere e manifestazioni commerciali internazionali, fino a vere e proprie attività di consulenza legale, per non parlare, poi, del sostegno finanziario che ne può derivare.

Infine, l'espansione in senso sovranazionale può essere indotta anche dal presentarsi di significative opportunità commerciali; cruciale è la presenza di un cliente estero o di un intermediario che possa stimolare l'investitore in tal senso, presentando una possibilità di investimento conveniente ed imprevedibile da parte di quest'ultimo.

1.7 Le nuove teorie sugli investimenti diretti esteri

Fermo restando che la teoria di Dunning rappresenta un punto di riferimento per l'analisi del fenomeno degli investimenti diretti esteri, non si può ignorare quel che è stata l'evoluzione della teorizzazione; si rende necessario aprire una parentesi sulla cosiddetta nuova teoria degli IDE, che prende le mosse dalle intuizioni dell'economista britannico, cercando di approfondire nel dettaglio tutti quei temi che rilevano nell'analisi del fenomeno in questione. Nella maggior parte dei casi si tratta di precisazioni di una teoria, quella di Dunning, che riesce a ricomprendere le più svariate forme di internazionalizzazione; tuttavia, è innegabile affermare che la nuova teoria degli IDE individua ulteriori spunti di interesse che si rende necessario analizzare.

³⁴ Si veda CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 53 e ss. Ma anche FONTANA, CAROLI, *Economia e Gestione delle imprese*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 133 e ss.

Si ricorda, in ogni caso, che la teoria di Hymer pone le fondamenta per il contributo che Dunning ha dato alla materia, influenzando anche gli studiosi successivi e, in particolare, i pionieri della nuova teoria sugli investimenti diretti esteri.

Tale nuovo pensiero prende le mosse, come detto, dalle elaborazioni dell'economista canadese, ma anche dalla teoria del paradigma eclettico, sviluppata dal britannico. Secondo lo studioso Elhanan Helpman³⁵, l'attenzione doveva essere focalizzata sui vantaggi di proprietà e di localizzazione, cercando di ricondurre il processo decisionale delle grandi imprese, in ordine all'internazionalizzazione, in un quadro di equilibrio economico generale. Di conseguenza, la presenza di una società in un mercato diverso da quello di origine era determinata dalle differenze nella dotazione relativa e nel costo dei fattori, ipotizzando, tra l'altro, che i costi di trasporto fossero nulli. Il principale limite di tale approccio è costituito dall'impossibilità di applicare le regole generali dello stesso agli investimenti di natura orizzontale, ferma restando la sua perfetta calzabilità con lo schema degli investimenti verticali. Dato che, negli ultimi decenni, il fenomeno più rilevante nei paesi industrializzati è stato proprio quello degli investimenti orizzontali, tale modello non si è rivelato funzionale all'analisi della recente evoluzione degli IDE.

Un'ulteriore evoluzione della teoria di Dunning è stata definita da S. Lael Brainard³⁶, che identifica le ragioni che spingono verso l'internazionalizzazione in un trade-off tra i vantaggi legati alla prossimità e quelli derivanti dalla concentrazione; non più, dunque, nelle differenze nella dotazione dei fattori. Il vantaggio della prossimità deriva dalle economie di scala a livello di impresa e di conseguenza ogni competenza conoscitiva è trasferibile alle affiliate estere; ciò garantisce una maggiore vicinanza delle imprese al mercato straniero. Il vantaggio di concentrazione, invece, proviene dalle economie di scala a livello di impianto che rendono più conveniente concentrare la produzione in un'unica località affidandosi a processi di esportazione per il servizio dei mercati esteri. L'investimento diretto estero è, dunque, consigliato laddove i vantaggi della prossimità superino quelli dati dalla concentrazione.

³⁵ Si veda HELPMAN, *A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporations*, Journal of Political Economy, vol. 92, n. 3, 1984, pp. 451 e ss. Ma anche HELPMAN, KRUGMAN, *Market structure and Foreign Trade*, Cambridge MA, MIT Press, 1985.

³⁶ Si veda BRAINARD, *An Empirical Assessment Of The Proximity-Concentration Trade-Off Between Multinational Sales And Trade*, American Economic Review, vol. 87, 1997, pp. 520 e ss.

Una teoria diametralmente opposta definisce l'internazionalizzazione come un processo per l'acquisizione e lo sviluppo di risorse distintive su cui basare, poi, il proprio vantaggio competitivo. Tale modello individua tre determinanti del processo: il resource linkage è il fattore che induce l'investitore ad andare oltre frontiera al fine di sviluppare collegamenti con altri soggetti, mediante i quali, quindi, accedere a risorse e competenze distintive non presenti nel Paese d'origine. La seconda determinante è rappresentata, invece, dal resource leverage e definisce la capacità di un'impresa di far leva sulle proprie risorse per entrare in contatto con soggetti di livello internazionale; tale strategia determinerà un'evoluzione di risorse e competenze della società molto più rapida della crescita che sarebbe avvenuta nel solo territorio nazionale. Infine, il resource learning testimonia come una ragione imprenditoriale alla base del processo di internazionalizzazione sia la possibilità di aumentare le opportunità di apprendimento, da un lato, delle peculiarità dei mercati internazionali, dall'altro, delle tecniche e degli strumenti di gestione. Tale modello, ideato da Mathews, prende anche il nome di LLL Framework³⁷.

Un altro filone dottrinale, che nasce con la Scuola Scandinava, approfondisce le modalità di espansione di una data impresa proponendo un'idea di evoluzione incrementale³⁸. Mentre in un primo momento la società avvia la propria attività con un modesto impiego di risorse ed in aree culturalmente vicine a quella del mercato di origine, in un momento successivo questa si rafforza ed estende l'attività stessa, anche all'estero, sulla base dei risultati raggiunti. In base al modello qui analizzato, il processo di internazionalizzazione continua sempre in senso espansivo, con un progressivo impiego di risorse e competenze sul piano internazionale; dalla combinazione di questi due ultimi fattori interagiscono dipende l'intensità con cui l'impresa sviluppa la sua presenza estera.

Ancora, Charles Hill evidenzia, nel suo paradigma, le ragioni strategiche che, a parer suo, influenzano i processi di espansione produttiva all'estero: da un lato, la pressione per la riduzione dei costi ed il relativo aumento di efficienza, dall'altro, la

³⁷ Si veda MATHEWS, *Dragon Multinationals: New Players in 21st Century Globalization*, Asia Pacific Journal of Management, vol. 23, 2006, pp. 5 e ss.

³⁸ Si veda FORSGREN, *The Concept of Learning in the Uppsala Internationalization Process Model: a Critical Review*, International Business Review, vol. 11, 2002, pp. 257 e ss. Ma si veda anche JOHANSON, VAHLNE, *The Uppsala Internationalization Process Model Revisited: from Liability of Foreignness to Liability to Outsidership*, Journal of International Business Studies, vol. 40, n. 9, 2009, pp. 1411 e ss.

necessità di adattamento locale, che rappresenta la capacità di differenziare l'offerta in base alla domanda nei diversi mercati geografici³⁹.

La teorizzazione di un modello che funga da guida per gli investitori diretti esteri e per lo Stato e gli enti pubblici nell'attuazione delle proprie rispettive strategie prevede un costante processo evolutivo che individui le ragioni sottese alla realizzazione di tali tipi di strategie. Sembra emergere un particolare favor, da parte della letteratura manageriale, per lo sviluppo del fenomeno in esame; tuttavia, non si può non notare come il tema venga sempre analizzato dal punto di vista dell'investitore e mai con riferimento all'impresa bersaglio; occorre chiedersi, dunque, se il vantaggio che questi ottiene non determini uno svantaggio per quest'ultima: tale interrogativo passa inevitabilmente per un'analisi approfondita degli effetti che gli investimenti diretti esteri sortiscono, in modo tale da tracciare un quadro d'insieme che permetta una valutazione oggettiva del fenomeno.

1.8 L'evoluzione del fenomeno degli investimenti diretti esteri

Il fenomeno degli investimenti diretti esteri ha vissuto numerose fasi evolutive che lo hanno portato ad essere, oggi, un tema oggetto di studio approfondito, data la notevole espansione realizzatasi negli ultimi decenni. Già nei primi anni del Novecento i principali gruppi di imprese statunitensi ed europei iniziarono ad aprire società operative in Paesi diversi da quelli d'origine; negli anni Cinquanta emerge il fenomeno delle grandi multinazionali che iniziano a rivestire un ruolo di primo piano non solo dal punto di vista economico; gli investimenti avviati da queste ultime rappresentano un fattore determinante anche per quanto riguarda la crescita dei Paesi, cosiddetti, in via di sviluppo⁴⁰.

Ciò che, in ogni caso, preme rilevare è come il flusso di investimenti diretti esteri sia rimasto sostanzialmente costante fino alla prima metà degli anni Ottanta, mantenendo il proprio valore sempre al di sotto dei cento miliardi di dollari; peraltro,

³⁹ Si veda HILL, *International Business: Competing in the Global Marketplace*, New York, McGraw-Hill, 2005.

⁴⁰ Si veda CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 24 e ss. Ma anche BARBA NAVARETTI, VENABLES, *Multinational Firms in the World Economy*, Princeton, Princeton University Press, 2004.

tale flusso si è concentrato, in linea di massima, in poche aree delle economie sviluppate del mondo, in quanto gli investimenti nei Paesi economicamente meno avanzati erano, prevalentemente, orientati all'acquisizione di materie prime.

Nella seconda metà degli anni Ottanta e, definitivamente, negli anni Novanta il fenomeno in questione assume un ruolo di primo piano per lo sviluppo del sistema economico mondiale; i flussi iniziarono a crescere prepotentemente, con una lieve flessione negli anni 1990-1991, raggiungendo il picco, dopo un incremento sempre crescente, a cavallo del nuovo millennio: il valore stimato degli investimenti diretti esteri nell'anno 2000 ha toccato quota 1400 miliardi di dollari.

Dopo gli attentati dell'11 settembre 2001 il fenomeno in esame ha registrato un forte rallentamento; occorre rilevare, tuttavia, che tale rallentamento ha colpito, per la maggior parte, quei Paesi con un'economia sviluppata: il fenomeno ha, infatti, incontrato un significativo regresso dell'attività economica nelle principali economie industriali, nonché una netta diminuzione delle transazioni nel mercato azionario. D'altra parte l'elevato livello di incertezza, dovuto a tali eventi, tra cui un maggior rischio politico percepito ed associato alla guerra e al terrorismo, può aver indotto le imprese a porre in essere un atteggiamento attendista; è risaputo, infatti, che numerose società, dopo l'11 settembre 2001, bloccarono degli investimenti che avevano pianificato⁴¹.

Tale momento di incertezza e di declino del fenomeno si fermò nel 2003, quando la dinamica espansiva riprese in maniera ancora più intensa che nel decennio precedente. Nel 2007 si raggiunse il picco di investimenti diretti esteri più alto, ancora oggi, mai registrato, arrivando a quasi 2200 miliardi di dollari.

La crisi economica ha, successivamente, avuto un impatto significativo sui flussi, impedendo, di conseguenza, la costante crescita del fenomeno; l'inversione di tendenza ha, infatti, registrato un ritorno della quota degli investimenti diretti esteri ai livelli del 2001, con una diminuzione di quasi 700 miliardi di dollari (si tratta del 30% dei flussi registrati nel 2007)⁴².

E' importante segnalare che, ancora una volta, la forte regressione si è concentrata, perlopiù, nei Paesi con le economie maggiormente sviluppate, in quanto i

⁴¹ Si veda UNCTAD, *World International Report 2002: Transnational Corporations and Export Competitiveness*, pp. 3 e ss.

⁴² Si veda UNCTAD, *World International Report 2014: Investing in the SDGs, An Action Plan*, pp. XIII e ss.

flussi di investimento sono fortemente influenzati dall'andamento dei corsi azionari nei mercati mondiali, poiché una parte molto considerevole degli investimenti diretti esteri è realizzata mediante operazioni di fusione od acquisizione.

La crisi economica degli anni 2007-2008 rappresenta un importante crocevia per il fenomeno in esame: in ogni caso, l'Europa, il Nord America ed il Giappone rappresentano ancora la principale origine e destinazione degli investimenti diretti esteri, tuttavia crescente si dimostra la rilevanza delle economie emergenti, in particolare nelle vesti di destinazione dei flussi. Volendo riportare le dimensioni dell'inversione di tendenza, basti segnalare come i Paesi sviluppati abbiano registrato il 69% degli investimenti in entrata nel 2007 e solo il 51% nel 2009, mentre in uscita si è passati dall'85% al 74%. Nel 2015 si è passati addirittura ad una percentuale del 45% per gli IDE in entrata e del 65% in uscita.

Tra le economie emergenti, un ruolo di primo piano viene rivestito dalla Cina che tra il 2003 e il 2009 ha quasi triplicato le operazioni all'estero, non rallentando neanche nel periodo 2007-2009; allo stesso modo India e Brasile hanno incrementato i propri flussi in uscita del 50%, mentre la Russia ha raggiunto quota 30% in più⁴³.

Ad oggi il flusso di investimenti diretti esteri si trova in una fase di trend negativo con una diminuzione, nel 2014, pari al 16%; si è passati dai 1500 miliardi di dollari del 2013, in leggero aumento rispetto all'anno precedente, ai 1250 miliardi di dollari del 2014, appunto. Tale diminuzione degli investimenti è dovuta principalmente alla fragilità dell'economia globale, alla mancata previsione di politiche certe per gli investitori e al precario equilibrio geopolitico che accentua rischi ed incertezze. A quest'ordine di ragioni bisogna aggiungere anche l'alto tasso di disinvestimento che ha caratterizzato l'anno 2014. Tuttavia, ancora una volta, occorre segnalare come tale crollo caratterizzi solo i Paesi con un'economia già sviluppata, in quanto quelli in via di sviluppo hanno visto crescere la percentuale di investimenti diretti esteri sia in uscita che in entrata.

In ogni caso occorre segnalare come la percentuale di investimenti realizzati mediante fusioni o acquisizioni sia aumentata nel 2014 rispetto all'anno precedente in maniera significativa: l'incremento di tali operazioni si attesta intorno al 16% per quanto riguarda i Paesi sviluppati, mentre raggiunge il 66% nei Paesi in via di sviluppo

⁴³ Così CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 25 e ss. Ma anche UNCTAD, FDI/TNC database.

ed in quei sistemi economici che prendono il nome di economie di transizione. Ciò che ha, di conseguenza, determinato il decrescere del flusso di investimenti diretti esteri è dato dal leggere declino degli investimenti greenfield, in particolare nelle economie di transizione⁴⁴.

Ad ogni modo, si prevede per gli anni a venire un aumento anche considerevole del flusso di investimenti, dovuto innanzitutto alle forti prospettive di crescita degli Stati Uniti d'America; a tutto ciò bisogna aggiungere una politica monetaria accomodante delle varie banche centrali nei territori economicamente più sviluppati, i continui processi di liberalizzazione degli investimenti e di promozione di misure e incentivi, nonché gli effetti, stimolanti, dell'abbassamento dei prezzi del petrolio sulla domanda aggregata.

Tuttavia, i rischi, economici e politici, legati alle incertezze nella zona euro, a potenziali ricadute in contrasti geopolitici di rilievo, nonché alla vulnerabilità economica dei Paesi emergenti potrebbero interferire con il recupero di un tasso crescente del flusso di investimenti diretti esteri.

Bisogna sottolineare, inoltre, come il ruolo delle grandi multinazionali sia tornato ad essere cruciale per la realizzazione di tale tipo di operazioni: si registra infatti un netto miglioramento per quanto riguarda la predisposizione di tali soggetti istituzionali ad investire le proprie riserve liquide per la realizzazione di fusioni o acquisizioni transfrontaliere⁴⁵.

Le previsioni, appena enunciate, effettuate dall'UNCTAD nel World Investment Report del 2015, aventi come base analitica l'anno 2014, vengono in un certo qual modo confermate dall'OCSE nei report di analisi annuale, nei quali viene presentata una fotografia dettagliata di tutte le statistiche riguardanti gli investimenti diretti esteri. L'istituto, infatti, registra un incremento del flusso nell'anno 2015, rispetto al 2014, pari al 25%; gli investimenti diretti esteri toccano quota 1730 miliardi di dollari, raggiungendo il livello più alto registrato dal 2007 e dalla crisi finanziaria. I principali protagonisti del trend positivo sono, in particolare, gli Stati Uniti d'America, i quali sono stati in grado di attrarre investimenti dall'estero in maniera significativa (200 miliardi di dollari circa), la Cina ed Hong Kong.

⁴⁴ Si veda OECD, *FDI in Figures, April 2016*, pp. 3 e ss.

⁴⁵ Così UNCTAD, *World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance*, pp. 14 e ss.

Occorre tuttavia precisare che l'incremento dei flussi di investimento è dovuto in larga parte alle ristrutturazioni aziendali avviate dalle grandi compagnie, piuttosto che alla realizzazione di investimenti di segno produttivo. In terra americana, ad esempio, l'incremento dei flussi è stato guidato, perlopiù, dalla necessità, per le grandi imprese, di ridurre la propria pressione fiscale; livelli record di investimenti diretti esteri in entrata sono stati registrati a Hong Kong, in Svizzera ed in Irlanda, mentre gran parte del flusso in uscita è stato condotto dai Paesi Bassi.

Volendo analizzare in maniera più approfondita il trend degli investimenti mondiale, è possibile notare come il flusso in entrata, negli Stati membri dell'Unione Europea, si attesti intorno ai 434 miliardi di dollari, con un aumento, nel 2015, del 54% rispetto all'anno precedente; tale cifra rappresenta circa un quarto del totale degli investimenti diretti esteri in tutto il mondo. Dall'altro lato, invece, il flusso in uscita raggiunge quota 508 miliardi di dollari (+75% rispetto al 2014). Tali livelli, sicuramente positivi e promettenti, rimangono, tuttavia, sempre al di sotto di quelli precedenti la crisi economica⁴⁶.

Permane, come peraltro già era stato accennato in precedenza, la posizione di predominio assoluto degli Stati Uniti, primi in classifica su entrambi i fronti, sia in entrata che in uscita; a seguire la Cina seconda, anch'essa in ambo i fronti.

1.8.1 Il caso italiano⁴⁷

La fotografia scattata da OCSE, UNCTAD e Confindustria, avente come protagonista le dinamiche degli investimenti diretti esteri in Italia, mostra agli analisti uno schema profondamente altalenante, suddivisibile in più fasi di crescita e di decrescita, il quale rende particolarmente complicato l'esame del caso italiano.

Fino al 2009, anno in cui la crisi economica e finanziaria non aveva ancora sortito i suoi effetti più incisivi nel Bel Paese, quest'ultimo risultava largamente staccato

⁴⁶ Si veda INTERNATIONAL TRADE CENTER, FDI Statistic, 2001-2014. Ma anche EUROSTAT, *Foreign Direct Investment Statistics*, 2014.

⁴⁷ Cfr. INTERNATIONAL TRADE CENTER, FDI Statistic by Country, 2001-2014; UNCTAD, FDI/TNC database; UNCTAD, *Bilateral FDI Statistics*, 2014; ICE, *L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane*, 2014. Ma anche ISTAT, *Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia*, 2013. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2015.

dai principali Stati membri dell'Unione Europea, quindi Germania, Regno Unito e Francia, tuttavia ricopriva una posizione invidiabile, superando tutti gli altri Paesi, anche quelli in un certo qual modo concorrenti. La crisi del 2007, peraltro, non fermò il flusso di investimenti in entrata, che in quell'anno si fermò intorno al 4% di tutti quelli confluiti all'interno dell'Unione Europea, raggiungendo addirittura l'8% nel 2009; la diminuzione del flusso è stata, dunque, inferiore, rispetto a quella registrata negli altri Paesi, in particolare in quelli leader⁴⁸.

Secondo le stime dell'UNCTAD, riportate in World Investment Report 2006, l'Italia era sesta per intensità localizzativa dei cento maggiori gruppi transnazionali, dietro a Stati Uniti, Gran Bretagna, Olanda, Germania e Francia: ciò comporta che le principali compagnie internazionali ritenevano necessario essere presenti nel mercato italiano. Oltre 81 di questi gruppi si sono orientati in tal senso (il Regno Unito, primo tra i paesi europei, ne conta 91). Tuttavia, qualora si prendesse in considerazione tale indice, con riferimento ai gruppi transnazionali originari dei Paesi in via di sviluppo o passanti per una fase di transizione, sarebbe possibile notare come l'Italia venisse a ricoprire una posizione molto inferiore, con un valore pari a 7,5.

Questi dati testimoniano come l'Italia fosse debole sul piano dell'attrazione per quanto riguarda i gruppi transnazionali medi e medio grandi, nonché di tutti quelli provenienti dalle aree economicamente meno consolidate.

Sempre l'UNCTAD ha condotto un'indagine avente ad oggetto il confronto tra il potenziale di attrattività di ogni Paese con le performance realizzate in termini di effettiva attrazione degli investimenti diretti esteri nel proprio territorio. L'Italia rientra all'interno di quel gruppo di paesi caratterizzati da performance inferiori rispetto al potenziale; di conseguenza, il Bel Paese riesce ad attrarre meno investimenti di quelli che potrebbe, in base alla qualità complessiva dei fattori di natura macro e micro economica.

Bisogna, inoltre, distinguere a seconda del tipo di investimento realizzato. A tal proposito occorre evidenziare come gli investimenti effettuati mediante operazioni di fusione o acquisizione avessero una rilevanza nettamente maggiore rispetto agli investimenti di tipo greenfield: questi ultimi infatti tendevano a presentarsi con meno

⁴⁸ Così CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 29-30.

frequenza nel mercato italiano. Significativa a tal proposito era il rapporto tra gli investimenti di tipo greenfield in uscita e in entrata: nel 2009 erano 433 contro 166.

Questa la situazione fino al 2009. Negli anni successivi, anni in cui l'effetto della crisi si è fatto sentire anche in terra italiana, il flusso di investimenti sia in entrata che in uscita è mutato di intensità senza lasciare indizi che consentissero agli analisti di individuare una costante nelle varie dinamiche.

In base ai dati Istat, elaborati poi successivamente da Confindustria⁴⁹, il biennio 2010-2011 ha visto un aumento significativo (nel 2011) del flusso in entrata, dopo il crollo nell'anno precedente, passando da circa 9 miliardi di dollari a 34 miliardi di dollari. Tale aumento considerevole è dovuto, principalmente, alle grandi operazioni di acquisizione delle aziende italiane da parte di investitori stranieri, i quali, approfittando dei prezzi di saldo delle stesse a causa della crisi, hanno preso il controllo dei cosiddetti gioielli dell'imprenditoria italiana, per citarne alcuni Bulgari e Parmalat.

Ciò che tuttavia preoccupa è dato dal fatto che dal 2010 al 2011 si è assistito ad una variazione di segno negativo degli investimenti greenfield, che sono diminuiti del 52%. Tale fenomeno evidenzia l'incapacità dell'Italia di attrarre gli investimenti che realizzino progetti a lungo termine e che manifestino l'intenzione per gli investitori stranieri di rimanere sul territorio. Inoltre, gli investimenti in ricerca e sviluppo, nonché quelli di tipo industriale rappresentano ancora una minima parte dell'intero stock.

Questa tendenza negativa ha condotto ad un vertiginoso calo degli investimenti diretti esteri nell'anno 2012, anno in cui si è toccato quota 93 milioni di dollari, rispetto ai 34 miliardi dell'anno precedente⁵⁰.

Diversi fattori hanno concorso a tale risultato: in particolare l'incapacità, appena citata, di attrarre investimenti di tipo greenfield; incapacità che ha generato un profondo disinteresse negli investitori stranieri, una volta venute meno quelle operazioni di acquisizione che risultassero profondamente vantaggiose, in quanto effettuate a prezzo di saldo. A tale ordine di ragioni va aggiunta l'emanazione del Decreto Legge 21/2012 che ha rappresentato un forte deterrente alla penetrazione, da parte di investitori e imprese stranieri, del mercato italiano.

⁴⁹ I dati qui riportati sono stati presentati da Confindustria e dal Comitato Investitori Esteri di Confindustria, il 12 aprile 2012 a Milano, durante il convegno "Più mondo in Italia: Attrarre investimenti esteri per crescere".

⁵⁰ Si veda sempre UNCTAD, FDI/TNC database.

Infine, occorre segnalare la prepotente politica fiscale attuata dal Governo Monti: la volontà, più volte ostentata, di riequilibrare la bilancia dei pagamenti ha generato la necessità di imporre una normativa fiscale incisiva allo scopo di consolidare il regime e di abbattere la domanda, in modo tale da ridurre le importazioni, a parità del tasso di esportazioni. L'abbattimento della domanda (interna) ha comportato il venir meno dell'interesse ad investire in Italia⁵¹.

Negli anni successivi al 2012, il flusso di investimenti è cresciuto considerevolmente, dopo il raggiungimento del picco negativo di 93 milioni proprio nel 2012, arrivando a quota 24 miliardi nel 2013. Dopodiché si è assistito fino al 2015 ad un calo costante del flusso toccando i 19 miliardi nel 2014 e circa 15 miliardi nel 2015.

Occorre rilevare, in ogni caso, come le imprese a capitale estero abbiano un ruolo importantissimo nell'economia italiana, nonché un impatto molto significativo sulla crescita e sullo sviluppo dell'innovazione.

Gli investitori stranieri rappresentano una componente rilevante del sistema economico italiano: hanno un ruolo incisivo in ambito occupazionale, garantendo più di un milione di posti di lavoro, e sono in grado di generare un fatturato pari a 445 miliardi di euro all'anno. Concorrono, peraltro, alla crescita del PIL italiano, nella misura del 5,2%.

Tali imprese a capitale straniero, benché non numerose, rappresentano un esempio virtuoso in materia economica, in quanto se, da un lato, costituiscono una percentuale molto bassa di tutte le società presenti sul territorio, dall'altro, generano un'offerta di lavoro decisamente superiore rispetto alle colleghe italiane, nonché un valore aggiunto più che significativo dato l'esiguo numero di attori in gioco. Ancora, gli investimenti in ricerca e sviluppo risultano promossi in proporzione maggiore da tali investitori stranieri, rispetto alle società italiane. Tuttavia, nonostante l'atteggiamento positivo di questi dopo aver realizzato l'investimento, occorre evidenziare come i flussi provenienti dall'estero si concentrino solo in poche regioni, in particolare in Lombardia, Piemonte e Lazio; tali investimenti sono, peraltro, limitati anche nelle regioni dove sono più concentrati, venendo a colpire le aree maggiormente sviluppate come le città metropolitane e quindi le aree di Milano, Torino e Roma.

⁵¹ Così Mario Monti in un'intervista rilasciata personalmente alla CNN, nell'aprile 2012.

1.8.2 (Segue) L'incidenza degli investimenti diretti esteri in Italia

Le peculiarità che emergono da una fotografia istantanea degli investimenti diretti esteri in Italia sono, in particolare, la presenza di imprese più grandi, tendenzialmente europee, concentrate nelle aree più ricche e in settori a maggiori intensità tecnologica o di ricerca.

Sulla base delle indagini sviluppate dall'Istat, l'Italia, nel 2011, contava 13527 imprese partecipate dall'estero; nel 2013 diventano 13165. Queste impiegavano ed impiegano più di 1 milione di occupati nel paese. Si tratta di società caratterizzate da dimensioni ampiamente superiori alla media nazionale e che vantano performance migliori in termini di produttività e redditività. Peraltro le imprese straniere in Italia originano il 23,3% della spesa in tema di ricerca e sviluppo e delle esportazioni del paese. In altre parole queste ultime rappresentano uno strumento fondamentale per tenere l'Italia agganciata a standard produttivi e manageriali sempre più internazionali; bisogna infatti sottolineare che le imprese estere nel Bel Paese veicolano quasi la metà delle importazioni totali⁵².

Per questa ragione le imprese estere tendono a concentrarsi, come già accennato in precedenza, nelle aree più competitive e meglio integrate con i canali internazionali. In termini di distribuzione territoriale emergono le aree economicamente forti del paese, caratterizzate oltre che dalla presenza di cluster produttivi di elevata specializzazione, anche dai più elevati livelli di produttività (Milano, da sola, pesa per oltre un terzo degli IDE in entrata).

La forte focalizzazione degli investitori esteri sui temi legati alla tecnologia e all'innovazione emerge anche nell'incidenza che gli investimenti stranieri hanno nei vari settori. Chimica farmaceutica, elettronica, industria automobilistica, meccanica rappresentano quei settori dove tale incidenza è più prepotente. Più in generale, si ravvisa un quadro settoriale degli investimenti diretti esteri che risulta contemporaneamente complementare ed allineato ai vantaggi competitivi dell'Italia. Da

⁵² Si veda ICE, *L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane*, 2014. Ma anche ISTAT, *Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia*, 2015; ISTAT, *Commercio Estero e Attività Internazionali delle imprese*, 2015. PISCITELLO, RABBIOSI, *The impact of inward FDI on local companies' labour productivity: evidence from the Italian case*, in *International Journal of the Economics of Business*, 2005, pp. 35 e ss.

un lato, vengono a colmare vere e proprie lacune del sistema nazionale⁵³, dall'altro premiano la specializzazione italiana⁵⁴. In quest'ultimo caso, gli investitori guardano all'Italia in quanto dispone di risorse uniche e utilizzano il Paese come piattaforma produttiva non solo per il mercato interno, ma anche in un'ottica globale⁵⁵.

Se il premio della specializzazione italiana guida soprattutto il settore manifatturiero, l'internazionalizzazione crescente nei comparti della distribuzione e degli altri servizi è utile per mettere in evidenza altri due aspetti fondamentali che spingono gli IDE nei paesi avanzati. Da un lato gli investimenti diretti esteri premiano le potenzialità del mercato interno, mediante ad esempio un intervento nel commercio o nella logistica, dall'altro ricercano processi di apertura che rendono accessibile il mercato, attraverso gli investimenti finanziari. Anche in queste situazioni il confronto tra la redditività e l'efficienza rispetto alle società a controllo interno mettono in luce il particolare contributo positivo delle multinazionali estere al miglioramento degli standard nazionali⁵⁶.

L'adeguamento a tali standard internazionali si traduce anche in miglioramenti organizzativi che sono generalmente tanto più evidenti quanto maggiore è la presenza di grandi economie avanzate fra gli investitori. Il caso italiano mostra come la matrice geografica dell'internazionalizzazione abbia una tipizzazione fortemente occidentale. Con riferimento al diverso contributo legato ai diversi paesi investitori occorre evidenziare, come rispetto a una minore incidenza in termini di fatturato le partecipate statunitensi mostrino risultati più importanti in termini di valore aggiunto. Al contrario le controllate asiatiche, a fronte di un'incidenza ancora relativa per altre variabili, mostrano un peso relativamente più sostenuto sul fatturato complessivo, e soprattutto sulla quantità di importazioni attivate, sottolineando il ruolo delle affiliate locali nell'approvvigionamento.

Negli ultimi vent'anni gli investimenti diretti esteri sono stati fra i principali e più potenti motori dell'ultima fase della globalizzazione. Segnati da una flessione

⁵³ È il caso ad esempio dei 16 miliardi di fatturato prodotto da multinazionali dell'elettronica e dell'elettrotecnica (fonte: ICE).

⁵⁴ 24 miliardi nella meccanica, 17 nell'alimentare e 5 nel tessile moda (fonte: ICE).

⁵⁵ Nella meccanica per esempio il 26% delle esportazioni italiane si realizza grazie alle multinazionali estere nel paese; il contributo delle imprese a controllo estero sull'export è rilevante anche in settori tradizionali come alimentare e abbigliamento dove è rispettivamente del 15 e del 10% (fonte: ICE)..

⁵⁶ Ad esempio il costo del lavoro e quindi anche gli stipendi pagati ai dipendenti sono nel caso delle imprese estere sempre superiori alla media nazionale.

significativa, come già accennato in precedenza, durante la crisi del 2009 gli ultimi anni hanno mostrato una ripresa dei flussi che seppure lontani dai picchi del biennio precedente la crisi hanno già recuperato e superato quella del periodo immediatamente successivo. Nel disegnare lo scenario dei prossimi anni, commercio internazionale e investimenti esteri si presentano quindi come un importante fattore guida di sviluppo dell'economia soprattutto per quei paesi che, essendo caratterizzati, dalla debolezza del mercato interno e dalla bassa disponibilità di casse delle imprese affidano a domanda estera e capitali internazionali la strada della ripresa.

In Italia, tuttavia, tale parallelismo fra IDE e commercio sembra funzionare solo in parte. Il Bel Paese, infatti, nonostante sia una tra le prime dieci potenze industriali, non è tra le prime 20 posizioni nella graduatoria degli investimenti diretti esteri in entrata. Peraltro, il divario con gli altri paesi europei si è addirittura irrobustito rispetto ai primi anni Novanta e solo in tempi più recenti è emerso qualche segnale di miglioramento o, quantomeno, di parziale allineamento agli standard europei. Permane, in ogni caso, un significativo divario che si misura sulla base dei differenziali del peso dello stock di investimenti stranieri sul PIL⁵⁷, sul contributo all'occupazione nazionale⁵⁸, sul numero di acquisizioni ogni anno⁵⁹, sugli investimenti greenfield⁶⁰. Alla base di tale differenziale vi sono delle ragioni strutturali per le quali si rendono necessarie azioni di lungo periodo, quali in particolare un intervento sul tema infrastrutturale o su quello della specializzazione dei lavoratori, ma anche elementi con orizzonti relativamente più brevi, come ad esempio una semplificazione amministrativa o lo sviluppo di un mercato dei capitali che favorisca i trasferimenti. Quel che è sicuro è il costo opportunità legato alla bassa attrattività del nostro mercato⁶¹.

Tale ultimo valore è valutabile a partire dal contributo positivo di quegli investitori che già sono presenti in Italia. Gli investimenti dall'estero hanno un peso marginale per quanto concerne il numero delle imprese a controllo esterno; ciò nonostante rappresentano il 23,3% della spesa in ricerca e sviluppo e, fatto poco noto, contribuiscono in maniera sostanziale anche al successo del made in Italy nel mondo⁶².

⁵⁷ Nel 2011 i valori percentuali erano: Italia 19, Germania 23, Francia 40

⁵⁸ Nel 2011 i valori percentuali erano: Italia 7.5, Germania 10, Francia 11

⁵⁹ Nel 2013 ve ne sono state in Italia 180, in Germania 466, in Francia 347

⁶⁰ Nel 2013 ve ne sono stati in Italia 113, in Germania 784, in Francia 412

⁶¹ Si veda sempre ICE, *L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane*, 2014.

⁶² Nel 2011 il 25% dell'export italiano nasce da multinazionali estere nel paese.

Gli investimenti diretti esteri, secondo le indagini dell'Istituto nazionale per il Commercio Estero, nonché in base alle statistiche elaborate dall'Istat, costituiscono quasi un anello per tenere agganciata l'Italia alle catene globali del valore che nel corso dei prossimi anni andranno a ridefinire la produzione globale. Guardano con particolare attenzione alla crescita tecnologica, si concentrano e valorizzano i vantaggi competitivi dei vari settori, come dei territori dove si insediano; stimolano il rafforzamento del legame con le grandi potenze occidentali, che rappresentano, per un verso, il riferimento strategico per immaginare una piattaforma produttiva comune che sia transnazionale o addirittura transcontinentale, ponendo, in primo luogo, l'attenzione su Europa e Stati Uniti, per altro verso invece, lo strumento per il passaggio di conoscenza, tecnologia e upgrading industriale fra i soggetti coinvolti.

1.9 Le caratteristiche degli investimenti diretti esteri in Italia

Da un primo esame dei dati sulle imprese acquisite da operatori esteri raccolti dall'Istituto nazionale per il Commercio Estero e dall'Istat è possibile evidenziare alcune caratteristiche proprie del fenomeno, con riferimento al mercato italiano⁶³.

Innanzitutto, l'evoluzione delle acquisizioni se rapportata all'andamento del fatturato dell'intera economia si conferma fortemente pro-ciclica: la crisi economica ha in tal senso inciso significativamente sugli investimenti diretti esteri in entrata, che hanno tuttavia evidenziato un immediato recupero, seppur discreto negli anni immediatamente successivi; il crollo del 2012 ha preceduto un forte incremento nell'anno seguente. Tuttavia, il trend degli ultimi due anni, come peraltro già accennato in precedenza, presenta un flusso in costante discesa.

Nonostante l'attenzione degli investitori stranieri sia rivolta, in linea generale, sulle imprese di media grande dimensione, non sorprende un elevato numero di acquisizioni di società più piccole. In un'ottica di integrazione all'interno di una struttura multinazionale, lo svantaggio competitivo dell'azienda acquisita si riduce in maniera significativa: nascono, infatti, nuove opportunità, sicché si vengono a stabilire interazioni virtuose che sostengono la produttività della multinazionale stessa.

⁶³ Si veda sempre ICE, *L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane*. Ma anche ISTAT, *Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia*.

La distribuzione settoriale delle imprese acquisite conferma un approccio di tipo market seeking⁶⁴, con riferimento ai flussi di investimento diretto estero. I comparti principali del Made in Italy mantengono un buon livello di attrattività nei confronti degli operatori internazionali, tuttavia, in base alle indagini portate avanti da Istat e ICE, è possibile notare una significativa presenza estera nei settori a maggiore intensità tecnologica e caratterizzati da economie di scala. Rileva, peraltro, un elevato interesse per la competitività italiana nei settori dei beni strumentali.

Sempre proseguendo nell'analisi delle caratteristiche degli investimenti diretti esteri in Italia, è possibile notare come la distribuzione geografica rispecchi appieno gli squilibri territoriali strutturali dell'economia italiana. Le aree più deboli e meno sviluppate del Paese continuano a patire la mancanza di una visione strategica, da parte delle istituzioni presenti nel proprio territorio, che sia in grado di supportarne l'attrattività, sia livello nazionale che internazionale. Occorre segnalare in particolar modo i ritardi in ambito infrastrutturale e in tutti quei fattori chiave per lo sviluppo del territorio, come il capitale tecnologico e umano ad alta specializzazione, la sicurezza sul lavoro, l'efficacia e l'efficienza burocratica, il grado di apertura del sistema economico locale; tutti fattori che frenano la creazione di un ambiente ideale per lo sviluppo di un mercato che sia al livello degli standard internazionali.

Preme, a questo punto, esaminare quei fattori e quelle caratteristiche, proprie delle imprese italiane, che spingono gli investitori stranieri ad investire nelle stesse, nonostante le condizioni del mercato interno non siano favorevoli al loro ingresso.

Uno dei fattori di attrattività in tal senso è rappresentato dal vantaggio competitivo che tali società possono vantare: le immobilizzazioni immateriali rivestono un ruolo cruciale nello scenario competitivo globale. Gli investitori esteri non penetrano il mercato italiano alla ricerca di un vantaggio di costo; ciò che preme è la possibilità di ottenere un vantaggio strategico.

Ad ogni modo, la solidità finanziaria della società bersaglio costituisce una caratteristica necessaria per risultare attraente in tal senso, un tema rilevante per fronteggiare le mutevoli condizioni dei mercati interni ed esterni: la probabilità di acquisizione di un'azienda italiana da parte di un investitore straniero risulta

⁶⁴ Si riprende qui il tema, già analizzato nel primo capitolo, delle spinte alle strategie di internazionalizzazione; tema introdotto da J.H. Dunning.

negativamente condizionata dall'incidenza dei debiti complessivi e, in misura inferiore, dalla capacità di far fronte agli impegni finanziari tramite i propri flussi di cassa.

La stima econometrica dell'Istituto nazionale per il Commercio Estero suggerisce come gli investitori esteri siano maggiormente attratti da società a bassa redditività, misurata sulla base del rapporto tra utili e numero di addetti, con la prospettiva di poterne favorire un rilancio incorporandola all'interno di una struttura multinazionale.

Tuttavia, tale statistica potrebbe anche riflettere la minore disponibilità, da parte di un imprenditore italiano, al trasferimento di proprietà ad un soggetto estero, nel momento in cui il tasso di redditività della società sia più che soddisfacente.

Infine, occorre segnalare, come già accennato in precedenza, come la dimensione influenzi solo parzialmente le strategie di acquisizione.

1.10 Gli effetti degli investimenti esteri nel mercato bersaglio

Una volta realizzatosi un investimento diretto estero, questo viene a generare effetti significativi nel territorio ospitante; tali effetti sono peraltro correlati alle condizioni in cui il territorio stesso si trova. In linea generale, la relativa valutazione deve essere condotta alla stregua di tre passaggi logici necessari, rappresentati dall'identificazione delle esternalità, positive e negative, potenzialmente generate da un investimento nel mercato di riferimento, dalla valutazione di tali esternalità, con riferimento al loro impatto effettivo nel Paese ospitante ed alle specifiche condizioni di quest'ultimo, ed infine dalla comprensione dei fattori da cui dipende il manifestarsi delle suddette esternalità. In linea generale, non si può valutare in senso assoluto e generalizzato la valenza di un investimento diretto estero sul territorio bersaglio⁶⁵; tale valutazione va contestualizzata rispetto ad attori e condizioni presenti in quest'ultimo, utilizzando lo schema logico appena descritto.

Uno degli effetti principali, che si determina a seguito di tale tipo di operazione, è rappresentato dal trasferimento di conoscenza: l'investitore, mediante le proprie unità divisionali, condivide conoscenze, informazioni e risorse, mettendole a disposizione di

⁶⁵ Così CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 43 e ss.

tutte le imprese consociate; queste, attraverso le varie relazioni che le legano alle diverse imprese locali, diffondono le nuove conoscenze e processi tecnologici acquisiti nei mercati di riferimento.

Diverse sono le modalità di acquisizione delle conoscenze e dei processi tecnologici, provenienti degli investitori stranieri, ad opera delle imprese locali. In primo luogo, queste ultime beneficiano dell'effetto learning by observing o demonstration effect, che avvia, sostanzialmente, un processo imitativo delle innovazioni tecniche ed organizzativo manageriali introdotte dalle multinazionali.

In secondo luogo, è possibile che i legami contrattuali di tipo verticale tra le imprese estere e i fornitori e gli acquirenti locali rappresentino un secondo canale di trasferimento: da un lato, l'investitore può favorire il rafforzamento dei fornitori locali, garantendo loro assistenza in tema di acquisto delle materie prime, dall'altro, può agire nel senso di introdurre determinati standard qualitativi e quantitativi o specifici requisiti di time to market che le imprese locali dovranno rispettare. E' anche possibile la messa in atto di un sistema di formazione manageriale, tecnica o, più in generale, professionale.

La rilevanza di tali effetti è, tendenzialmente, correlata alla differenza, in tema di tecnologie e conoscenze, tra Paese di origine dell'investitore e territorio ospitante. Il trasferimento di tali fattori sarebbe positivamente correlato al divario iniziale tra i Paesi, dato che gli stimoli al cambiamento nell'area meno sviluppata costituirebbero, in termini economici, una funzione crescente delle opportunità tecnologiche e conoscitive presenti nella regione più avanzata. Dall'altro lato, tuttavia, laddove il Paese ospitante fosse più sviluppato, gli investitori stranieri incontrerebbero un contesto più ricettivo, in grado di valorizzare l'impatto delle nuove conoscenze apportate⁶⁶.

Un investimento diretto estero determina anche la valorizzazione delle produzioni locali, nonché un aumento delle esportazioni: le attività economico produttive già avviate nella regione ospitante si arricchiscono e ciò viene a determinare un incremento della produzione locale ed un possibile aumento delle esportazioni. Non

⁶⁶ Si veda BLOMSTROM, KOKKO, *Multinational Corporations and Spillovers*, in *Journal of Economic Surveys*, vol. 12, n.3, 1998, pp. 247 e ss. MARIN, BELL, *Technology Spillovers from Foreign Direct Investment (FDI): The Active Role of MNC Subsidiaries in Argentina in the 1990s*, in *Journal of Development Studies*, vol. 42, 2006, pp. 678 e ss. CASTELLANI, ZANFEI, *Multinational Experience and the Creation of Linkages with Local Firms. Evidence from the Electronics Industry*, in *Cambridge Journal of Economics*, vol. 26, n. 1, 2002, pp 1 e ss. HO KOO, PERKINS, *Social Capability and Long term Economic Growth*, New York, St. Martin's Press, 1995.

bisogna, infatti, dimenticare come gli investimenti in entrata generino una connessione tra il territorio e le reti internazionali di produzione e di scambio.

La crescita delle esportazioni, sia nei Paesi sviluppati che non, è data dal verificarsi di determinati meccanismi: l'impresa può produrre nel territorio estero determinati semi lavorati o componenti che sono poi inviati alla sede centrale nel Paese d'origine, ove si svolgono le fasi essenziali del processo produttivo; ma è anche possibile che l'impresa svolga nel territorio determinate produzioni, in modo tale da soddisfare il bisogno di unità operative a valle, collocate in altri Paesi, alle quali tali produzioni sono vendute (questo meccanismo prende il nome di flusso commerciale intra company). A tali processi, che incentivano la crescita delle esportazioni, occorre aggiungere anche l'eventualità che l'impresa collochi nel territorio strutture di produzione che operino a livello locale, ma anche per quei mercati convenientemente raggiungibili dal Paese di riferimento. Infine, l'impresa può anche sviluppare nel territorio un'offerta fortemente caratterizzata per l'immagine e le competenze del Paese stesso, che venga poi commercializzata nei mercati internazionali.

Quest'ultimo meccanismo può far sì che l'investitore internazionale abbia un impatto positivo sui prodotti e sui marchi locali, dando loro un decisivo impulso verso l'affermazione internazionale. I principali fattori che rendono possibile per un marchio o un prodotto locale, entrato nel portafoglio di un gruppo internazionale, di affermarsi nei mercati stranieri sono, perlopiù, l'elevata capacità di investimento, le migliori competenze di marketing, la maggiore capacità produttiva ed il migliore controllo delle reti distributive nei diversi Paesi, tutti introdotti dall'investitore estero.

In tal senso, quest'ultimo non determina solo un aumento quantitativo delle esportazioni; viene, anzi, a valorizzare i relativi marchi e prodotti dando alla tradizione industriale del territorio ospitante una dimensione internazionale. L'impresa estera amplifica le eccellenze produttive di quella data area geografica, permettendo il rafforzamento della percezione che i mercati internazionali hanno delle stesse⁶⁷.

Non sono solo prodotti e marchi a valorizzarsi a seguito dell'intervento di un investitore straniero, ma anche il capitale umano presente nel territorio; peraltro, non ci si riferisce solo a quello direttamente impiegato dall'impresa che si è internazionalizzata, ma anche, per certi versi, a quello esterno.

⁶⁷ Si veda RHEE, BELOT, *Export catalysts in low-income countries : a review of eleven success stories*. World Bank discussion papers: no. WDP 72. Washington, D.C.: The World Bank, 1990.

Dal punto di vista retributivo, occorre tener presente che le società a partecipazione estera tendono ad offrire salari e compensi più alti rispetto alla media delle imprese locali; tale fenomeno si spiega, con riferimento ai Paesi più sviluppati, per la particolare composizione intersettoriale dei flussi di investimenti diretti esteri a livello mondiale, proporzionalmente sbilanciata a favore di attività ad alto livello retributivo. Ma il tutto può essere dovuto anche alla necessità, che l'investitore straniero nutre, di stabilire buone relazioni nel sistema sociale del Paese ospitante.

Può tuttavia darsi il fenomeno della delocalizzazione, da parte delle imprese investitrici, di quote significative della propria capacità produttiva, tutto verso quei mercati caratterizzati da un minor costo del fattore lavoro; tale fenomeno può avere conseguenze molto negative, sia per il Paese d'origine che per quello ospitante. Il mercato di residenza dell'investitore straniero vede diminuire la percentuale della domanda interna di forza lavoro, dato che questa si sposterà verso quello ospitante; quest'ultimo invece può percepire la presenza di fenomeni di dumping sociale, a causa del desiderio per, appunto, le economie destinarie dell'investimento di risultare vincenti nell'attrazione degli investimenti diretti esteri: tale comportamento sociale prende il nome di *race to the bottom*.

Inoltre, gli investimenti diretti esteri stimolano l'arrivo, in una determinata area geografica, di forza lavoro ad elevata qualificazione. Ciò avviene, soprattutto, quando tali investimenti creano o implementano cluster produttivi di rilievo internazionale; di conseguenza, il territorio si pone in evidenza come sede ove determinate competenze professionali trovano le migliori condizioni lavorative ed ambientali per esprimere le proprie potenzialità.

Sempre con riferimento al capitale umano, questa volta esterno all'impresa, un investimento diretto estero e la stessa presenza di società a capitale straniero stimolano l'imprenditoria locale: ben può verificarsi la situazione in cui la multinazionale incoraggi fenomeni di *spin off*, con l'obiettivo di acquisire dall'esterno attività che risulterebbe non conveniente svolgere all'interno.

Un altro effetto, che gli investimenti diretti esteri generano, è rappresentato dal fenomeno dell'agglomerazione produttiva: l'insediamento in un dato mercato, da parte di un'impresa internazionale, ne rafforza la visibilità e l'attrattività, quantomeno per quei soggetti che fanno parte della medesima filiera produttiva in cui opera la stessa opera.

Tra l'altro, la presenza di tali dinamiche di agglomerazione produttiva risulta, a sua volta, un significativo fattore di attrattività per il territorio⁶⁸.

Infine, occorre aprire una parentesi con riferimento agli effetti che gli investimenti diretti esteri determinano in tema di sviluppo di un mercato concorrenziale. A seguito di eventi del genere, il livello di concorrenza del mercato ospitante tende a salire: l'impresa internazionale riesce a superare agilmente le barriere che proteggono le imprese locali e ciò determina, inevitabilmente, un aumento del grado di competitività, il tutto a vantaggio, in primis, dei consumatori e poi del settore, inteso nel suo insieme, nonché di quelle stesse imprese locali a favore delle quali si erano costituite le barriere; questo perché vengono stimulate al miglioramento e all'adozione di standard gestionali di livello internazionale.

Tuttavia, occorre sottolineare che, ad un esame più approfondito, il complesso degli effetti di un investimento straniero in tema di concorrenza non risulta del tutto univoco: bisogna, infatti, distinguere tra le modalità di realizzazione dell'investimento stesso, che può essere posto in essere mediante fusione o acquisizione oppure attraverso l'insediamento di una nuova struttura produttiva.

Le operazioni di fusione e acquisizione possono avere ad oggetto diversi tipi di imprese: si può andare dall'operatore che ricopre una posizione di leadership nel mercato alla piccola società che non regge i ritmi competitivi del mercato di riferimento. E' molto più probabile che effetti positivi per il sistema concorrenziale si verifichino molto più facilmente nel secondo caso che nel primo, situazione nella quale, anzi, gli effetti possono rivelarsi anche profondamente negativi.

E' necessario, peraltro, prendere in considerazione anche la struttura del mercato, nonché l'impatto che l'impresa estera può avere sulla sua evoluzione, per la valutazione di tali effetti; per non parlare delle intenzioni e degli obiettivi che quest'ultima pone alla base delle sue strategie, i quali possono determinare addirittura l'uscita da una determinata area di business ritenuta non redditizia, comportando una riduzione significativa dell'assetto competitivo.

⁶⁸ Si veda DRIFFIELD, MUNDAY, *Industrial Performance, Agglomeration and Foreign Manufacturing Investment in the UK*, in *Journal of International Business Studies*, vol. 31, n. 1, 2000, pp. 21 e ss. Ma anche HEAD, RIES, SWENSON, *Agglomeration Benefits and Location Choice: Evidence from Japanese Manufacturing Investments in the United States*, in *Journal of International Economics*, vol. 38, 1995, pp. 223 e ss.

In linea di massima, è possibile individuare alcune fattispecie al verificarsi delle quali l'effetto degli investimenti diretti esteri risulta essere di segno negativo; si fa riferimento, ad esempio, alla situazione in cui l'impresa internazionale raggiunga una posizione di dominio, determinando un'involuzione del mercato locale verso un sistema di tipo oligopolistico e svilendo l'iniziativa delle singole imprese che di esso fanno parte. Ancora, è possibile che un IDE sortisca effetti negativi quando questo abbia un peso economico, nel Paese ospitante, di particolare rilievo, esercitando su Governo ed istituzioni in generale un forte potere di influenza nel senso di orientare le scelte di questi ultimi per raggiungere una posizione di vantaggio che garantisca la massimizzazione del proprio valore economico, magari anche a danno dello sviluppo di quel determinato territorio.

Infine, tra le fattispecie che possono determinare effetti negativi a seguito di un investimento diretto estero vi è il pericolo che la pressione competitiva esercitata dall'impresa internazionale generi una sensazione di spiazzamento sull'offerta locale di risorse, con particolare riferimento al capitale umano: l'investitore straniero infatti vanta un maggior grado di attrattività dello stesso, il che può svilire il potere negoziale delle risorse, determinando anche qui il fenomeno del *race to the bottom*⁶⁹.

1.11 Gli effetti degli investimenti diretti esteri nel mercato italiano

Gli effetti che gli investimenti diretti esteri generano nel Paese ospitante, oltre che dal punto di vista teorico, devono essere verificati empiricamente. L'articolata analisi empirica, qui riportata, evidenzia come tra il 1998 e il 2011 le imprese italiane oggetto di acquisizione da parte di investitori stranieri abbiano sviluppato un differenziale positivo di crescita degli indicatori di performance rispetto a quelle non acquisite o rispetto alla situazione precedente l'acquisto.

Il confronto tra la società a controllo nazionale e quella a controllo estero mette in luce differenze sostanziali sia nella struttura dimensionale e settoriale sia nella performance economica. A fronte di significativi differenziali nei livelli di produttività del lavoro e redditività, la dimensione media delle imprese a controllo estero è

⁶⁹ Si veda CAROLI, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pp. 47-48.

ampiamente superiore⁷⁰. Peraltro, il costo unitario del lavoro proprio delle imprese a controllo estero è più alto rispetto a quello delle imprese a controllo nazionale sia nell'industria che nei servizi.

Tali differenze si spiegano, perlopiù, sulla base della maggiore dimensione media delle imprese a controllo estero rispetto a quelle a controllo nazionale. Volendo considerare imprese omogenee da un punto di vista dimensionale, è possibile notare come il differenziale positivo di performance delle grandi imprese a controllo estero rispetto alle grandi imprese a controllo nazionale si riduca in maniera significativa.

Il valore aggiunto per addetto del sistema delle grandi imprese a controllo estero è superiore, come già accennato in precedenza, a quello delle società a controllo nazionale; al contrario, venendo ad esaminare la redditività d'impresa si registrano valori più alti per le grandi imprese a controllo nazionale.

In ogni caso, livelli di produttività del lavoro e di redditività superiori per le grandi imprese a controllo estero rispetto alle grandi imprese a controllo nazionale sono riscontrabili in alcuni settori industriali, come ad esempio il comparto della fabbricazione di prodotti chimici, quello della fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica, nonché quello avente ad oggetto la produzione di macchinari⁷¹.

I dati raccolti in occasione di un'indagine dell'Istituto nazionale per il Commercio Estero fotografano, invece, il fenomeno da un punto di vista più generale, comparando le imprese soggette a controllo straniero con quelle a controllo interno, senza distinzioni particolari.

In base a tale indagine, è possibile notare come la dinamica del fatturato delle imprese multinazionali è risultata superiore del 2.8%. Inoltre, rispetto alle imprese a controllo interno, le società a controllo straniero hanno registrato una variazione del numero dei dipendenti superiore del 2%.

La stessa produttività del lavoro delle imprese acquisite da investitori esteri ha evidenziato un maggiore dinamismo, con un differenziale dell'1.4%, rispetto alle imprese a controllo interno⁷².

⁷⁰ 116,1 addetti rispetto a 5,2 nell'industria e 78,2 addetti rispetto a 3,0 nei servizi, secondo i dati Istat.

⁷¹ Tale indagine è riportata in ISTAT, *Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia*, 2015.

⁷² Si precisa che le statistiche qui riportate sono state estratte sulla base di un campione di imprese individuato dall'Istituto nazionale per il Commercio Estero, sulla base del metodo propensity score matching, seguendo, peraltro, l'approccio difference in difference per procedere alle stime dei risultati.

L'ICE vuole, ad ogni modo, sottolineare come tali risultati non implicino una necessaria evoluzione in senso positivo della performance delle imprese oggetto di acquisizione estera, soprattutto tenendo conto delle condizioni cicliche particolarmente negative venutesi a creare a partire dalla crisi del 2008 e che hanno colpito in modo trasversale il tessuto imprenditoriale.

L'analisi suggerisce tuttavia come, al di là degli aspetti ciclici, gli IDE in entrata tendono generalmente a rafforzare l'attività economica delle imprese acquisite garantendo un vantaggio competitivo rispetto alle altre.

Tutto ciò viene sostenuto, come già accennato in precedenza, anche da Confindustria stessa, che sottolinea a più riprese come il valore aggiunto che un'impresa viene a realizzare, a seguito di un investimento diretto estero, sia tendenzialmente maggiore a quello che le società italiane, a parità di condizioni, riescono a porre in essere.

1.12 Le modificazioni a livello societario ed imprenditoriale, nelle società italiane, a seguito di un investimento diretto estero

Per individuare le trasformazioni che hanno interessato le imprese italiane dopo un processo di acquisizione da parte di un investitore straniero si rende utile prendere le mosse dalle motivazioni che hanno guidato questi ultimi nella scelta di tale tipo di operazioni.

Dalle indagini condotte sempre da Istat e Istituto nazionale per il Commercio Estero, rileva come per i grandi gruppi internazionali l'acquisizione sia risultata soprattutto strumentale a logiche di espansione nei mercati e di estensione del proprio portafoglio di prodotti. La volontà di internalizzare un vantaggio competitivo proprio delle imprese da acquisire, nonché il desiderio di valorizzarlo attraverso il controllo hanno spinto tali investitori a rilevare le società del Bel Paese, approfittando anche di un momento di difficoltà proprio del sistema economico italiano.

L'investimento è stato guidato soprattutto da una strategia industriale, detta market seeking, finalizzata, appunto, all'accesso verso nuovi mercati; l'Italia stessa, ma anche quei mercati già presidiati dal made in Italy che riconoscono valore alle

produzioni italiane anche in assenza di marchi forti sono stati gli obiettivi di riferimento.

Peraltro, proprio dal punto di vista dei segni distintivi, quindi nel particolare i marchi, molte acquisizioni nascono al fine di colmare il gap competitivo delle imprese italiane, nei confronti delle altre imprese presenti nella medesima area di business. Vi è infatti la consapevolezza da parte degli investitori di poter sviluppare e integrare un'offerta qualitativamente buona, potenziandola con elementi, cosiddetti, distintivi, ricavando valore dall'integrazione in un sistema più ampio attraverso sinergie di costo ed implementazione, in termini di efficienza, dei processi gestionali.

Il primo cambiamento, su cui l'indagine si concentra, prende in considerazione il tema della distanza ovvero la necessità di relazionarsi con una casa madre spesso lontana sia fisicamente che culturalmente. Rileva, come priorità strategica per una buona integrazione, la fase di ideazione del processo che sarà foriero di novità significative soprattutto in termini di procedure e strumenti.

Emerge, per un verso, come siano state realizzate modalità operative ed applicative che garantiscano un flusso omogeneo e coerente di informazioni fra la casa madre e la controllata. Si tratta, in particolare di strumenti manageriali legati sia agli aspetti contabili sia a quelli produttivi. A tali strumenti si è poi associata la necessità di standardizzare e di codificare alcune procedure informali che permettessero di rendere efficienti e trasferibili i flussi informativi, soprattutto in una logica di far circolare più velocemente e lungo canali codificati il patrimonio innovativo di tutto il gruppo.

Tutte queste informazioni supportano anche un sistema di previsione centralizzato che si crea, in genere, alla base di tutta la produzione e la logistica di una grande azienda, permettendo significativi vantaggi, con particolare riferimento all'efficienza e alla velocità di risposta al mercato.

Per quanto riguarda, poi, gli approvvigionamenti, occorre segnalare come la qualità dei prodotti, e dei materiali utilizzati, sia uno degli asset delle imprese italiane di maggiore interesse da parte dell'acquirente. Per tali ragioni, quindi, emerge in quasi la totalità delle testimonianze una sorta di non ingerenza da parte dei nuovi proprietari; in sostanza, si lascia una certa autonomia nella scelta dei fornitori, in particolare quelli a carattere artigianale presenti sul territorio italiano e produttori di beni di fascia alta.

La pratica appena descritta viene a costituire un elemento estremamente positivo per il sistema economico italiano, in quanto la crescita del fatturato avviene all'interno degli stessi canali di fornitura. Oltre alle singole imprese acquisite dall'estero, i primi beneficiari dell'aumento del fatturato collegato all'acquisizione sono proprio i precedenti fornitori della società medesima, che si trovano a beneficiare di un indotto superiore determinato da una domanda più vivace.

Occorre evidenziare come i grandi gruppi operino su scala globale e abbiano quindi una capacità di attivazione e di sviluppo del network di fornitori che le singole imprese acquisite prima non avevano. Non solo coprono dai rischi legati al cambio e da quelli di natura finanziaria, ma adottano strategie di approvvigionamento di lungo periodo affinché le materie prime di qualità non vengano mai a mancare⁷³. Il design, la progettazione e la produzione. Anche la gestione dei processi di design e progettazione è stata interessata solo parzialmente da cambiamenti organizzativi.

Nell'indagine empirica, sviluppata dall'ICE, gli intervistati hanno riconosciuto l'alto grado di apprezzamento da parte delle controllanti estere per la creatività, l'innovazione e il know how delle imprese acquisite.

Diverse controllate, peraltro, mettono in evidenza anche la possibilità di sviluppare, mediante i centri di ricerca condivisi, l'utilizzo di nuovi materiali per innovare i propri prodotti. Le imprese interessate nei processi di design e progettazione vedono il concentrarsi degli interventi principali soprattutto a livello di processi e flussi di conoscenza. Le imprese intervistate affermano, infatti, che un processo standardizzato, almeno in maniera informale, di sviluppo del prodotto è sempre esistito; ciò che è venuto a mutare è la definizione formale dei processi, l'introduzione di key performing indicators e la messa a disposizione di strumenti di knowledge management.

L'introduzione di strumenti di project management ad opera degli investitori stranieri ha aiutato sul fronte della produzione, nonché nella definizione e nel monitoraggio dei costi e dei tempi propri della catena del valore. Inoltre, sono state adottate iniziative che hanno migliorato la condivisione della conoscenza attraverso l'utilizzo di software dedicati e la codifica delle esperienze proprie dei progetti passati.

Per quanto riguarda i canali di vendita nei nuovi mercati, occorre sottolineare che se la dimensione medio piccola rappresentava un ostacolo all'espansione estera, al

⁷³ In molti casi questa stabilità degli approvvigionamenti è stata l'occasione per sostenere finanziariamente un fornitore strategico o di offrire nuove occasioni commerciali attraverso commesse interne al gruppo.

contrario l'entrata in un network internazionale permette un accesso più efficace ai suddetti mercati, sia in termini di distribuzione fisica e logistica, sia in termini di conoscenza, a costi molto contenuti⁷⁴. I costi fissi legati allo sviluppo delle relazioni, della conoscenza e del network sono infatti già stati sostenuti all'interno del gruppo, che ha così la possibilità di ripartirli su una base produttiva più ampia⁷⁵.

Il flusso di informazioni va ovviamente anche nella direzione opposta, anche se in maniera asimmetrica: la conoscenza dei mercati che l'impresa domestica può vantare è, infatti, una risorsa preziosa che viene ad integrarsi con quella della casa madre.

Lo sfruttamento di catene distributive estere accresce le capacità di percezione corretta degli umori di mercato, nonché le possibilità di sviluppare una fitta rete di relazioni con i clienti grazie alla prossimità proprio con il cliente finale; ancora, si viene a migliorare la capacità di sviluppo del prodotto e la capacità di stare sul mercato.

L'inserimento in un portafoglio prodotti più esteso inoltre, grazie a strategie di estensione del brand e differenziazione prodotto, è stato individuato dagli addetti ai lavori come un fattore guida per la valorizzazione della percezione da parte del consumatore del prodotto; i processi ed i flussi informativi sono stati oggetto di nuova organizzazione e integrazione con nuovi strumenti.

Altro fattore, oggetto di indagine, che occorre tener presente è la collaborazione, che nei processi di pianificazione strategica e definizione degli obiettivi di vendita riveste un ruolo indispensabile; se, però, con l'acquisizione, la totale autonomia nelle scelte di sviluppo prodotti e mercati è andata in parte persa⁷⁶, il processo in cui sono inseriti i manager locali è molto dinamico, partecipativo, nonché aperto ai contributi delle controllate.

Occorre inoltre evidenziare che l'accresciuta capacità di accesso al credito e alle istituzioni finanziarie viene considerata dalle imprese come uno dei cambiamenti maggiormente strategici in seguito all'acquisizione, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008. Appartenere ad un grande gruppo rappresenta, in tal senso, un fattore che

⁷⁴ L'accesso a nuovi mercati e a reti distributive più estese è citato come uno dei fattori più importanti legati ai processi di internazionalizzazione passiva nel settore della moda.

⁷⁵ Si pensi, per esempio, alla conoscenza accumulata in materia di regolamentazione e documentazione necessaria per poter esportare un bene in un paese emergente.

⁷⁶ In linea di massima, è possibile notare come le decisioni ultime sul budget e quelle in materia commerciale siano sì discusse con la controllante, ma vengano funzionalmente prese a livello centrale.

migliora la percezione di solidità e sostenibilità del business e permette di ottenere più facilmente finanziamenti per i propri progetti di sviluppo.

Peraltro, il tema della solidità finanziaria si lega anche a quello dell'affidabilità che i clienti devono avvertire. L'estrema importanza della variabile tempo impone ai grandi produttori di affidarsi a una rete di fornitori dalle ampie garanzie. Il ritardo di una consegna o più drammaticamente il fallimento di un anello a monte della catena del valore può avere conseguenze importanti e difficilmente recuperabili; in tal senso, l'affidabilità dei partner è un fattore monitorato con sempre maggior attenzione da parte dei committenti, un'affidabilità che nel caso delle imprese acquisite dall'estero può oggi contare sulla solidità della casa madre e non della singola realtà aziendale, magari eccellente nel prodotto, ma fragile finanziariamente.

Il messaggio che rileva, sulla base delle indagini portate avanti dall'ICE, statuisce che è consigliato e forse anche necessario diventare multinazionale, per diventare grande, in Italia e all'estero. Integrando le conclusioni dell'analisi econometrica sugli effetti delle acquisizioni, con le testimonianze raccolte dallo stesso ICE sul campo, relativamente alle medesime operazioni ne risulta confermato il gioco a somma positiva che l'integrazione internazionale offre alle imprese italiane. Non solo chi è acquisito dall'estero cresce più dei suoi concorrenti, ma soprattutto dimostra un livello qualitativo, del proprio modo di fare industria, più alto: è in grado di allargare i propri mercati di riferimento, utilizzare nuovi materiali, adottare strumenti e codici organizzativi in grado di far crescere l'innovazione.

Ciò che si vuole sottolineare è che tali testimonianze delineano un investitore internazionale che guarda a possibili partecipazioni in Italia non tanto quando è in cerca di saldi, ma perché risulta interessato ad allargare il proprio portafoglio prodotti; peraltro, spesso viene a concentrarsi sui migliori proprio perché su questi intende costruire la propria competitività.

Tale riconoscimento al made in Italy, al know how italiano, emerge anche dalla grande autonomia sul fronte del design e degli approvvigionamenti sul territorio lasciati dalle controllanti estere alle proprie affiliate italiane; rappresenta anche la migliore garanzia, in quanto chi investe in marchi italiani non può prescindere dal paese e dalla sua catena di fornitura per continuare a tener vivo il vantaggio competitivo acquistato nell'operazione.

D'altro canto la stessa predisposizione delle imprese straniere ad investire in ricerca e sviluppo può palesare un chiaro tentativo di migliorare il prodotto italiano al fine di renderlo competitivo sul mercato internazionale; lo sfruttamento del “marchio Italia”, unitamente ai miglioramenti che gli investitori diretti esteri apportano, determinano la crescita dell'impresa acquisita.

Tenere vive queste condizioni è ovviamente complesso, ma rappresenta un obiettivo che se mantenuto al centro della visione industriale del paese, può trovare un premio nei capitali internazionali che guardano all'Italia. Se gli investitori esteri sono alla ricerca di know how italiano per migliorare la propria offerta, anche l'industria italiana ha bisogno di loro per rilanciarsi.

L'attuale quadro di mercato globale chiama le imprese a un salto di qualità delle proprie strategie, costoso quanto necessario. Nuovi mercati, affidabilità, internalizzazione delle fasi della catena del valore sono alcuni degli elementi che muovono oggi la competitività. Sono allo stesso tempo proprio i tratti caratteristici che attraverso l'interazione con i propri partner esteri le imprese acquisite dichiarano di stare costruendo, italiane nella forza dei loro prodotti, globali nei loro riferimenti e soprattutto nelle loro ambizioni⁷⁷.

Ad ogni modo, occorre controllare lo sviluppo di tale processo mediante la previsione di una struttura normativa adeguata, che, per un verso, incentivi l'ingresso di nuovi investitori, per altro, preservi i tratti essenziali del sistema imprenditoriale italiano; in tal senso un'analisi dei limiti, espliciti ed impliciti, posti all'ingresso di nuovi investitori si rende necessaria.

In particolare, volendosi concentrare sugli aspetti critici del processo di internazionalizzazione, preme esaminare tutte quelle disposizioni in tema di poteri speciali, in materia di distribuzione e reimpiego degli utile (queste ultime contenute in genere anche negli accordi bilaterali per la protezione e la promozione degli investimenti), nonché tutte quelle regole tese a garantire la serietà dell'investimento e della successiva gestione aziendale.

⁷⁷ Così ICE, *L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane*, 2014. Si veda anche ASSOCIAZIONE FRA LE BANCHE ESTERE, *Banche ed operatori esteri in Italia*, Giugno 2012.

CAPITOLO II

I LIMITI ESPLICITI AGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI

SOMMARIO: 2.1 I limiti agli investimenti diretti esteri: premessa. – 2.2 La normativa comunitaria in materia di investimenti diretti esteri. – 2.3 L'art. 2 del D.L. 332/1994 e il DPCM 10 giugno 2004: la cosiddetta regola delle Golden Shares. – 2.3.1 Il potere di gradimento sull'ingresso di nuovi soci. – 2.3.2 Il potere di gradimento in relazione alla conclusione di patti o accordi parasociali. – 2.3.3 Gli altri poteri speciali. – 2.3.4 Profili applicativi dei poteri speciali. – 2.4 La giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia. – 2.5 Il Decreto Legge 21/2012, convertito con Legge 56/2012, e la nuova disciplina dei Golden Powers. – 2.6 I principi di diritto internazionale applicabili in materia per i Paesi al di fuori dell'Unione Europea. – 2.7 Gli accordi bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti diretti esteri. – 2.7.1 La definizione dell'ambito di applicazione degli accordi bilaterali *ratione materiae*: la nozione di investimento. – 2.7.2 La definizione dell'ambito di applicazione degli accordi bilaterali *ratione personarum*: la nozione di investitore. – 2.7.3 Ammissione degli investimenti e loro trattamento. – 2.7.4 La soluzione delle controversie.

2.1 I limiti agli investimenti diretti esteri: premessa

Una volta analizzati gli effetti che gli investimenti diretti esteri generano in Italia, occorre soffermarsi sulla risposta che il sistema normativo nazionale fornisce allo svilupparsi del fenomeno.

In linea generale è possibile suddividere i limiti definiti dal legislatore in espliciti ed impliciti, laddove i primi sono vere e proprie norme ad hoc, specificatamente previste per la fattispecie qui presa in considerazione, mentre con i secondi si fa riferimento ad un articolato sistema di disposizioni che non nasce con il presupposto di difendere le imprese italiane da ingerenze predatorie, ma che, in fin dei conti, sortisce quest'ultimo effetto.

Ponendo, in primo luogo, l'attenzione sui limiti espliciti, è possibile notare come questi abbiano natura differente a seconda della fonte che li prevede; se, per un verso, la normativa comunitaria tende a frenare la loro proliferazione, per altro verso, il legislatore italiano ha previsto una serie di poteri speciali esercitabili da parte dello Stato e degli enti pubblici, qualora ricorrano determinate condizioni. A tale assetto occorre aggiungere l'ulteriore variabile dei trattati bilaterali per la protezione e la promozione degli investimenti esteri, che individuano una disciplina diversa a seconda dello Stato d'origine dell'investitore.

Ad ogni modo, preme sottolineare come la dicotomia tra Italia ed Unione Europea rappresenti il nodo più significativo, in quanto la necessità di salvaguardare e proteggere le imprese nazionali si scontra, inevitabilmente, con l'esigenza, comunitaria, di garantire un mercato in libera e perfetta concorrenza. Tale problema, in effetti, non si verifica con riferimento ai Paesi al di fuori dello spazio comune europeo, sicché lo Stato italiano se, da un lato, decide liberamente come disciplinare la fattispecie in esame con questi ultimi mediante un trattato bilaterale, dall'altro, nulla gli vieta di esercitare i poteri speciali che il legislatore ha previsto.

Tale meccanismo, come appena sottolineato, non può funzionare con riferimento agli Stati membri; il difficile punto di equilibrio oscilla continuamente: in tal senso, attori della lunga controversia sono la Commissione Europea, lo Stato italiano e la Corte di Giustizia Europea.

2.2 La normativa comunitaria in materia di investimenti diretti esteri⁷⁸

L'analisi dei limiti agli investimenti diretti esteri previsti in Italia passa inevitabilmente per lo studio della normativa comunitaria, la quale si presenta, come detto, profondamente liberale in materia.

Il legislatore comunitario, in tal senso, ha inciso in maniera molto penetrante sul sistema di limiti che ogni Stato Membro aveva costruito. Le linee direttrici, che hanno portato alla normativa vigente, si distinguono a seconda del contesto interstatale,

⁷⁸ Cfr. Note Sintetiche sull'Unione Europea, D. KOLASSA, *Libera circolazione dei capitali*, 2015; VILLANI, *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Bari, Cacucci Editore, 2013; DANIELE, *Diritto dell'Unione Europea: sistema istituzionale, ordinamento, tutela giurisdizionale, competenze*, Milano, Giuffrè, 2010; TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, Padova, CEDAM, 2012.

imponendo da un lato una piena liberalizzazione, senza alcun tipo di vincolo, per quanto riguarda gli investimenti comunitari, garantendo dall'altro una serie di deroghe nel momento in cui gli attori dell'investimento provengano da Paesi extra europei, nonché la possibilità per gli Stati Membri e per l'Unione Europea stessa di stipulare accordi bilaterali⁷⁹ per la regolazione dei flussi finanziari e di investimento con tali paesi.

Ponendo in primo luogo l'attenzione sulle regole che disciplinano il mercato interno, la lenta ma costante evoluzione del sistema normativo prende le proprie mosse da una direttiva del Consiglio emanata l'11 maggio 1960, poi successivamente modificata nel 1962, che liberalizza investimenti diretti e crediti a breve o medio termine per le operazioni di tipo commerciale e per gli acquisti di titoli quotati, ambedue in maniera incondizionata. La risposta degli Stati Membri, in tal senso, non si è fatta attendere ed anzi è venuta a precedere i successivi interventi comunitari, agevolando non poco questo processo di creazione di un mercato comune, anche per quanto riguardasse la libertà di investimento⁸⁰. Allo spirito collaborativo degli Stati Membri si sono in seguito aggiunti i vari interventi comunitari, che hanno sostanzialmente preparato il piano per il riconoscimento del principio fondamentale della libera circolazione dei capitali all'interno del mercato comune europeo⁸¹.

Il processo avviato, dunque, nel 1960 trova una più completa realizzazione solo un ventennio dopo, momento in cui si viene a prevedere il lancio del mercato unico. L'obiettivo era il raggiungimento dello stesso entro il 1993 e ad esso si accompagnava il passaggio dal Sistema Monetario Europeo all'UEM con la previsione della moneta unica a partire dagli anni 2000; in tale contesto si inseriscono due direttive del 1985 e del 1986 che estendono la liberalizzazione incondizionata anche ai crediti a lungo termine per le operazioni di tipo commerciale e per gli acquisti di titoli anche non quotati. Due anni dopo, con la direttiva del Consiglio 88/361/CEE, emanata il 24 giugno 1988, vennero abolite tutte le ulteriori restrizioni alla libera circolazione dei capitali, all'interno del mercato unico, il tutto a partire dal 1° luglio 1990; con la stessa direttiva vennero abrogati i provvedimenti precedentemente menzionati.

⁷⁹ Tale aspetto verrà di seguito trattato nei paragrafi 2.7 e seguenti del medesimo capitolo.

⁸⁰ La Germania, in primis, e poi a seguire Regno Unito, Benelux e così via introdussero misure volte all'abolizione delle varie restrizioni nazionali ai movimenti di capitale.

⁸¹ In tale contesto si inserisce, dunque, la direttiva 72/156/CEE che viene a regolare i flussi finanziari internazionali.

La nuova normativa si è rivelata incisiva e funzionale per il completamento del mercato unico e sostanzialmente ha esteso la liberalizzazione ad operazioni che, molto più prepotentemente, sono in grado di incidere sulla politica monetaria di uno Stato Membro; operazioni di carattere monetario e quasi monetario che agevolano anche gli stessi investitori: una su tutte, le operazioni su titoli.

Tuttavia, venendo tali operazioni a perturbare la politica monetaria degli Stati Membri ed in particolare la bilancia dei pagamenti, la direttiva garantiva loro la possibilità di fare riferimento ad una clausola di salvaguardia che permetteva l'adozione di misure di protezione, laddove intravedessero il pericolo di subire un grave pregiudizio a causa di movimenti di capitale a breve termine di eccezionale entità; le misure erano attuabili al verificarsi di determinate condizioni, quindi in un numero molto limitato di casi, ed erano soggette ad un termine non superiore ai sei mesi⁸².

Il regime attuale, profondamente liberalizzato in tal senso, trova il suo principale fondamento nel Trattato di Maastricht che ha sancito, in maniera definitiva, il principio della libera circolazione dei capitali; tale statuizione viene a rappresentare la quarta libertà fondamentale dell'Unione Europea, in aggiunta alla libera circolazione delle persone, delle merci e dei servizi⁸³.

Fondamentale in tal senso è l'articolo 63 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea⁸⁴, che vieta, appunto, tutte le restrizioni ai movimenti di capitali e sui pagamenti tra Stati Membri. Il divieto ha carattere assoluto e non soffre eccezioni e colpisce, dunque, anche la clausola di salvaguardia; il limite alla libera circolazione è vietato nella sua totalità, anche laddove non assuma dimensione discriminatoria. Un'ulteriore peculiarità della disciplina in esame è data dal fatto che non vi è alcun obbligo di notifica dell'operazione transfrontaliera o più in generale di qualunque movimento internazionale.

Nonostante il principio della libera circolazione dei capitali, gli Stati Membri possono porre in essere delle restrizioni ai movimenti; tali eccezioni sono individuate

⁸² Si rende necessario segnalare che nessuno Stato Membro si è mai avvalso di tale facoltà.

⁸³ Si veda CORRADI, *Libera circolazione dei capitali ed art. 2449 cc.: il principio di proporzionalità tra partecipazione e "potere di controllo"*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 3, 2008.

⁸⁴ Si riporta il testo dell'art. 63 del TFUE: "*Nell'ambito delle disposizioni previste dal presente capo sono vietate tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi. Nell'ambito delle disposizioni previste dal presente capo sono vietate tutte le restrizioni sui pagamenti tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi*".

all'articolo 65 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea⁸⁵ e prevedono la possibilità per un Paese europeo di porre in essere le misure necessarie per impedire la violazione della legislazione nazionale ed in particolare la normativa fiscale e quella dettata in materia di vigilanza prudenziale sui servizi finanziari. Ancora, la libera circolazione dei capitali può essere vincolata da tutte quelle procedure per la dichiarazione dei movimenti a fini amministrativi o statistici. Infine, il principio in esame soffre la prepotente eccezione dettata per la salvaguardia dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza.

Ad ogni modo, laddove uno Stato Membro venga a violare il principio della libera circolazione dei capitali si esporrà alla procedura di infrazione dettata dagli articoli 258, 259 e 260 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea.

Ciò che si rende necessario sottolineare è come tale principio sia stato definito una vera e propria libertà fondamentale, peraltro quella dalla dimensione più ampia tra quelle individuate dai Trattati, in virtù delle possibilità che garantisce e della sua applicabilità anche nei confronti dei Paesi al di fuori dell'Unione Europea, ovviamente con determinate eccezioni e precisazioni da analizzare. Bisogna, inoltre, evidenziare che tale libertà è la più giovane ad esser stata introdotta, ma non per questo va considerata la meno importante tra le quattro previste. Non si deve commettere l'errore di dimenticare che, in quanto libertà fondamentale stabilita dai Trattati, il principio della libera

⁸⁵ Si riporta il testo dell'art. 65 del TFUE: “ *Le disposizioni dell'articolo 63 non pregiudicano il diritto degli Stati membri:*

a) di applicare le pertinenti disposizioni della loro legislazione tributaria in cui si opera una distinzione tra i contribuenti che non si trovano nella medesima situazione per quanto riguarda il loro luogo di residenza o il luogo di collocamento del loro capitale;

b) di prendere tutte le misure necessarie per impedire le violazioni della legislazione e delle regolamentazioni nazionali, in particolare nel settore fiscale e in quello della vigilanza prudenziale sulle istituzioni finanziarie, o di stabilire procedure per la dichiarazione dei movimenti di capitali a scopo di informazione amministrativa o statistica, o di adottare misure giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza.

Le disposizioni del presente capo non pregiudicano l'applicabilità di restrizioni in materia di diritto di stabilimento compatibili con i trattati.

Le misure e le procedure di cui ai paragrafi 1 e 2 non devono costituire un mezzo di discriminazione arbitraria, né una restrizione dissimulata al libero movimento dei capitali e dei pagamenti di cui all'articolo 63.

In assenza di misure in applicazione dell'articolo 64, paragrafo 3, la Commissione o, in mancanza di una decisione della Commissione entro un periodo di tre mesi dalla richiesta dello Stato membro interessato, il Consiglio può adottare una decisione che conferma che le misure fiscali restrittive adottate da uno Stato membro riguardo ad uno o più paesi terzi devono essere considerate compatibili con i trattati nella misura in cui sono giustificate da uno degli obiettivi dell'Unione e compatibili con il buon funzionamento del mercato interno. Il Consiglio delibera all'unanimità su richiesta di uno Stato membro.”

circolazione dei capitali ha efficacia diretta all'interno del territorio comunitario e, di conseguenza, non necessita di ulteriori interventi normativi per la sua applicazione⁸⁶.

2.3 L'art. 2 del D.L. 332/1994 e il DPCM 10 giugno 2004: la cosiddetta regola delle Golden Shares⁸⁷

Fermo restando l'assetto previsto dalle norme comunitarie, lo Stato italiano è intervenuto in materia allo scopo di contemperare l'esigenza di garantire una concorrenza libera ed effettiva con la necessità di proteggere le imprese italiane da investimenti diretti esteri di tipo predatorio.

La regola delle Golden Shares, le quali sono in grado di attribuire allo Stato particolari poteri in tema di gestione dell'impresa che li prevede, è stata introdotta con il Decreto Legge 332/1994, poi convertito con Legge 474/1994.

Preme sottolineare come la disciplina in esame, con riferimento agli investimenti comunitari, si ponga in contrasto con i principi dell'Unione; cosa che non avviene con riguardo agli investimenti extra europei, in quanto le esigenze di salvaguardia non incontrano ostacoli.

Si sono succeduti diversi interventi in materia ed in particolare la Legge 350/2003, grazie alla quale l'assetto normativo è cambiato sensibilmente: ciò che rileva è il fatto che la riforma ha voluto introdurre una nuova interpretazione dei poteri speciali, prevedendo un indirizzo normativo che non creasse eccessivi spiragli di ingerenza da parte dello Stato nella gestione quotidiana delle attività aziendali; l'intervento era ammissibile solo laddove concernesse la modificazione dell'atto

⁸⁶ Si veda Note Sintetiche sull'Unione Europea, D. KOLASSA, *Libera circolazione dei capitali*, 2015.

⁸⁷ Cfr. SAN MAURO, *Golden Shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, Luiss University Press, 2003; SANTONASTASO, *Le società di interesse nazionale*, Milano, Giuffrè, 2002; LOMBARDO, *Golden Shares*, Enciclopedia Giuridica, 1998; CIRENEI, *Le società per azioni a partecipazione pubblica*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo, Portale, vol. VIII, Torino, UTET, 1992; GALLO, *Corte di Giustizia UE, Golden Shares e Investimenti Sovrani*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc. 4, 2013, pp. 917 e ss. MAGLIANO, *Neo Colbertismo domestico e misure difensive anti scalata*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc. 3, 2012, pp. 653 e ss. SPATTINI, *La «golden share» «all'italiana» finalmente «presa sul serio» dalla Corte di giustizia? La nuova (e forse perplessa) condanna della «Grundnorm» delle privatizzazioni «sostanziali»*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, n. 6, 2009, pp. 599 e ss. MALAGUTI, *Assetti societari e diritto della concorrenza. Percorsi accidentati del principio di parità di trattamento tra imprese pubblica ed impresa privata*, in IBBA, MALAGUTI, MAZZONI (a cura di), *Le società «pubbliche»*, Torino, Giappichelli, 2011, pp. 31-35.

costitutivo o quelle operazioni societarie in grado di ledere o pregiudicare gli interessi vitali dello Stato; da ultimo si segnala la modifica intervenuta a seguito dell'emanazione del Decreto Legge 21/2012 che ha rivoluzionato la materia⁸⁸.

Una volta introdotta la tematica delle Golden Shares, si vuole qui operare un paragone tra la disciplina originaria, introdotta dal Decreto Legge 332/1994, e quella prevista dalla Legge 350/2003, fermo restando che la normativa attuale di riferimento è quella di cui al Decreto Legge 21/2012.

Prendendo, quindi, le mosse proprio dalla disciplina originaria, quindi dall'art. 2, primo periodo, del Decreto Legge sopra citato, è possibile notare come nella sostanza la riforma del 2003 non intendeva modificarne i precetti; di conseguenza tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, erano individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, adottato su proposta del Ministro dell'economia e finanze, di intesa con il Ministro delle attività produttive, nonché con i Ministri competenti per settore, previa comunicazione alle competenti Commissioni parlamentari, quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che potesse determinare la perdita del controllo, dovesse essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisse al Ministro dell'economia e delle finanze la titolarità di uno o più dei poteri speciali, indicati sempre dall'art. 2 del D.L. 332/1994, da esercitare di intesa con il Ministro delle attività produttive⁸⁹.

⁸⁸ Il Decreto Legge 21/2012 verrà analizzato nel dettaglio nei paragrafi successivi, sicché la disciplina qui analizzata è quella rimasta in vigore fino all'emanazione di tale Decreto Legge.

⁸⁹ Si riporta l'articolo 2, primo periodo, del D.L. 332/1994 nel suo testo originale (sostanzialmente identico alla nuova formulazione): *“Tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, sono individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su proposta del Ministro del tesoro, d'intesa con i Ministri del bilancio e della programmazione economica e dell'industria, del commercio e dell'artigianato, nonché con i Ministri competenti per settore, previa comunicazione alle competenti commissioni parlamentari, quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, deve essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisca al Ministro del tesoro la titolarità di uno o più dei seguenti poteri speciali da esercitare d'intesa con il Ministro del bilancio e della programmazione economica e con il Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato, tenuto conto degli obiettivi nazionali di politica economica e industriale”*.

2.3.1 Il potere di gradimento sull'ingresso di nuovi soci

Venendo, poi, ad analizzare in concreto il contenuto di suddetti poteri, occorre evidenziare come attraverso il primo potere, definito alla lettera (a)⁹⁰ del medesimo articolo, si garantisse la possibilità al Governo di esprimere il proprio giudizio sull'ingresso di nuovi soci nelle società privatizzate; il gradimento su tale ingresso veniva espresso con riferimento a quei soggetti nei confronti dei quali operasse il limite al possesso azionario previsto dall'articolo 3 del Decreto Legge stesso⁹¹; doveva essere formulato entro sessanta giorni dalla comunicazione da parte degli amministratori della società dell'avvenuto acquisto e ciò comportava una sterilizzazione⁹², per il periodo suindicato, dei diritti di voto e di quelli non aventi contenuto patrimoniale relativi alla partecipazione acquisita.

Tale potere, poi, risultava ancor più incisivo nel momento in cui interveniva il rifiuto del gradimento: la diretta conseguenza era data dall'obbligo di alienazione, entro un anno, delle azioni che rappresentassero la partecipazione rilevante; il Ministero del Tesoro, peraltro, aveva la facoltà di richiedere la vendita coattiva dell'intera quota capitale. Si era in presenza non di un presupposto di validità dell'acquisto, ma di fronte ad una particolare forma di condizione sospensiva dell'efficacia dell'acquisizione, con riguardo solo ad una parte dei diritti contenuti nelle azioni; tutto ciò poneva, peraltro, un problema di coordinamento con la Legge 281/1985 che negava la possibilità di introdurre nello statuto clausole di mero gradimento che fossero efficaci, a meno che il gradimento stesso non fosse ancorato a condizioni oggettive e ad obblighi di

⁹⁰ Si riporta l'articolo 2, lettera a, del D.L. 332/1994 nel suo testo originale: "*Gradimento da rilasciarsi espressamente all'assunzione, da parte dei soggetti nei confronti dei quali opera il limite al possesso azionario di cui all'articolo 3, di partecipazioni rilevanti, per tali intendendosi quelle che rappresentano almeno la ventesima parte del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie o la percentuale minore fissata dal Ministro del tesoro con proprio decreto. Il gradimento deve essere espresso entro sessanta giorni dalla data della comunicazione che deve essere effettuata dagli amministratori al momento della richiesta di iscrizione nel libro soci. Fino al rilascio del gradimento e comunque dopo l'inutile decorso del termine, il cessionario non può esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante. In caso di rifiuto del gradimento o di inutile decorso del termine, il cessionario dovrà cedere le stesse azioni entro un anno. In caso di mancata ottemperanza il tribunale, su richiesta del Ministro del tesoro, ordina la vendita delle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante secondo le procedure di cui all'articolo 2359-bis del codice civile*".

⁹¹ A norma di tale articolo, per le società enunciate all'art. 2 e per le banche e le imprese assicurative, è possibile inserire nello statuto un limite massimo al possesso azionario, il quale opera con riferimento a soggetti singoli, nuclei familiari, gruppi di appartenenza e sindacati di voto.

⁹² Si veda SAN MAURO, *Golden Shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, 2003, pp. 92 e ss.

motivazione⁹³. I dubbi sono stati solo in parte dipanati dal D.P.C.M. dell'11 febbraio 2000⁹⁴ ed infatti si impose come necessaria una riforma del tema, la quale intervenne con la Legge 350/2003.

L'articolo 2, lettera (a), post riforma del 2003, del Decreto Legge 332/1994 prevedeva che il primo dei poteri speciali, riconoscibili in via statutaria dalle imprese citate nel primo periodo del primo comma di suddetto articolo, fosse la facoltà di opporsi all'assunzione, da parte dei soggetti nei confronti dei quali operasse il limite al possesso azionario di cui all'articolo 3 del medesimo Decreto Legge, di partecipazioni rilevanti, per tali intendendosi quelle che rappresentavano almeno la ventesima parte del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'economia e delle finanze con proprio decreto. L'opposizione doveva essere espressa entro dieci giorni dalla data della comunicazione che doveva essere effettuata dagli amministratori al momento della richiesta di iscrizione nel libro soci, qualora il Ministro riteneva che l'operazione recasse pregiudizio agli interessi vitali dello Stato. Nelle more di decorrenza del termine per l'esercizio del potere di opposizione, il diritto di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentavano la partecipazione rilevante, erano sospesi. In caso di esercizio del potere di opposizione, attraverso provvedimento debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato dall'operazione agli interessi vitali dello Stato, il cessionario non poteva esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentavano la partecipazione rilevante e avrebbe dovuto cedere le stesse azioni entro un anno. In caso di mancata ottemperanza il tribunale, su richiesta del Ministro dell'economia e delle finanze, ordinava la vendita delle azioni che rappresentavano la partecipazione rilevante secondo le procedure di cui all'articolo 2359-ter del codice civile. Il provvedimento di esercizio del potere di

⁹³ Bisogna precisare che con il Decreto Legislativo 6/2003 è stata introdotta la possibilità di prevedere nello statuto clausole di mero gradimento, a condizione che la società o gli altri soci siano obbligati all'acquisto delle azioni o che sia data all'alienante la possibilità di recedere.

⁹⁴ Il D.P.C.M. dell'11 febbraio 2000 provvedeva a modificare la normativa interna relativa ai poteri speciali, limitatamente al criterio di esercizio dei medesimi. In primo luogo fa esplicito riferimento alle finalità dei suddetti poteri speciali, introducendo i criteri della salvaguardia degli interessi vitali dello Stato e dell'imprescindibile esigenza di interesse generale per l'esercizio degli stessi. In secondo luogo, il Decreto richiede l'osservanza di determinati principi, quali la proporzionalità, l'idoneità e la non discriminazione.

opposizione era impugnabile entro sessanta giorni dal cessionario innanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio.

Si percepisce, immediatamente, il cambio di registro adottato dal legislatore, con la trasformazione del potere da mero gradimento preventivo ad opposizione successiva; rilevano, inoltre, la previsione di un arco temporale ridotto (10 giorni) e l'esistenza di limiti ben precisi all'esercizio di tale facoltà, ovvero la presenza di un pregiudizio agli interessi vitali dello Stato, che avrebbe dovuto essere indicato nel provvedimento motivato che il Ministero dell'Economia avrebbe emesso allorché avesse deciso di avvalersi di suddetto potere. Tale nuova formulazione si veniva a concretare in una forma di controllo esterno sull'acquisizione di quote capitale rilevanti in determinati tipi di società.

Bisogna, peraltro, segnalare che il cessionario delle partecipazioni poteva impugnare il provvedimento entro 60 giorni innanzi al TAR del Lazio, facendo valere in sede giurisdizionale i propri presunti interessi.

La vera novità introdotta in tale articolo era, dunque, data dalla presenza della formula "qualora il Ministro ritenga che l'operazione rechi pregiudizio agli interessi vitali dello Stato". La formulazione era, negli intenti del legislatore⁹⁵, ampia ed interpretabile; lasciava al soggetto pubblico ogni tipo di valutazione in ordine a tale tipo di interessi, garantendo comunque al cessionario la possibilità di rivalersi in giudizio. Emergeva chiaramente come il fulcro decisionale fosse, alla fine, appannaggio del TAR del Lazio i cui indirizzi interpretativi sono in grado di far oscillare il pendolo da un lato e dall'altro, tenendo sempre in considerazione, ovviamente, le indicazioni degli organi comunitari.

Volendo, in ogni caso, provare a definire la categoria degli interessi vitali dello Stato, è possibile immaginare che venissero a ricomprendere quelle fattispecie previste, sia esplicitamente che implicitamente, nella Costituzione italiana; fattispecie già analizzate dal D.P.C.M dell'11 febbraio 2000, il quale si riferiva, nell'intento di circoscrivere il potere dello Stato di esprimere il proprio gradimento sull'ingresso di nuovi soci, a quegli interessi quali l'autonomia o la sicurezza dei rifornimenti di materie prime e beni essenziali alla collettività, la continuità dei servizi pubblici essenziali alla collettività e la sicurezza dei relativi impianti e reti, nonché lo sviluppo di settori

⁹⁵ Si veda SAN MAURO, *Golden Shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, Luiss University Press, 2003, p. 97.

tecnologicamente avanzati. Il tutto, ovviamente, sempre a tutela delle imprese italiane che correvano rischi maggiori una volta apertesi al libero mercato concorrenziale.

2.3.2 Il potere di gradimento in relazione alla conclusione di patti o accordi parasociali

Il secondo potere speciale, disciplinato alla lettera (b) del medesimo articolo, originariamente ammetteva la facoltà di esprimere, da parte del Governo, il proprio non gradimento, questa volta, però, in relazione alla conclusione di patti o accordi parasociali che riunissero almeno il 5% del capitale con diritto di voto nelle società privatizzate, o la minor percentuale fissata dal Ministero del Tesoro⁹⁶.

Occorre evidenziare come tale potere fosse molto incisivo, alla luce del fatto che per partecipazione rilevante si intendeva la quota capitale considerata nel suo insieme, indipendentemente dal numero e dai tempi degli atti di acquisto della stessa. Peraltro, si poteva muovere la medesima critica già analizzata con riferimento al primo potere speciale; di conseguenza, introdurre una clausola statutaria di mero gradimento collideva con le norme introdotte dalla Legge 281/1985.

Dopo la riforma del 2003 suddetto potere si trasformò nella facoltà, per il Governo, di opporsi alla conclusione di patti o accordi di cui all'articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), nel caso in cui fosse rappresentata almeno la ventesima parte del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'economia e delle finanze con proprio decreto. Ai fini dell'esercizio del potere di

⁹⁶ Si riporta l'articolo 2, lettera b, del D.L. 332/1994 nel suo testo originale: *“Gradimento da rilasciarsi espressamente, quale condizione di validità, alla conclusione di patti o accordi di cui all'articolo 10, comma 4, della legge 18 febbraio 1992, n. 149, come sostituito dall'articolo 7, comma 1, lettera b), del presente decreto, nel caso in cui vi sia rappresentata almeno la ventesima parte del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la percentuale minore fissata dal Ministro del tesoro con proprio decreto. Fino al rilascio del gradimento e comunque dopo l'inutile decorso del termine, i soci aderenti al patto non possono esercitare il diritto di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale. Ai fini del rilascio del gradimento la Consob informa il Ministro del tesoro dei patti e degli accordi rilevanti ai sensi del presente articolo di cui abbia avuto comunicazione in base al citato articolo 10, comma 4, della legge n. 149 del 1992. Il potere di gradimento deve essere esercitato entro sessanta giorni dalla data della comunicazione effettuata dalla Consob. In caso di rifiuto di gradimento o di inutile decorso del termine, gli accordi sono inefficaci. Qualora dal comportamento in assemblea dei soci sindacali si desuma il mantenimento degli impegni assunti con l'adesione ai patti di cui al citato articolo 10, comma 4, della legge n. 149 del 1992, le delibere assunte con il voto determinante dei soci stessi sono impugnabili”*.

opposizione la CONSOB informava il Ministro dell'economia e delle finanze dei patti e degli accordi rilevanti ai sensi del presente articolo di cui avesse avuto comunicazione in base al citato articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998. Il potere di opposizione doveva essere esercitato entro dieci giorni dalla data della comunicazione effettuata dalla CONSOB. Nelle more di decorrenza del termine per l'esercizio del potere di opposizione, il diritto di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale dei soci aderenti al patto erano sospesi. In caso di emanazione del provvedimento di opposizione, debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato dai suddetti accordi o patti agli interessi vitali dello Stato, gli accordi erano inefficaci. Qualora dal comportamento in assemblea dei soci sindacali si desumesse il mantenimento degli impegni assunti con l'adesione ai patti di cui al citato articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, le delibere assunte con il voto determinante dei soci stessi sarebbero state impugnabili. Il provvedimento di esercizio del potere di opposizione era impugnabile entro sessanta giorni dai soci aderenti ai patti o agli accordi innanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio.

Venivano ripresi, grossomodo, i medesimi concetti analizzati con riferimento alla riforma del primo potere previsto dall'articolo 2 del Decreto Legge in esame: anche qui il gradimento si trasforma in opposizione, si cristallizza il tema del pregiudizio agli interessi vitali dello Stato quale cardine di riferimento dell'intera norma e si viene a garantire un rimedio giurisdizionale ai soggetti interessati.

Bisogna tuttavia precisare che i patti contemplati dalla suddetta norma erano validi ed efficaci sin dall'inizio, nonostante le limitazioni relative al diritto di voto ed a tutti quei diritti non aventi contenuto patrimoniale; tali patti infatti erano sottoposti ad un condizione risolutiva espressa prevista dalla legge: tale condizione era data dall'esercizio da parte del ministero competente del potere di opposizione, con lo scopo di vagliare l'utilità del patto ai fini della prosecuzione della vita societaria.

2.3.3 Gli altri poteri speciali

Proseguendo con l'esame dei diversi poteri speciali attribuiti allo Stato, si rende necessario analizzare la lettera (c) dell'art. 2 del D.L. 332/1994. Nella sua vecchia formulazione⁹⁷, suddetta disposizione prevedeva la possibilità per il Ministero del Tesoro di porre il veto all'adozione di alcune rilevanti delibere assembleari in grado di pregiudicare o anche soltanto turbare il normale svolgimento delle attività sociali delle imprese privatizzate. Il veto era ammissibile con riferimento alle delibere aventi ad oggetto lo scioglimento della società, il trasferimento d'azienda, le fusioni e le scissioni, il trasferimento della sede sociale all'estero, il cambiamento dell'oggetto sociale, nonché le modifiche dello statuto che sopprimessero o modificassero i poteri speciali definiti nel medesimo articolo.

La disciplina introdotta nel 2003, a sua volta, ammetteva il veto, debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato, all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri di cui al presente articolo. Il provvedimento di esercizio del potere di veto era impugnabile entro sessanta giorni dai soci dissenzienti innanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio.

Rileva immediatamente l'uguaglianza dei casi in cui era opponibile il veto rispetto alla previsione precedente, nonché, d'altro canto, l'obbligo di motivazione che si imponeva al Ministero competente nell'esercizio di tale potere; motivazione che doveva esplicitare le ragioni che avevano indotto il ministero stesso a ritenere che vi potesse essere un pregiudizio concreto agli interessi vitali dello Stato. Anche in questo caso era prevista la possibilità per gli interessati di impugnare il provvedimento innanzi al TAR del Lazio allo scopo di far valere le proprie ragioni.

Il legislatore non ha inteso modificare i casi in cui fosse opponibile il veto, in quanto suddette fattispecie erano tutte in grado di modificare in maniera consistente e significativa l'attività dell'impresa privatizzata o addirittura di eliminare il controllo

⁹⁷ Si riporta l'articolo 2, lettera c, del D.L. 332/1994 nel suo testo originale: *“Veto all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri di cui al presente articolo”*.

governativo alla base, in quei settori ritenuti vitali per lo Stato. Ciò che bisogna evidenziare è dato dal fatto che il veto era esercitabile laddove si verificassero due condizioni: la soppressione o la modifica dei poteri speciali dello Stato (di cui all'art. 2 del suddetto Decreto Legge) e il concreto pregiudizio agli interessi vitali dello Stato⁹⁸.

Il quarto potere, infine, previsto alla lettera (d), prevedeva la possibilità di nomina di almeno un amministratore o di un numero di amministratori non superiore ad un quarto dei membri del consiglio e di un sindaco. Facendo un breve passo indietro, è possibile notare il rimando agli, allora, articoli 2449 e 2450 del Codice Civile, che ammettevano la nomina di tali organi a prescindere dalla quota capitale detenuta.

La riforma del 2003 è qui intervenuta in maniera molto netta, prevedendo solo la facoltà di nominare un amministratore senza diritto di voto. Tale amministratore svolgeva, in sostanza, una funzione di controllo; era deputato, dunque, ad osservare, vagliare ed eventualmente riferire in merito alle attività di gestione rilevanti previste e poste in essere dalla società.

La norma era in linea con il vecchio articolo 2450, che ammetteva la nomina di uno o più amministratori, anche in mancanza di partecipazione azionaria, da parte dello Stato o altri enti pubblici, fatte salve, in ogni caso, le disposizioni delle leggi speciali. La differenza sostanziale risiede nel fatto che l'amministratore nominato ex art. 2, lettera d, del Decreto Legge 332/1994 viene privato del diritto di voto⁹⁹.

Occorre considerare come l'esercizio di tali poteri prescindesse dalla cittadinanza dell'investitore: nessuna distinzione veniva effettuata. L'esigenza di tutelare le imprese privatizzate si avvertiva con riferimento a chiunque fosse interessato ad acquisire una partecipazione rilevante, a stringere patti parasociali e così via. Ad ogni modo, non si può negare come prima dell'emanazione del Decreto Legge 21/2012, non essendo definiti nello specifico i campi di applicazione dei suddetti poteri, tutti gli interventi stranieri avrebbero potuto essere ritenuti lesivi di interessi vitali; in questo senso, tale interpretazione rappresentava un limite più che significativo alla discesa di nuovi investitori esteri in terra italiana¹⁰⁰.

⁹⁸ Si veda SAN MAURO, *Golden Shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, Luiss University Press, 2003, pp. 100 e ss.

⁹⁹ Si veda SACCO GINEVRI, *La nuova golden share: l'amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali*, in *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 2, 2005, pp. 70 e ss.

¹⁰⁰ Si veda SAN MAURO, *La disciplina della nuova Golden Share*, in *Federalismi*, 31 ottobre 2012.

2.3.4 Profili applicativi dei poteri speciali

Il comma 228 dell'art. 4 della Legge 350/2003 introdusse i primi profili applicativi dei poteri in esame. In particolare si prevedeva che il potere di opposizione di cui all'articolo 2, comma 1, lettere (a) e (b), del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, come modificato dal comma 227, fosse esercitabile con riferimento alla singola operazione. Esso era altresì esercitabile quando la partecipazione, anche attraverso singoli atti di acquisto, registrasse un incremento pari o superiore alla misura prevista. Tale potere era parimenti esercitabile ogniqualvolta sorgesse l'esigenza di tutelare sopravvenuti motivi imperiosi di interesse pubblico entro il termine di dieci giorni dal loro concreto manifestarsi. In tale caso l'atto di esercizio del potere statale doveva contenere esplicito e motivato riferimento alla data in cui tali motivi si erano manifestati.

Ad una prima lettura, si potrebbe sostenere che l'ipotesi in cui sorgesse l'esigenza di tutelare sopravvenuti motivi imperiosi di interesse pubblico si ricollegava ai casi in cui i limiti quantitativi definiti all'art. 2, lettere (a) e (b), non venissero raggiunti e vi fosse comunque la necessità, da parte dello Stato, di intervenire a tutela degli interessi di vitale importanza per la collettività. Tuttavia, bisogna precisare che queste ultime disposizioni fissavano delle ipotesi specifiche per l'esercizio dei suddetti poteri; di conseguenza, erano applicabili anche al caso in esame, circoscrivendo il rischio di un'eccessiva libertà procedurale in capo allo Stato e comportando un allineamento con le politiche comunitarie.

Sempre con riferimento agli aspetti procedurali occorre segnalare il comma 229 dell'art. 4 della Legge 350/2003 che prevedeva che con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, adottato su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministro delle attività produttive, nonché con i Ministri competenti per settori, venissero individuate le società dai cui statuti doveva essere eliminata, con deliberazione dell'assemblea straordinaria, la clausola con la quale era stata attribuita al Ministro dell'economia e delle finanze la titolarità di uno o più dei poteri speciali.

Infine, il comma 230 dello stesso articolo introduceva il D.P.C.M del 10 giugno 2004, il quale definì i criteri di esercizio dei poteri speciali; infatti con apposito decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta dei Ministri dell'economia e delle

finanze e delle attività produttive, da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della Legge 350/2003, avrebbero dovuto essere individuati i criteri di esercizio dei poteri speciali, limitando il loro utilizzo ai soli casi di pregiudizio degli interessi vitali dello Stato. Con il riferimento agli interessi vitali dello Stato, sembra plausibile che il legislatore volesse imporre una modifica generale a tutta la disciplina vigente in materia di poteri speciali, stabilendo che anche la normativa di attuazione fosse improntata al rispetto di suddetto principio.

La normativa di attuazione veniva introdotta mediante l'art. 1 del D.P.C.M. 10 giugno 2004¹⁰¹, recante "Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del D.L. 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla L. 30 luglio 1994, n. 474" (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 16 giugno 2004, n. 139). Veniva stabilito, al primo comma, che i poteri speciali di cui all'art. 2 del Decreto Legge n. 332 del 1994, fossero esercitati esclusivamente ove ricorressero rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione. Il comma 2¹⁰² invece prevedeva che i poteri speciali di cui alle lettere (a), (b) e (c) dell'art. 2, comma 1, del decreto-legge n. 332 del 1994, ferme restando le finalità indicate allo stesso comma 1 del medesimo articolo, potessero essere esercitati in relazione al verificarsi di determinate circostanze: un grave ed effettivo pericolo di una carenza di approvvigionamento nazionale minimo di prodotti petroliferi ed energetici, nonché di erogazione dei servizi connessi e conseguenti e, in generale, di materie prime e di beni essenziali alla collettività, nonché di un livello minimo di servizi di telecomunicazione e di trasporto; un grave ed effettivo pericolo in merito alla continuità di svolgimento degli obblighi verso la collettività nell'ambito dell'esercizio di un servizio pubblico, nonché al perseguimento della missione affidata alla società nel campo delle finalità di interesse pubblico; un grave ed effettivo pericolo per la sicurezza degli impianti e delle reti nei servizi pubblici essenziali; un grave ed effettivo pericolo

¹⁰¹ Si veda TALARICO, *I "poteri speciali" riservati allo Stato italiano nelle società privatizzate. Possibili effetti sulla economicità aziendale*, in FERRARIS FRANCESCHI (a cura di), *Privatizzazioni e problemi di governance (Esperienze a confronto: il caso tedesco)*, Torino, Giappichelli, 2002, pp. 203 e ss.

¹⁰² La norma è stata abrogata, come detto, dal successivo D.P.C.M. del 20 maggio 2010.

per la difesa nazionale, la sicurezza militare, l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica; in caso, infine, di emergenze sanitarie.

Al fine di garantire la proporzionalità delle misure adottate, i poteri speciali di cui alle lettere (a), (b) e (c) dell'art. 2, comma 1, del Decreto Legge n. 332 del 1994, potevano essere esercitati anche in forma condizionata. Il potere speciale di cui alla lettera (c) poteva essere esercitato sia in relazione alle delibere assunte dall'assemblea degli azionisti che in relazione alle delibere degli organi di amministrazione.

Tale Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri sostituiva il precedente decreto, emanato l'11 febbraio del 2000, ed imponeva un'applicazione più rigorosa dei poteri speciali riconosciuti allo Stato: si faceva riferimento infatti alle finalità di esercizio dei poteri speciali, al criterio di idoneità e rilevanza rispetto agli interessi da tutelare, alla possibilità di introdurre limiti temporali, al rispetto dei principi dell'ordinamento interno e di quello comunitario, con particolare interesse per il principio di non determinazione.

Le circostanze in cui era ammesso l'esercizio dei poteri pubblici rappresentavano, pertanto, situazioni di pericolo o di emergenza nei settori di interesse generale specificamente individuati, nonché nei settori dell'energia, delle telecomunicazioni e dei trasporti.

Bisogna infine evidenziare che furono eliminate le giustificazioni di esercizio dei poteri speciali correlate a modalità generali di riassetto proprietario o di svolgimento dell'attività della società.

L'ultima tappa del tortuoso cammino normativo concernente la regola delle Golden Shares, prima dell'emanazione del Decreto Legge 21/2012, è rappresentata dal D.P.C.M. del 20 maggio 2010, il quale è intervenuto abrogando il comma 2 dell'art. 1 del D.P.C.M. 10 giugno 2004; lo Stato e gli enti pubblici, dunque, videro privarsi della facoltà di esercitare quei poteri speciali che erano stati introdotti a garanzia dell'approvvigionamento nazionale dei prodotti petroliferi ed energetici, del livello minimo dei servizi di telecomunicazione e di trasporto, nonché delle situazioni che potessero configurare grave ed effettivo pericolo per la difesa nazionale.

Occorre sottolineare che tale intervento, da un lato, rappresenta un avvicinamento alla linea adottata dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea nelle

sentenze del 6 dicembre 2007 C-463/04 e C-464/04, dall'altro, costituisce la risposta dello Stato italiano all'apertura della procedura di infrazione nei suoi confronti.

2.4 La giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia¹⁰³

I poteri speciali, previsti, dapprima, nel Decreto Legge 332/1994, convertito con Legge 474/1994, e successivamente nella Legge 350/2003, la quale è intervenuta per modificare il precedente assetto, hanno, sin dal principio, sollevato dubbi in tema di conformità degli stessi alle previsioni dei trattati comunitari, orientati, questi ultimi, alla creazione di un mercato comune nel quale non vi fosse la presenza di condizioni discriminatorie per gli investitori di un altro Stato membro. La risposta della Commissione alla disciplina introdotta nel 1994 non si è fatta attendere e, mediante una comunicazione ufficiale, nel 1997, si è resa leader di una critica ferrata nei confronti dello Stato italiano; tale comunicazione è stata oggetto di studio approfondito da parte della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, la quale ha reso la stessa il solido fondamento interpretativo delle successive decisioni adottate.

La Comunicazione 97/C 220/06 traccia inizialmente il quadro normativo di riferimento, richiamando le disposizioni fondamentali dei trattati in tema di libera circolazione dei capitali e di libertà di stabilimento; la Commissione rileva che, alla luce di tale assetto giuridico, dal punto di vista della loro compatibilità con la legislazione comunitaria, le disposizioni legislative o regolamentari di alcuni Stati membri, relative al tema in esame, possono essere classificate in due diverse categorie: le disposizioni a carattere discriminatorio (che si applicano cioè esclusivamente agli investitori cittadini di un altro Stato membro dell'UE) e le disposizioni a carattere non discriminatorio (che

¹⁰³ BALLARINO, BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario*, in *Rivista Società*, 2004; BOSCOLO, *La golden share di fronte al giudice comunitario*, in *Foro Italiano*, Parte IV, 2002; FERRARI BRAVO, MOAVERO MILANESI, *Lezioni di diritto comunitario II*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2002; NISATTI, *Privatizzazioni: La Comunità Europea e le golden shares nazionali*, in *Quaderni Costituzionali*, 2000; MARINI, *Golden Share e diritto comunitario nelle recenti sentenze della Corte di Giustizia*, in *Diritto Commerciale Internazionale*, 2002; FRENI, *Golden Share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2002; SALERNO, *Golden Shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in *Diritto Commerciale Internazionale*, 2002; SCARCHILLO, *Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonizing Intervention of the European Court of Justice*, in *Comparative Law Review*, 2012, pp. 1 ss. DE ROSA, *La Corte di giustizia condanna i criteri di esercizio della golden share*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2009, pp. 1656 e ss.

si applicano, cioè, indistintamente ai cittadini di un determinato Stato membro dell'UE e ai cittadini degli altri Stati membri).

Rientra nella prima categoria, quella dei provvedimenti discriminatori, il divieto imposto agli investitori cittadini di un altro Stato membro di acquisire più di un determinato numero di azioni con diritto di voto delle società nazionali o l'obbligo di chiedere un'autorizzazione per acquistare delle azioni al di là di una certa soglia. Questo tipo di provvedimento è considerato una restrizione alle operazioni di investimento diretto effettuate da investitori cittadini di un altro Stato membro dell'UE. Inoltre, dato che le procedure di autorizzazione potrebbero servire ad impedire agli investitori che desiderano effettuare investimenti di portafoglio di acquistare partecipazioni non maggioritarie al di là delle soglie stabilite, è possibile considerare le stesse anche come restrizioni alle operazioni di investimento di portafoglio. La Commissione, quindi, ritiene che questi provvedimenti siano contrari agli articoli 52 e 73 B¹⁰⁴ del Trattato che istituisce la Comunità Economica Europea, a meno che non rientrino in una delle deroghe consentite.

Occorre precisare che, in ogni caso, vengono fatte salve le deroghe previste dai trattati, le quali definiscono, dettagliatamente, i presupposti e le condizioni per l'esercizio delle restrizioni. Queste ultime dovranno rispettare il principio della proporzionalità; di conseguenza il provvedimento deve essere necessario per garantire la protezione degli obiettivi contemplati dalle suddette deroghe e non devono sussistere altre possibili soluzioni che consentirebbero di raggiungere i medesimi obiettivi attraverso una minore restrizione della libertà di circolazione dei capitali.

Nella seconda categoria, quella dei provvedimenti applicabili indistintamente a tutti gli investitori, rientrano, tra l'altro, le procedure di autorizzazione generale, alle quali è soggetto qualsiasi investitore che desideri acquisire in un'impresa nazionale una partecipazione che superi una determinata soglia, nonché il diritto, conferito alle autorità nazionali, in deroga al diritto societario, di porre un veto a determinate decisioni importanti dell'impresa e quello di imporre, per poter esercitare il loro diritto di veto, la nomina di alcuni amministratori. Con riferimento a quest'ultima facoltà, la Commissione rileva che un provvedimento in tal senso potrebbe ostacolare o scoraggiare l'esercizio delle libertà fondamentali definite nei trattati; di conseguenza,

¹⁰⁴ Oggi sono gli articoli 49 e 63 del TFUE.

richiamando i consolidati orientamenti della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, ha statuito che tali provvedimenti dovessero soddisfare quattro condizioni: che non vi fosse un'applicazione di tipo discriminatorio, che vi fosse la presenza di motivi imperiosi di interesse generale, che risultasse l'idoneità dello stesso provvedimento a garantire il conseguimento dell'obiettivo perseguito e che non si andasse al di là di quanto fosse necessario per il raggiungimento di quest'ultimo.

Bisogna evidenziare come la suddetta comunicazione costituisca un solido fondamento per l'applicazione della disciplina; tuttavia, il ruolo primario in materia viene rivestito dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, che più volte è intervenuta in materia mediante pronunce che hanno definito un indirizzo applicativo ben preciso.

Iniziando l'analisi giurisprudenziale dalla sentenza 2000/C 247/02 del 23 maggio del 2000, occorre segnalare che la Corte, allineandosi con i dettami della Commissione Europea, ha statuito l'incompatibilità dell'art. 1 n. 5 e dell'art. 2 del Decreto Legge 332/1994, sulla scorta di un ricorso proposto dalla Commissione stessa che intendeva evidenziare il mancato ottemperamento dello Stato italiano agli obblighi comunitari definiti, oggi, agli articoli 49, 56 e 63 del TFUE.

La Commissione sosteneva che i suddetti poteri potessero ostacolare o scoraggiare il raggiungimento degli obiettivi individuati nei trattati; di conseguenza il loro esercizio sarebbe dovuto essere consentito in presenza di quattro condizioni, e cioè un'applicazione degli stessi che non fosse discriminatoria, un motivo imperativo di interesse generale che lo giustificasse, l'idoneità al raggiungimento del risultato e la proporzionalità del provvedimento allo scopo perseguito; inoltre, non risultava da nessuna parte che tali condizioni fossero soddisfatte, di conseguenza tali poteri speciali erano in grado di attribuire un potenziale potere di discriminazione in capo allo Stato italiano che poteva essere utilizzato in maniera arbitraria. A tal proposito, i riferimenti normativi di cui si lamentava la violazione erano gli articoli 52 e 73 B¹⁰⁵ dei trattati. La Corte ha condiviso l'impostazione adottata dalla Commissione ritenendo, a tal proposito, inadempiente la Repubblica Italiana.

Bisogna precisare che, con la suddetta sentenza, la Corte non intese stabilire l'assoluta inutilizzabilità dell'istituto delle Golden Shares, anche perché la misura in esame non era, in quanto tale, contraria alle norme dei trattati. I giudici di Lussemburgo

¹⁰⁵ Come detto, oggi sono gli articoli 49 e 63 del TFUE

espressero, infatti, le proprie perplessità con riguardo alle modalità attraverso le quali i poteri speciali venivano utilizzati: l'esercizio di questi ultimi doveva fondarsi su criteri oggettivi e trasparenti e il richiamo al concetto di interesse nazionale non poteva ritenersi sempre e interamente condivisibile, in quanto rappresentava un criterio discrezionale non trasparente che poteva portare alla realizzazione di ingiustificate discriminazioni contro gli investitori stranieri.

Occorre, ad ogni modo, evidenziare come la Corte, uniformandosi all'orientamento della Commissione, abbia tralasciato l'analisi di alcuni elementi che avrebbero potuto condurre ad una conclusione diversa: i giudici di Lussemburgo sembra non abbiano voluto valutare tali poteri anche in un'ottica interna, limitandosi ad un raffronto con i principi comunitari. Non è stato raffrontato, infatti, il principio di non discriminazione con le esigenze derivanti dalla tutela di interessi nazionali essenziali; la Corte avrebbe potuto tener conto anche di altre disposizioni dei trattati, ad esempio l'allora art. 86¹⁰⁶ del TCE, che ammette un regime derogatorio in presenza di talune condizioni. Inoltre, i giudici di Lussemburgo, constatando l'assenza di riferimenti al concetto di "motivi imperativi di interesse generale", non hanno considerato il D.P.C.M. dell'11 febbraio 2000 che ne veniva a limitare l'interpretazione e, di conseguenza, il margine applicativo dei poteri speciali. La ragione del mancato esame di suddetto Decreto sta nel fatto che l'esistenza dell'inadempimento doveva essere valutata con riferimento alla situazione dello Stato membro alla scadenza del termine stabilito nel parere motivato della Commissione, termine fissato per il 10 agosto 1998; si potrebbe sostenere che, a fronte di un approccio più elastico da parte della Corte, la sentenza in esame avrebbe potuto avere un'altra conformazione, da un lato, riconoscendo l'impegno italiano nella limitazione dell'ambito applicativo dei poteri speciali, dall'altro, prendendo in considerazione l'allora articolo 86 del TCE, oggi 106 del TFUE, facendo riferimento al fenomeno dei servizi di interesse economico generale ed agli interessi sottesi alla gestione e alla fruizione degli stessi, per giustificare la normativa italiana¹⁰⁷.

Le pronunce successive della Corte di Giustizia dell'Unione Europea non sono da meno nel condannare lo Stato italiano a seguito dell'esercizio dei poteri speciali suddetti. La sentenza del 6 dicembre del 2007, nei procedimenti riuniti 0463/04 e

¹⁰⁶ Oggi è l'attuale art. 106 del TFUE.

¹⁰⁷ Si veda SAN MAURO, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, Luiss University Press, 2003, pp. 53-54.

0464/04, avente ad oggetto l'interpretazione dell'art. 63 del TFUE, analizza il rapporto di quest'ultimo articolo con l'art. 2449 del codice civile. In sintesi, i giudici di Lussemburgo hanno statuito che l'art 63 del TFUE deve essere interpretato nel senso che esso osta ad una disposizione nazionale, quale l'art, 2449 del codice civile italiano, secondo cui lo statuto di una società per azioni può conferire allo Stato o ad un ente pubblico che hanno partecipazioni nel capitale di tale società la facoltà di nominare direttamente uno o più amministratori, la quale, di per sé o, come nelle cause principali, in combinato con una disposizione, quale l'art, 4 del Decreto Legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, in seguito a modifiche, nella legge 30 luglio 1994, n. 474, come modificata dalla legge 24 dicembre 2003, n. 350, che conferisce allo Stato o all'ente pubblico in parola il diritto di partecipare all'elezione mediante voto di lista degli amministratori non direttamente nominati da esso stesso, è tale da consentire a detto Stato o a detto ente di godere di un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione nel capitale di detta società.

Ma la Corte di Giustizia e la Commissione Europea non si sono fermate qui: con il ricorso proposto il 28 giugno 2006 (IP/06/859), quest'ultima intese deferire l'Italia ai giudici di Lussemburgo per le Golden Shares in Eni, Enel, Finmeccanica e Telecom. Tale ricorso faceva leva sulla presunta violazione, da parte dello Stato italiano, delle norme, previste dai trattati, in materia di libera circolazione dei capitali e libertà di stabilimento, mediante l'introduzione delle norme di cui al predetto Decreto Legge 332/1994, come modificato dalla legge 350/2003. È noto che i trattati consentono eccezioni per ragioni di ordine pubblico, salute pubblica, difesa e sicurezza nazionale; tuttavia le condizioni per l'esercizio dei poteri previsti da tali norme deve essere condizionato al verificarsi di determinati fattori specifici.

A quest'ordine di ragioni bisogna aggiungere che la Commissione criticava anche la disciplina introdotta dal D.P.C.M del 10 giugno 2004, il quale definiva i criteri che potessero giustificare l'esercizio dei poteri speciali: la Commissione giudicava eccessivo l'uso dei poteri speciali previsti dalla normativa italiana per raggiungere tali obiettivi e riteneva altresì che i criteri per l'esercizio di questi poteri, e cioè le situazioni concrete che potevano essere ricomprese nella nozione di «grave ed effettivo pericolo», di cui all'art. 1, comma 2, dalla lett. (a) alla lett. (d), del D.P.C.M. appena citato, sebbene riguardino diversi tipi di interessi generali, fossero vaghi e di portata

indeterminata, ad eccezione di un vago e generico riferimento alla tutela degli interessi nazionali, e conferissero, pertanto, alle autorità del Paese ampi poteri discrezionali nel giudicare i rischi per gli interessi vitali dello Stato. La Commissione riteneva, inoltre, che l'assenza di certezza costituisse un ostacolo ingiustificato all'ingresso di investitori stranieri che intendessero stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese. Infine, la formula utilizzata eccedeva quanto fosse necessario per tutelare gli interessi pubblici che ne costituissero l'oggetto. Le preoccupazioni di interesse pubblico avrebbero potuto essere prese in considerazione mediante disposizioni alternative meno restrittive.

La Corte, il 26 marzo 2009, nella causa C-326/07, accoglie il ricorso della Commissione¹⁰⁸. Secondo i giudici di Lussemburgo sono da sanzionare i poteri speciali che permettono agli azionisti con almeno il 5% dei diritti di voto (quindi lo Stato italiano) di opporsi all'acquisto di partecipazioni rilevanti da parte di nuovi investitori. Allo stesso modo, tale valutazione deve ritenersi valida anche per le norme che regolano i patti o gli accordi tra azionisti che rappresentano almeno il 5% dei diritti di voto. Con riferimento all'esercizio dei poteri di opposizione, la Corte precisa che la limitazione del principio di libera circolazione dei capitali può essere legittimata, esclusivamente, da provvedimenti nazionali giustificati dalle ragioni di cui al vecchio art. 58 TCE¹⁰⁹, nonché da ragioni imperative di interesse generale, purché in questa seconda ipotesi le misure restrittive non siano discriminatorie e non proporzionali allo scopo da raggiungere; la libertà riconosciuta agli Stati membri di decidere, in assenza un indirizzo comunitario predefinito, il livello al quale intendono garantire la tutela di tali legittimi interessi, nonché il modo in cui questo livello deve essere raggiunto, deve infatti essere esercitata nel rispetto del principio di proporzionalità. Siffatto principio richiede che «le misure adottate siano idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento»¹¹⁰. In questa

¹⁰⁸ Si veda COLANGELO, "Golden share", *diritto comunitario e i mercanti di Venezia. Nota a CGCE sez. III 26 marzo 2009 (causa C-326/07)*, in *Foro Italiano*, n. 5, 2009, pp. 224 e ss. Ma anche BRIVIO, *Bruxelles condanna la golden share italiana*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 marzo 2009, p. 39; COSTANTINO, *In tema di golden share*, in *Foro italiano*, n. 5, 2009, pp. 221 e ss.

¹⁰⁹ Oggi è l'art. 65 del TFUE.

¹¹⁰ A difesa della disciplina oggetto di critica, i rappresentanti italiani, durante l'udienza, hanno evocato come esempi l'eventualità che un operatore straniero legato ad un'organizzazione terroristica tenti di acquisire partecipazioni in società nazionali operanti in un settore strategico; o la possibilità che una società straniera che controlli reti internazionali di energia (e che in passato abbia già sfruttato la sua posizione per crear e difficoltà di approvvigionamento a Paesi limitrofi) acquisisca una partecipazione in un'impresa nazionale. I giudici hanno riconosciuto che simili situazioni potrebbero giustificare un'opposizione all'acquisizione di una

come in altre fattispecie, l'applicazione del principio di proporzionalità ha condotto la Corte a ritenere che l'attuazione dei criteri controversi, considerati in relazione all'esercizio dei poteri di opposizione, non è atta a conseguire gli obiettivi perseguiti nel caso di specie a causa della mancanza di un nesso tra detti criteri e tali poteri. Del resto, l'assenza di un "collegamento funzionale", come sostenuto dalla stessa Commissione, accentua l'incertezza in ordine alle circostanze in cui i medesimi poteri possano essere esercitati e conferisce ad essi un carattere discrezionale eccessivo.

La Corte di Giustizia non si è fermata al solo potere di opposizione, ma si è spinta oltre, venendo a statuire anche con riferimento al potere di veto.

L'esercizio dei poteri di veto comporta, a detta dei giudici di Lussemburgo, un'infrazione solo del vecchio art. 56 del TCE¹¹¹ sulla libera di circolazione dei capitali. In questo caso la Corte ha ritenuto che non siano state precisate sufficientemente le circostanze concrete che permettono al Governo italiano l'esercizio della prerogativa in esame. Per giunta, la menzione della normativa italiana, secondo cui il potere di veto può essere esercitato solo in conformità della legislazione comunitaria, non è stato ritenuto elemento sufficiente a garantirne la compatibilità con il diritto dell'Unione europea. Né tanto meno sembra esserlo la previsione di cui all'art. 2, comma 1, lett. (a), (b) e (c), del Decreto Legge 332/1994 che prevede il controllo del giudice nazionale, al fine di assicurare la protezione delle persone in relazione all'applicazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali.

La sentenza della Corte di Giustizia, appena esaminata, rappresenta l'ennesima condanna ai danni dello Stato Italiano, il quale, tuttavia, ha risposto prontamente al monito lanciato, adottando il D.P.C.M. del 20 maggio 2010, sopra citato, che evidenzia la volontà di quest'ultimo di allinearsi agli indirizzi comunitari in materia. Tale provvedimento, tra l'altro, sancisce il termine della procedura di infrazione aperta, mediante ricorso, dalla Commissione Europea ed introduce il sistema imprenditoriale italiano in un contesto più libero sotto questo punto di vista, quantomeno con riferimento al mercato comune. Il successivo Decreto Legge 21/2012 non sembrerebbe ostare all'applicazione delle norme dei trattati, non introducendo, quest'ultimo, poteri che possano essere esercitati in modo discriminatorio, rappresentando, anzi, anch'esso

partecipazione, ma hanno anche rilevato che non si tratta di casi menzionati dal decreto del 2004 che formula gli interessi generali in modo più generico e impreciso.

¹¹¹ Oggi è l'art 63 del TFUE.

un tentativo di uniformare il regime nazionale, in tema di investimenti, con quello comunitario.

2.5 Il Decreto Legge 21/2012, convertito con Legge 56/2012, e la nuova disciplina dei Golden Powers¹¹²

L'evoluzione della disciplina in materia di poteri speciali dello Stato e degli enti pubblici vede la presenza di un ulteriore capitolo normativo, rappresentato, appunto, dal Decreto Legge n. 21 del 15 marzo 2012, coordinato con legge di conversione n. 56 dell'11 maggio 2012. Il provvedimento viene a ridefinire suddetti poteri, anche mediante il rinvio ad atti di formazione secondaria, con riferimento in particolare all'ambito oggettivo e soggettivo, alla tipologia alle condizioni e alle procedure per l'esercizio degli stessi; il legislatore è intervenuto allo scopo di salvaguardare gli assetti proprietari delle società operanti in settori reputati strategici e di interesse nazionale, riformulando la disciplina a causa del fondato timore, determinato dalla crisi del 2008, che le imprese italiane divenissero preda di investitori stranieri, che potessero approfittare del crollo dei valori azionari in modo tale da acquisire quote capitale consistenti a prezzi di saldo.

Ad ogni modo, occorre sottolineare che tale normativa è sopraggiunta a seguito della decisione del 24 novembre 2011, mediante la quale la Commissione Europea aveva deferito l'Italia alla Corte di Giustizia, sempre per la violazione degli articoli 43 e 56 del Trattato, a seguito della procedura di infrazione, sopra citata; di conseguenza il Decreto Legge 21/2012 rappresenta anche un tentativo di conformazione agli standard europei in materia. In sostanza, dunque, si vengono a definire in maniera più dettagliata i criteri per l'esercizio dei poteri speciali, in modo tale da evitare ulteriori provvedimenti di condanna da parte delle istituzioni comunitarie.

In particolare il suddetto decreto manifesta la sua importanza laddove viene a circoscrivere le aree di riferimento per l'esercizio dei poteri speciali: prima della sua

¹¹² Cfr. SAN MAURO, *La disciplina della nuova Golden Share*, in *Federalismi.it Rivista di diritto pubblico italiano, comunitario e comparato*, 2012; COMINO, *Golden Powers per dimenticare la Golden Share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Rivista italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, fasc. 5, 2014.

emanazione, infatti, non essendone definiti in maniera specifica i relativi ambiti applicativi, qualunque intervento straniero avrebbe potuto essere considerato di rilevanza strategica¹¹³.

Il Decreto Legge in esame disciplina all'art. 1 i poteri speciali esercitabili dal Governo con riferimento a quelle imprese operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale. Tali poteri consistono nella possibilità di imporre specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici, al controllo delle esportazioni nel caso di acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale; ma anche nella facoltà di opporre il veto¹¹⁴ all'adozione di delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione di un'impresa, che svolge attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa o di società controllate, il trasferimento all'estero della sede sociale, il mutamento dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'articolo 2351, terzo comma, del Codice Civile ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del Decreto Legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, le cessioni di diritti reali o di utilizzo relative a beni materiali o immateriali o l'assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego; infine nell'opposizione all'acquisto¹¹⁵, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in un'impresa che

¹¹³ Si veda SAN MAURO, La disciplina della nuova Golden Share, in *Federalismi*, 31 ottobre 2012.

¹¹⁴ Ai fini dell'esercizio del potere di veto l'impresa notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri una informativa completa sulla delibera o sull'atto da adottare in modo da consentire il tempestivo esercizio del potere di veto. Dalla notifica non deriva per la Presidenza del Consiglio dei Ministri né per l'impresa l'obbligo di notifica al pubblico ai sensi dell'articolo 114 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni. Entro quindici giorni dalla notifica il Presidente del Consiglio dei Ministri comunica l'eventuale veto. Qualora si renda necessario richiedere informazioni all'impresa, tale termine è sospeso, per una sola volta, fino al ricevimento delle informazioni richieste, che sono rese entro il termine di dieci giorni. Le richieste di informazioni successive alla prima non sospendono i termini. Decorsi i predetti termini l'operazione può essere effettuata. Il potere in esame è esercitato nella forma di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni ogniqualvolta ciò sia sufficiente ad assicurare la tutela degli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale. Le delibere o gli atti adottati in violazione di tali disposizioni sono nulli. Il Governo può altresì ingiungere alla società e all'eventuale controparte di ripristinare a proprie spese la situazione anteriore. Salvo che il fatto costituisca reato, chiunque non osservi tali disposizioni è soggetto a una sanzione amministrativa pecuniaria fino al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'uno per cento del fatturato cumulato realizzato dalle imprese coinvolte nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio.

¹¹⁵ Ai fini dell'eventuale esercizio dei poteri di cui al comma 1, lettere (a) e (c), dell'articolo in esame chiunque acquisisce una partecipazione in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale notifica l'acquisizione entro dieci giorni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri,

svolge attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale da parte di un soggetto diverso dallo Stato italiano, enti pubblici italiani o soggetti da questi controllati, qualora l'acquirente venga a detenere, direttamente o indirettamente, anche attraverso acquisizioni successive, per interposta persona o tramite soggetti altrimenti collegati, un livello della partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. A tale fine si considera altresì ricompresa la partecipazione detenuta da terzi con i quali l'acquirente ha stipulato uno dei patti di cui all'articolo 122 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché di quelli di cui all'articolo 2341-bis del codice civile.

I commi 2 e 3 dell'articolo in esame determinano le condizioni, i requisiti e le modalità di esercizio dei poteri speciali; rileva, dunque, la volontà, da parte del legislatore, di prevedere tali categorie giuridiche mediante un provvedimento avente forza di legge, limitando quindi la discrezionalità dell'esecutivo.

Per quanto riguarda l'esercizio del potere di veto all'adozione delle delibere assembleari per le operazioni straordinarie o di particolare rilevanza della società, al

trasmettendo nel contempo le informazioni necessarie, comprensive di descrizione generale del progetto di acquisizione, dell'acquirente e del suo ambito di operatività, per le valutazioni di cui al comma 3, sempre del medesimo articolo. Nel caso in cui l'acquisizione abbia a oggetto azioni di una società ammessa alla negoziazione nei mercati regolamentati, la notifica deve essere effettuata qualora l'acquirente venga a detenere, a seguito dell'acquisizione, una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e sono successivamente notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 3%, 5%, 10%, 15%, 20% e 25%. Il potere di imporre specifiche condizioni di cui al comma 1, lettera a), o di opporsi all'acquisto ai sensi del comma 1, lettera c), è esercitato entro quindici giorni dalla data della notifica. Qualora si renda necessario richiedere informazioni all'acquirente, tale termine è sospeso, per una sola volta, fino al ricevimento delle informazioni richieste, che sono rese entro il termine di dieci giorni. Eventuali richieste di informazioni successive alla prima non sospendono i termini, decorsi i quali l'acquisto può essere effettuato. Fino alla notifica e, successivamente, comunque fino al decorso del termine per l'imposizione di condizioni o per l'esercizio del potere di opposizione, i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante, sono sospesi. Qualora il potere sia esercitato nella forma dell'imposizione di condizioni di cui al comma 1, lettera a), in caso di eventuale inadempimento o violazione delle condizioni imposte all'acquirente, per tutto il periodo in cui perdura l'inadempimento o la violazione, i diritti di voto, o comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni o quote che rappresentano la partecipazione rilevante, sono sospesi. Le delibere eventualmente adottate con il voto determinante di tali azioni o quote, nonché le delibere o gli atti adottati con violazione o inadempimento delle condizioni imposte, sono nulli. L'acquirente che non osservi le condizioni imposte è altresì soggetto, salvo che il fatto costituisca reato, a una sanzione amministrativa pecuniaria pari al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'1 per cento del fatturato realizzato nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio. In caso di esercizio del potere di opposizione il cessionario non può esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante, e dovrà cedere le stesse azioni entro un anno. In caso di mancata ottemperanza il tribunale, su richiesta della Presidenza del Consiglio dei Ministri, ordina la vendita delle suddette azioni secondo le procedure di cui all'articolo 2359-ter del codice civile. Le deliberazioni assembleari eventualmente adottate con il voto determinante di tali azioni sono nulle.

fine di valutare la minaccia effettiva di un grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale, il Governo deve considerare, tenendo conto dell'oggetto della delibera, la rilevanza strategica dei beni o delle imprese oggetto di trasferimento, l'idoneità dell'assetto risultante dalla delibera o dall'operazione a garantire l'integrità del sistema di difesa e sicurezza nazionale, la sicurezza delle informazioni relative alla difesa militare, gli interessi internazionali dello Stato, la protezione del territorio nazionale, delle infrastrutture critiche e strategiche e delle frontiere, oltre agli elementi previsti nel comma 3 del medesimo articolo.

Quest'ultimo prevede che, per valutare la minaccia di un grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale, il Governo, nel rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza, debba considerare, alla luce della potenziale influenza dell'acquirente sulla società, anche in ragione della entità della partecipazione acquisita, in primis l'adeguatezza della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione, nonché del progetto industriale, rispetto alla regolare prosecuzione delle attività, al mantenimento del patrimonio tecnologico, anche con riferimento alle attività strategiche chiave, alla sicurezza e alla continuità degli approvvigionamenti, oltre che alla corretta e puntuale esecuzione degli obblighi contrattuali assunti nei confronti di pubbliche amministrazioni, direttamente o indirettamente, dalla società le cui partecipazioni sono oggetto di acquisizione, con specifico riguardo ai rapporti relativi alla difesa nazionale, all'ordine pubblico e alla sicurezza nazionale; in secondo luogo si rende necessario vagliare l'esistenza di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale, che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale o che, ancora, hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati¹¹⁶.

Ciò che rileva, una volta esposta la disciplina, è che la principale differenza con la normativa precedente si rinviene nell'ambito operativo definito dal Decreto Legge in esame: l'esercizio dei poteri speciali è consentito con riferimento a tutte le società, pubbliche o private, che svolgono attività di rilevanza strategica, non più solo alle

¹¹⁶ Art. 1, comma 3 del Decreto Legge 21/2012, convertito con modificazioni dalla Legge 56/2012.

società privatizzate o in mano pubblica. Il rimando alle norme secondarie, per la definizione dettagliata degli aspetti operativi della disciplina, prevede che vengano individuate, mediante Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, le attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, in ossequio alle quali potranno essere attivati i suddetti poteri, nonché gli atti infragruppo esclusi dal loro ambito operativo; ancora, sarà necessario definire concretamente le condizioni di esercizio di tali poteri; infine, il Decreto Legge in esame lascia spazio alla possibilità di prevedere ulteriori disposizioni attuative.

Non si fa riferimento ad un livello di capitale idoneo a compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale; tantomeno risulta chiaro se tale requisito debba essere determinato o meno dalla disciplina secondaria.

Inoltre, occorre precisare che non vi sono più le previsioni di cui all'art. 2, comma 1, lettere (b) e (d), del Decreto Legge 332/1994, le quali ammettevano la possibilità, da un lato, di opporsi ad eventuali patti parasociali, dall'altro, di nominare un amministratore senza diritto di voto.

Venendo, poi, ad analizzare l'art. 2, occorre precisare che il suo ambito applicativo concerne quei poteri speciali inerenti i settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni¹¹⁷, con previsioni abbastanza simili all'art. 1, precedentemente esaminato.

In primo luogo, bisogna precisare che ai sensi dell'art. 2, comma 2, qualsiasi delibera, atto o operazione, adottato da una società che detiene uno o più degli attivi individuati al comma 1 dell'art. 2, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione, comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento all'estero della sede sociale, il mutamento dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la

¹¹⁷ Con uno o più regolamenti, adottati ai sensi dell'articolo 17, comma 1, della legge 23 agosto 1988, n. 400, e successive modificazioni, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, del Ministro dello sviluppo economico e del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, di concerto con il Ministro dell'interno e con il Ministro degli affari esteri, oltre che con i Ministri competenti per settore, previo parere delle Commissioni parlamentari competenti, sono individuati le reti e gli impianti, ivi compresi quelli necessari ad assicurare l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali, i beni e i rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, nonché la tipologia di atti o operazioni all'interno di un medesimo gruppo ai quali non si applica la disciplina dell'articolo in esame. Tali regolamenti sono adottati entro centoventi giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione di suddetto decreto e sono aggiornati almeno ogni tre anni.

modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'articolo 2351, terzo comma, del codice civile ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, come da ultimo modificato dall'articolo 3 del presente decreto, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia, è notificato¹¹⁸, entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei Ministri dalla società stessa. Sono notificate nei medesimi termini le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione concernenti il trasferimento di società controllate che detengono i predetti attivi.

Si prevede, inoltre, al comma successivo, che, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri, può essere espresso il veto alle delibere, atti e operazioni di cui al comma 2 dell'art. 2 del Decreto Legge in esame, che diano luogo a una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti. Con la notifica di cui al comma 2, è fornita al Governo una informativa completa sulla delibera, atto o operazione in modo da consentire l'eventuale tempestivo esercizio del potere di veto. Dalla notifica non deriva per la Presidenza del Consiglio dei Ministri né per la società l'obbligo di comunicazione al pubblico ai sensi dell'articolo 114 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni. Entro quindici giorni dalla notifica, il Presidente del Consiglio dei Ministri comunica l'eventuale veto¹¹⁹. Decorsi i termini l'operazione può essere effettuata. Il potere di veto è espresso nella forma di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni ogniqualvolta ciò sia sufficiente ad assicurare la tutela degli interessi pubblici definiti al comma 3. Le delibere o gli atti o le operazioni adottati o attuati in violazione di detti obblighi sono

¹¹⁸ Si precisa che, a differenza di quanto previsto dall'art. 1, l'efficacia della delibera, dell'atto o dell'operazione rilevante rimane sospesa sino al decorso del termine per la notifica.

¹¹⁹ Qualora si renda necessario richiedere informazioni alla società, tale termine è sospeso, per una sola volta, fino al ricevimento delle informazioni richieste, che sono rese entro il termine di dieci giorni. Le richieste di informazioni successive alla prima non sospendono i termini. Fino alla notifica e comunque fino al decorso dei termini previsti dal presente comma è sospesa l'efficacia della delibera, dell'atto o dell'operazione rilevante.

nulli. Il Governo può altresì ingiungere alla società e all'eventuale controparte di ripristinare a proprie spese la situazione anteriore¹²⁰.

La disciplina fin qui analizzata trova applicazione a prescindere dalla presenza o meno di un investitore straniero. Sia chiaro che, in ogni caso, anche quest'ultimo sarà sottoposto a tale normativa e di conseguenza incontrerà nella sua attività imprenditoriale tutti gli ostacoli previsti dalle leggi, speciali e non, fin qui esaminate. Tuttavia, i commi 5 e seguenti dell'art. 2 prendono in considerazione proprio tale fattispecie prevedendo, da un lato, un regime di notifica dell'acquisizione¹²¹, dall'altro, un vero e proprio sistema di poteri, sempre in capo all'esecutivo; a tal proposito infatti è prescritto che qualora l'acquisto di cui al comma 5, sempre dell'art. 2, comporti una minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato di cui al comma 3 del medesimo articolo, entro quindici giorni dalla notifica, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri, da trasmettere contestualmente alle Commissioni parlamentari competenti, l'efficacia dell'acquisto possa essere condizionata all'assunzione da parte dell'acquirente di impegni diretti a garantire la tutela dei predetti interessi. In casi eccezionali di rischio per la tutela dei predetti interessi, non eliminabili attraverso l'assunzione degli impegni di cui al primo periodo, il Governo può opporsi, sulla base della stessa procedura, all'acquisto. Fino alla notifica e, successivamente, fino al decorso del termine per l'eventuale esercizio del potere di opposizione o imposizione di impegni, i diritti di voto o comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale connessi alle azioni o quote che rappresentano la partecipazione rilevante sono sospesi. Decorsi i predetti termini, l'operazione può essere effettuata. Qualora il potere sia esercitato nella forma

¹²⁰ Si segnala che salvo che il fatto costituisca reato, chiunque non osservi le disposizioni di cui al comma 2 e al comma 4 è soggetto a una sanzione amministrativa pecuniaria fino al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'uno per cento del fatturato cumulato realizzato dalle imprese coinvolte nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio.

¹²¹ L'acquisto a qualsiasi titolo da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di partecipazioni in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi del comma 1 dell'art. 2, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è notificato dall'acquirente entro dieci giorni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, unitamente ad ogni informazione utile alla descrizione generale del progetto di acquisizione, dell'acquirente e del suo ambito di operatività. Nel computo della partecipazione rilevante si tiene conto della partecipazione detenuta da terzi con cui l'acquirente ha stipulato uno dei patti previsti dall'articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, o previsti dall'articolo 2341-bis del codice civile. Per soggetto esterno all'Unione europea si intende qualsiasi persona fisica o giuridica, che non abbia la residenza, la dimora abituale, la sede legale o dell'amministrazione ovvero il centro di attività principale in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo o che non sia comunque ivi stabilito.

dell'imposizione di impegni all'acquirente, in caso di inadempimento, per tutto il periodo in cui perdura l'inadempimento medesimo, i diritti di voto, o comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni o quote che rappresentano la partecipazione rilevante, sono sospesi. Le delibere eventualmente adottate con il voto determinante di tali azioni o quote, o comunque le delibere o gli atti adottati con violazione o inadempimento delle condizioni imposte, sono nulli. L'acquirente che non adempia agli impegni imposti e' altresì soggetto, salvo che il fatto costituisca reato, a una sanzione amministrativa pecuniaria pari al doppio del valore dell'operazione, e comunque non inferiore all'1 per cento del fatturato realizzato nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio. Come già accennato, in caso di esercizio del potere di opposizione l'acquirente non può esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante, e dovrà cedere le stesse azioni entro un anno. In caso di mancata ottemperanza il tribunale, su richiesta del Governo, ordina la vendita delle suddette azioni secondo le procedure di cui all'articolo 2359-ter del codice civile. Le deliberazioni assembleari eventualmente adottate con il voto determinante di tali azioni sono nulle.

I poteri speciali di cui ai commi 3 e 6 sono esercitati esclusivamente sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori. A tale fine il Governo considera, avuto riguardo alla natura dell'operazione, il criterio dell'esistenza di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale, o che hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati; valuta inoltre l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, a garantire la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti, nonché il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti.

L'art. 2 appena esaminato estende, quindi, la possibilità di esercitare i poteri speciali, previsti per le società operanti nel comparto nel comparto della difesa e della

sicurezza nazionale, anche alle imprese aventi ad oggetto attività nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Solo viene impedita la possibilità di opporsi all'acquisizione.

Ad ogni modo è possibile individuare delle differenze tra le due discipline. Per il comparto della difesa e della sicurezza nazionale, il requisito per l'esercizio dei poteri è rappresentata solo e soltanto dalla presenza di una minaccia effettiva di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale; per i settori dei trasporti, dell'energia e delle comunicazioni si distingue a seconda del potere speciale: mentre con riferimento al potere di veto si fa riferimento alla situazione eccezionale di minaccia effettiva di grave pregiudizio per gli interessi pubblici, nel caso del potere di apporre condizioni all'acquisto di partecipazioni ovvero di opporvisi scompare il rimando al tema della situazione eccezionale.

In secondo luogo il potere di veto nei comparti dei trasporti, dell'energia e delle comunicazioni concerne non solo le delibere delle società che detengano beni strategici, come avviene nel caso dei settori della difesa e della sicurezza nazionale, ma anche quelle operazioni e quegli atti in grado di pregiudicare gli interessi pubblici in materia.

In materia di investimenti diretti provenienti dall'estero la normativa è, peraltro, resa ancor più penetrante, da un lato, in quanto oltre alla disciplina sul veto, prevista in generale, incombe sull'investitore straniero proprio il potere dello Stato di opporsi all'acquisizione, dall'altro, poiché all'art. 3 del medesimo Decreto Legge è richiesta una condizione di reciprocità per l'accesso al mercato: di conseguenza, qualora nel paese di origine dell'investitore straniero non fosse applicabile un regime di accesso al mercato dei cosiddetti settori strategici da parte di operatori italiani a parità di condizioni, l'operazione non verrà consentita.

Si precisa, poi, che tali poteri speciali devono essere esercitati sulla base di criteri oggettivi e non discriminatori. A tale fine il Governo considera, avuto riguardo alla natura dell'operazione, l'esistenza, tenuto conto anche delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale desunti dalla natura delle loro alleanze o hanno rapporti con organizzazioni criminali o

terroristiche o con soggetti ad essi comunque collegati; esamina, peraltro, l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, a garantire, da un lato, la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti, dall'altro il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti.

Occorre segnalare, inoltre, che il suddetto Decreto Legge viene ad abrogare la disciplina dei poteri speciali prevista dall'art. 2 del Decreto Legge 332/1994 e novella, peraltro, l'art. 3, comma 1, di quest'ultimo, prevedendo che la facoltà di introdurre nello statuto un limite massimo al possesso azionario trovi applicazione con riferimento alle società a controllo pubblico, diretto e indiretto, operanti nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e degli altri pubblici servizi.

È necessario, da ultimo, aprire una piccola parentesi con riferimento alla Legge n. 266, del 23 dicembre 2005¹²², che ha introdotto un particolare potere speciale, che prende il nome di "poison pill"; tale potere si estrinseca nella possibilità per la società partecipata dalla mano pubblica di deliberare un aumento di capitale in caso di offerta pubblica di acquisto ostile: in tal caso l'azionista pubblico potrebbe accrescere la propria quota capitale vanificando il tentativo di scalata non concordata.

Così si presenta il sistema normativo nazionale in tema di poteri speciali esercitabili da Stato ed enti pubblici. Se da un lato, dunque, è possibile notare come la disciplina italiana, in generale, tenda ad assumere connotati protezionistici in tema di investimenti diretti esteri, dall'altro, è necessario sottolineare, ancora una volta, l'orientamento marcatamente liberista del sistema delineato dall'Unione Europea. La creazione di un mercato comune e perfettamente concorrenziale favorisce il crescere dei flussi, ciò a discapito della protezione che i singoli Stati membri possono garantire alle imprese presenti nel territorio. Il difficile punto di equilibrio tra le diverse esigenze sembra essersi sbilanciato considerevolmente a danno di quest'ultima.

Peraltro, la disciplina trova, come detto, diversa applicazione a seconda che si tratti di investimenti europei o extraeuropei; in quest'ultimo caso infatti non si pone la problematica concernente la compatibilità con il regime comunitario. Tuttavia si rende

¹²² Sarebbe la Legge Finanziaria del 2006.

necessario esaminare quei principi che definiscono, in linea di massima, la condotta che gli Stati devono osservare, in quanto membri dell'Unione Europea, con riferimento al trattamento degli investitori stranieri, residenti al di fuori della stessa; trattandosi infatti di un mercato comune, le politiche di attrazione dei flussi non possono differenziarsi in maniera significativa, sicché si rende necessario prevedere dei principi generali cui uniformarsi.

2.6 I principi di diritto internazionale applicabili in materia per i Paesi al di fuori dell'Unione Europea¹²³

I principi applicabili, in materia di investimenti diretti esteri, per i Paesi al di fuori dell'Unione Europea variano a seconda della casistica e delle relazioni intercorse tra l'Italia e detti Paesi. Bisogna ricordare, peraltro, che le norme comunitarie tendono ad armonizzare i diversi sistemi giuridici, cercando di creare delle condizioni uniformi per tutti gli Stati Membri, in modo tale da presentare l'Unione come un vero e proprio mercato comune, in cui la normativa in materia di investimenti non venga a variare da Paese a Paese.

Si rende necessario prendere le mosse da un principio fondamentale di diritto internazionale che viene ribadito dall'articolo 16 delle Disposizioni sulla legge in generale, contenute nel Regio Decreto n. 262 del 16 marzo 1942; ai sensi di detto articolo, lo straniero, inteso sia come persona fisica che come persona giuridica, è ammesso a godere dei diritti civili attribuiti al cittadino a condizione di reciprocità e salve le disposizioni contenute in leggi speciali. Oggi la normativa di riferimento è stata ulteriormente approfondita dal Decreto Legislativo 25 luglio 1998, n. 286, che rappresenta il testo unico delle disposizioni concernenti la disciplina dell'immigrazione e norme sulla condizione dello straniero.

Una volta definito il principio generale applicabile a tutte le fattispecie, urge concentrarsi sulla disciplina prevista in particolare per gli investimenti: per investimento si intende, indipendentemente dalla forma giuridica prescelta e dall'ordinamento

¹²³ Cfr. SCISO, *Appunti di Diritto Internazionale dell'economia*, Torino, Giappichelli, 2007; RONZITTI, *Introduzione al Diritto Internazionale*, Torino, Giappichelli Editore, 2009; SORNARAJAH, *The international law on Foreign Investment*, Cambridge, Cambridge University Pres, 2010.

giuridico di riferimento, ogni bene investito da investitori di una parte contraente nel territorio dell'altra, in conformità alle leggi ed ai regolamenti di quest'ultima¹²⁴. L'investimento, dunque, può manifestarsi in molteplici forme, tutte differenti, ed in particolare mediante l'acquisto del diritto di proprietà su beni immobili, mobili, nonché l'acquisto di altri diritti reali; ma può anche realizzare un'acquisizione di imprese già esistenti o quote di esse; può comportare, ancora, la creazione di nuove società.

Si potrebbe sostenere che l'accertamento della condizione di reciprocità si renda necessario solo laddove l'Italia non abbia concluso Accordi bilaterali in materia di promozione e protezione degli investimenti con il Paese di riferimento. Tali accordi, infatti, rientrano pienamente nella previsione, dell'articolo 16 delle Preleggi, che ammetteva una deroga al principio in presenza di una legge speciale: il provvedimento di ratifica e di esecuzione dell'accordo assume, dunque, la veste di *lex specialis* e, di conseguenza, la condizione di reciprocità si riterrà esistente, con riferimento, ovviamente, ai soli temi disciplinati dallo stesso accordo.

In sintesi, dunque, il principio di reciprocità prevede che, per l'accesso ad una determinata forma di tutela, sia necessario che il Paese straniero riconosca un diritto eguale o simile a quello che la persona ivi proveniente intende esercitare in Italia; è inoltre richiesto che lo Stato estero non compia alcun tipo di discriminazione nei confronti della persona, fisica o giuridica, di origine italiana che intenda esercitare il medesimo diritto nel suo territorio.

La ratio della disciplina trova la sua fonte nell'esigenza di non pregiudicare le necessità di cittadini ed imprese italiane, in modo tale da non esporsi ad un'ingerenza che non sarebbe ammissibile a parti inverse. Il principio di reciprocità, tra l'altro, può costituire un utile strumento di ritorsione politica ed economica, che può indurre il Paese straniero ad introdurre una disciplina simile a quella italiana in modo tale da beneficiarne soprattutto a livello economico: in tal modo si aprirà il mercato nei confronti di detto Paese ed il livello di investimenti diretti tenderà a salire¹²⁵.

¹²⁴ La definizione di investimento qui riportata è la sintesi di un percorso giuridico e dottrinale travagliato; per lungo tempo non si giunse ad una conclusione univoca, tanto che i Trattati Bilaterali per la protezione e la promozione degli investimenti, stipulati dagli Stati per la regolamentazione degli investimenti diretti esteri, subito dopo il preambolo circoscrivono l'ambito di applicazione degli stessi, dando una propria definizione di investimento; da tali definizioni, adottate nei numerosissimi trattati stipulati, si è cercato di costruirne una generale, che tuttavia deve ancora delinearci definitivamente. Ad ogni modo, tale tematica verrà trattata in modo approfondito nel quarto capitolo.

¹²⁵ Si veda RONZITTI, *Introduzione al Diritto Internazionale*, Torino, Giappichelli Editore, 2009, pp. 337 e ss.

Il principio in esame, volendo essere una fonte di tutela incisiva anche in materia di IDE, trova applicazione in tema di tecniche di difesa dal lancio di un'opa ostile: in particolare la passivity rule e la regola di neutralizzazione trovano applicazione solo e soltanto a condizione di reciprocità, salvo ovviamente il caso in cui la materia sia definita da un Accordo bilaterale. Di conseguenza, le regole in esame non vengono a tutelare l'investitore straniero che non è, a sua volta, soggetto a restrizioni di questo genere; qualora l'offerta pubblica di acquisto venga promossa da un gruppo di più investitori, sarà sufficiente che solo uno di essi non rispetti il principio di reciprocità. In ogni caso, tutte le misure difensive dovranno essere autorizzate dall'assemblea nei diciotto mesi anteriori la comunicazione dell'offerta; la decisione deve essere comunicata al mercato in maniera tempestiva, in modo tale che un potenziale offerente sia in grado di valutare il grado di contendibilità della società bersaglio. La Consob vigila in materia e accerta che la condizione di reciprocità sia rispettata.

La normativa comunitaria e nazionale non si ferma, tuttavia, alla disciplina del principio di reciprocità e delle relative eccezioni, ma viene a prevedere ulteriori istituti giuridici che meritano di essere analizzati a fondo.

Riprendendo i temi introdotti dall'articolo 63 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea a proposito della libertà di circolazione dei capitali e del conseguente divieto di prevedere restrizioni a riguardo, bisogna precisare che la disciplina in esame soffre alcune eccezioni, dettate dalla necessità di tutelare gli Stati Membri dalle ingerenze dei Paesi esterni all'Unione Europea; si tratta dello stesso obiettivo che il principio di reciprocità intende perseguire.

Le deroghe in questione sono previste, in primo luogo, dall'articolo 64 del TFUE e possono colpire i movimenti di capitali riguardanti paesi terzi: da un lato, è fatta salva la possibilità, per gli Stati Membri, di mantenere le misure nazionali o comunitarie riguardanti gli investimenti diretti esteri in vigore prima del 31 dicembre 1993; dall'altro, vi è una espressa previsione che conferisce al Consiglio il potere di adottare misure che comportino un regresso nella liberalizzazione dei movimenti di capitale con i Paesi terzi: la delibera deve essere approvata all'unanimità e deve prevedere una consultazione del Parlamento europeo.

Bisogna, inoltre, aggiungere che il comma 2 dello stesso articolo 64 del TFUE prevede che, nell'ambito degli sforzi volti a conseguire, nella maggior misura possibile e

senza pregiudicare gli altri capi dei trattati, l'obiettivo della libera circolazione di capitali tra Stati membri e paesi terzi, il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria, possano adottare le misure concernenti i movimenti di capitali provenienti da paesi terzi o ad essi diretti, in relazione agli investimenti diretti esteri.

Si ricorda, inoltre, che all'articolo 65 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea sono disciplinate alcune restrizioni che gli Stati Membri possono porre in essere anche all'interno del mercato comune e sono, si ribadisce, quelle misure necessarie per impedire la violazione della legge nazionale, le procedure per la dichiarazione dei movimenti a fini amministrativi e statistici, nonché le misure giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza.

Infine, l'articolo 66 prevede che qualora, in circostanze eccezionali, i movimenti di capitali provenienti da paesi terzi o ad essi diretti causino o minaccino di causare difficoltà gravi per il funzionamento dell'Unione economica e monetaria, il Consiglio, su proposta della Commissione e previa consultazione della Banca centrale europea, possa prendere nei confronti di paesi terzi, e se strettamente necessarie, misure di salvaguardia di durata limitata, per un periodo non superiore a sei mesi.

E' necessario, infine, aprire una piccola parentesi in ordine ad una clausola prevista dai Trattati che oggi si rende applicabile solo in un ristretto numero di casi; clausola che, tuttavia, per lungo tempo ha garantito agli Stati Membri la possibilità di ricorrere ad uno strumento particolarmente incisivo in materia di investimenti diretti esteri. Si tratta della clausola di salvaguardia, disciplinata dall'articolo 144 del TFUE: ai sensi di detto articolo, in caso di improvvisa crisi nella bilancia dei pagamenti e qualora non intervenga immediatamente una decisione ai sensi dell'articolo 143, paragrafo 2, uno Stato membro con deroga può adottare, a titolo conservativo, le misure di salvaguardia necessarie; tali misure devono provocare il minor turbamento possibile nel funzionamento del mercato interno e non andare oltre la portata strettamente indispensabile a ovviare alle difficoltà improvvise manifestatesi.

Occorre precisare che per Stato Membro con deroga si intende lo Stato riguardo al quale il Consiglio non ha deciso che soddisfi le condizioni necessarie per l'adozione dell'euro.

In passato la clausola di salvaguardia aveva un raggio applicativo sempre molto limitato, in quanto la durata di tali misure non poteva superare i sei mesi, ma leggermente più ampio, da un lato, perché costituiva un potere esercitabile da un numero più elevato di Paesi, dall'altro, poiché i presupposti erano meno restrittivi. Bisogna segnalare che, nonostante tale previsione, nessuno Stato Membro si è mai avvalso di tale potere.

In sintesi, dunque, per quanto riguarda l'Italia, che non rientra negli attuali parametri per l'esercizio di suddetto potere, non è possibile avvalersi della clausola di salvaguardia ed in caso di violazione di tale statuizione troveranno applicazione gli articoli 258, 259 e 260 del TFUE, che disciplinano la procedura di infrazione.

2.7 Gli accordi bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti diretti esteri¹²⁶

Il regime degli investimenti diretti esteri è ampiamente disciplinato, oltre che dalla normativa interna e comunitaria e dalle regole generali del diritto internazionale consuetudinario, dalle disposizioni dettate dai trattati internazionali stipulati dagli Stati interessati. Lo stesso sistema comunitario ammette la possibilità, per Unione Europea e Stati membri, di stipulare tali accordi al fine di definire nel dettaglio il regime applicabile.

Le norme convenzionali, previste per tale tipo di fenomeno, sono numerose e dettagliate e, qualora applicabili in un caso concreto, costituiscono diritto speciale rispetto sia alle regole nazionali dello Stato ospite, sia alle regole internazionali consuetudinarie. Si è arrivati a tal punto a causa del fallimento dei vari tentativi intrapresi per adottare una convenzione multilaterale generale in materia di protezione degli investimenti.

¹²⁶ Cfr. SACERDOTI, *Bilateral Treaties and Multilateral Instruments on Investment Protection*, in *Recueil des Cours*, tome 269, 1997; MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003; GIARDINA, *Gli accordi bilaterali sugli investimenti e l'accordo nordamericano di libero scambio*, in *Enciclopedia degli Idrocarburi*, vol. 4, 2007; BROCHES, *Bilateral investment protection treaties and arbitration of investment disputes*, in SCHULTSZ, VAN DEN BERG, *The art of arbitration. Essays on international arbitration. Liber Amicorum Pieter Sanders*, 12 September 1912-1982, Deventer, Kluwer; ACCONCI, *Il Collegamento tra Stato e Società in Materia di Investimenti Stranieri*, Padova, CEDAM, 2002; DOLZER, STEVENS, *Bilateral Investment Treaties*, L'Aja-Londra, Nijhoff, 1995.

Infatti, il numero degli accordi bilaterali in materia di investimenti (BIT, *Bilateral Investment Treaties*) è particolarmente elevato ed è andato aumentando negli ultimi anni¹²⁷.

Volendo in qualche modo ritrovare gli antenati di tale strumento giuridico, occorre risalire al XIX secolo quando i contrasti tra i Paesi dell'America Latina, da un lato, e gli Stati Uniti e l'Europa, dall'altro, imposero il problema di definire un regime giuridico internazionale degli investimenti diretti esteri al fine di garantire un determinato standard di trattamento. Peraltro, con la dissoluzione degli imperi coloniali, i Paesi in via di sviluppo rivendicarono la propria sovranità sulle risorse naturali e sulle attività economiche nel proprio territorio, il che poneva l'esigenza, per gli investitori stranieri, di tutelarsi dall'adozione di misure di nazionalizzazione ed espropriazione; proprio in tale periodo nasce la prepotente esigenza di disciplinare il regime degli investimenti mediante degli accordi veri e propri tra gli Stati interessati¹²⁸.

I trattati bilaterali, in senso moderno, hanno cominciato a essere stipulati nel 1959 (accordi della Repubblica Federale Tedesca con il Pakistan del 25 novembre 1959 e con la Repubblica Dominicana del 16 dicembre 1959). La ragione dell'affermarsi, prima, e dello sviluppo numerico crescente, poi, va individuata, appunto, nello stato incerto del diritto internazionale consuetudinario in materia: l'Assemblea Generale delle Nazioni Unite, nel 1974, contribuì alla realizzazione di un nuovo ordine economico internazionale, che determinò la nascita di un'idea dirigista della sovranità statale; in tale ottica, l'investimento straniero era considerato non solo un limite a tale sovranità, ma anche economicamente svantaggioso. Di conseguenza, gli Stati di nuova formazione rifiutarono l'applicazione dei principi del diritto internazionale economico tradizionale: si tentò, dunque, di sostituire ai principi tradizionali, un sistema di norme ispirato alla pianificazione ed al controllo pubblico delle varie attività economiche e si riaffermò la prevalenza del diritto nazionale nella disciplina di alcune materie.

Le incertezze, dunque, erano inizialmente determinate dall'impatto esercitato sulle regole tradizionali, generali e generiche, protettive degli investimenti stranieri, dai

¹²⁷ Da meno di cento accordi negli anni Sessanta, si è passati a circa 170 negli anni Settanta, circa 400 negli anni Ottanta, circa 2.000 alla fine degli anni Novanta (fonte: SACERDOTI, *Bilateral Treaties and Multilateral Instruments on Investment Protection*, in *Recueil des Cours*, tome 269, 1997, pp. 251 e ss.). Si veda anche UNCTAD, *Trade and Development Report*, United Nations New York and Geneva, 2005.

¹²⁸ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 1 e ss.

nuovi principi internazionali, quali, appunto, quello della sovranità permanente sulle risorse naturali, nonché dalla risonanza di alcune controversie internazionali proprio in tema di investimenti nella specifica e importante materia delle concessioni petrolifere¹²⁹.

In tale contesto di profonda e diffusa incertezza circa il regime consuetudinario della materia e di confronto diretto tra differenti concezioni politico-ideologiche alla base delle teorizzazioni dottrinali e delle risoluzioni delle singole dispute giuridiche, lo strumento dei trattati bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti si è rivelato utile ed in qualche modo vincente. Questi, al fine di incoraggiare e proteggere gli investimenti, introducevano norme pattizie specifiche tendenzialmente in grado di garantire la riduzione dei margini di incertezza e di fornire un sistema di base per una futura proficua collaborazione. In tal modo, evidentemente, veniva ad esistenza una disciplina speciale che rappresentava un'alternativa a quella generale, oggetto di discussione e dai contorni in ogni caso incerti ed imprecisi.

Tuttavia, il numero elevatissimo di tali trattati ha posto il tema, problematico, del loro determinante contributo alla creazione di regole consuetudinarie generali corrispondenti a quelle generalmente contenute negli accordi stipulati. La questione continua ad essere argomento di discussione anche oggi. Peraltro, alcune recenti evoluzioni dei modelli di trattato adottate da Paesi particolarmente attivi nel settore della promozione e protezione degli investimenti rimettono in discussione questa problematica generale¹³⁰.

Le materie che gli accordi bilaterali in tema di investimenti disciplinano possono in linea generale essere ripartite in vari settori. Si spazia dalle definizioni di investimento e di investitori protetti, all'ammissione degli investimenti e del loro trattamento, con particolare riguardo al trasferimento degli utili e ai casi di espropriazione e nazionalizzazione; fino alla soluzione delle possibili controversie fra gli Stati contraenti e, soprattutto, di quelle che potrebbero nascere tra investitori stranieri e Stati.

¹²⁹ Si veda FRIGO, *La sovranità permanente degli Stati sulle risorse naturali*, in: PICONE, SACERDOTI, *Diritto internazionale dell'economia: raccolta sistematica dei principali atti normativi internazionali ed interni con testi introduttivi e note*, Milano, Franco Angeli, 1982.

¹³⁰ Si veda GIARDINA, *Gli accordi bilaterali sugli investimenti e l'accordo nordamericano di libero scambio*, in *Enciclopedia degli Idrocarburi*, vol. 4, 2007.

2.7.1 La definizione dell'ambito di applicazione degli accordi bilaterali ratione materiae: la nozione di investimento¹³¹

Dopo il preambolo del trattato, nel quale vengono in genere richiamati motivi e obiettivi dello stesso, vengono definite le varie categorie giuridiche cui si fa riferimento: la positivizzazione dei termini investimento, investitore, nonché di tutti gli altri concetti chiave esaminati nell'accordo, non ha natura descrittiva, bensì normativa vera e propria.

Tuttavia, la difficoltà di pervenire ad una definizione di investimento univoca¹³², a livello economico, comporta incertezza anche a livello giuridico, sicché numerosi sono gli orientamenti dottrinali in materia: secondo parte della dottrina, il concetto di investimento coincide con la nozione di diritto patrimoniale dello straniero; altri autori ritengono, invece, l'investimento stesso un fatto essenzialmente economico, sicché solo a partire dalla definizione economica è possibile giungere ad individuare il significato giuridico del termine, che, peraltro, è soggetto a repentine mutazioni a seconda degli scopi specifici degli strumenti normativi che vi fanno riferimento¹³³.

Un ulteriore indirizzo dottrinale si concentra sulle trasformazioni delle forme di investimento nel tempo, individuando una nozione classica ed una nozione moderna dello stesso: in base alla prima delle due, il criterio base per l'individuazione degli investimenti sarebbe la proprietà dei beni destinati ad una certa attività economica; nel secondo caso si verrebbe ad esaminare il contributo che questi apportano allo sviluppo economico del paese, sicché il concetto in questione sarebbe essenzialmente economico, dal punto di vista della sua natura, e giuridicamente malleabile, dal punto di vista della sua formulazione¹³⁴.

Le incertezze a livello dottrinale sono il risultato dell'assenza di un concetto univoco di investimento nel diritto internazionale e nei vari diritti nazionali. Una nozione dello stesso trova una sua origine nel diritto (internazionale) convenzionale;

¹³¹ Cfr. anche RUBINS, *The Notion of "Investment" in International Investment Arbitration*, in HORN, KROELL, *Arbitrating Foreign Investment Disputes*, L'Aja, Kluwer, 2004; REED, *Guide to ICSID arbitration*, L'Aja, Kluwer, 2004; SACERDOTI, *Investment arbitration under ICSID and UNCITRAL. Rules: prerequisites, applicable law, review of awards*, in ICSID Review, vol. 19, n.1, 2004.

¹³² Si ricorda che, già nel paragrafo 2.6 di questo capitolo, era stata introdotta una definizione di investimento, definizione adottata nel diritto internazionale consuetudinario. Qui si vuole riportare il percorso giuridico dottrinale che ha portato alla definizione oggi utilizzata.

¹³³ Si veda ancora SACERDOTI, *Bilateral Treaties and Multilateral Instruments on Investment Protection*, in Recueil des Cours, tome 269, 1997.

¹³⁴ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 31 e ss.

nozione che pian piano si è sviluppata, con l'evolversi e la stipula dei vari accordi bilaterali.

Ampia ed elastica è la definizione di investimento oggi generalmente adottata dai BIT. Essa ricomprende sia i beni che i diritti e gli interessi degli stranieri ed è applicabile non solo agli investimenti diretti esteri, ma anche a quelli di portafoglio. In ogni caso, non si tratta di una definizione esaustiva in quanto indica in modo esemplificativo solo alcune categorie tipiche che non escludono, di conseguenza, altre forme di investimento non specificatamente individuate¹³⁵.

Nella pratica più recente e attuale, le definizioni sono particolarmente dettagliate. Vengono a ricomprendersi nella nozione in esame i diritti di proprietà su beni mobili e immobili, altri diritti come ipoteche, usufrutti, pegni e privilegi; nonché i diritti di natura economica conferiti per legge o per contratto¹³⁶. Sono poi, in genere, indicate esplicitamente le azioni in società che operano nello Stato ospite, in modo tale da superare i dubbi in riferimento alla tutela degli azionisti distinti dalle società delle quali sono soci; vengono menzionati anche quei diritti in materia di proprietà industriale e intellettuale, know how, segreti industriali e commerciali. Si considerano, poi, investimenti anche i redditi prodotti dagli investimenti stessi, se reinvestiti.

Ciò che rileva, dunque, è la prassi applicativa di tali trattati: una nozione universale di investimento non è raggiungibile, sicché la delimitazione dell'ambito applicativo dell'accordo è demandata all'accordo stesso nelle definizioni dettate nei primi articoli. Si adotta in genere una formula ampia, tale da garantire agli investitori degli Stati contraenti una copertura estesa, nonché in grado di ricomprendere le varie definizioni presenti nelle legislazioni di ogni Stato¹³⁷.

In ogni caso, la dottrina non si è fermata nella sua indagine definitoria e dato comunque il carattere non esaustivo delle definizioni adottate, si è in concreto posto il

¹³⁵ A titolo di esempio può essere riprodotta l'indicazione di cinque principali forme di investimento contenute nel modello di BIT della Gran Bretagna della metà degli anni Novanta: *“Investment means every kind of asset, including: (i) movable and immovable property and any other related property rights such as mortgages; (ii) shares in, stock, bonds and debentures of, and any other form of participation in a company of business enterprise; (iii) claims to money, and claims to performance under a contract having financial value; (iv) intellectual property rights, technical processes, know-how and any other benefit or advantage attached to a business; (v) rights conferred by law or under contract to undertake any commercial activity, including search for, or cultivation, extraction or exploitation of natural resources”*.

¹³⁶ Ad esempio quelli derivanti da licenze e concessioni, attinenti alla prospezione, coltivazione ed estrazione delle risorse naturali, inclusi gli idrocarburi.

¹³⁷ Si veda GIARDINA, *Gli accordi bilaterali sugli investimenti e l'accordo nordamericano di libero scambio*, in *Enciclopedia degli Idrocarburi*, vol. 4, 2007, pp. 539 e ss.

problema se una data attività sia da ritenersi un investimento e quindi possa essere protetta da un BIT; sono state proposte varie soluzioni, spesso in contrasto. Il solo punto di incontro pare essere l'esclusione delle compravendite e probabilmente di ogni altra operazione meramente commerciale, dal novero dei casi di investimento. Si tratta ad ogni modo di un problema di interpretazione del BIT da applicare e dunque devono essere rispettati i criteri ermeneutici, previsti nella Convenzione di Vienna del 1969 sul diritto dei trattati, per l'interpretazione degli stessi. Di conseguenza determinante sono l'oggetto e lo scopo del trattato, risultanti dal testo nel suo complesso, compreso anche il preambolo, e dal contesto nel quale il BIT è stato stipulato¹³⁸.

Fra gli elementi interpretativi che possono dedursi dai preamboli dei trattati in esame, alcuni di essi sembrano particolarmente significativi per giungere ad una definizione completa e generale di investimento adottata nel testo degli accordi.

In primo luogo, con il BIT gli Stati contraenti intendono disciplinare l'apporto reciproco di risorse ad opera dei propri investitori e delle proprie società. In secondo luogo, si constata che il flusso di capitali privati, che viene promosso mediante la stipula dell'accordo bilaterale, contribuisce allo sviluppo economico degli stessi Paesi contraenti.

Ad ogni modo, la nozione di investimento viene a concretizzarsi in ogni singola fattispecie applicativa, tenendo sempre presente in considerazione i testi degli accordi di riferimento, il relativo oggetto e le finalità che perseguono, nonché il contesto nel quale sono stati stipulati. Non bisogna dimenticare come tutti i BIT abbiano una propria definizione di investimento e che le definizioni adottate hanno avuto una costante evoluzione nel tempo; evoluzione che ne ha garantito la crescita in termini di ampiezza e precisione.

Il problema definitorio, poi, non si pone per questi accordi con la stessa intensità e gravità con le quali esso si pone con riferimento alla Convenzione di Washington del 1965 per la soluzione delle controversie in materia di investimenti fra Stati e privati stranieri; tale convenzione, che prende il nome di convenzione ICSID, acronimo che sottintende International Centre for Settlement of Investment Disputes, non contiene al suo art. 25 una chiara ed esplicita definizione di investimento. Il tema qui preso in considerazione assume un'importanza particolare, nel momento in cui si pensa che la

¹³⁸ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 37 e ss.

finalità di tali accordi sia quella di chiarire, definitivamente, il regime applicativo e, soprattutto, giudiziario del fenomeno degli investimenti diretti esteri; non si dimentichi la situazione di incertezza, in cui versava il diritto internazionale prima che venisse ad esistenza la prassi degli accordi bilaterali, che comportò la volontà, per gli Stati, di regolare i flussi, facendo ricorso proprio a tali accordi.

In ogni caso, dal preambolo della Convenzione di Washington e dalla prassi arbitrale dei tribunali ICSID vengono ormai, tendenzialmente, dedotti alcuni criteri generali di riferimento che devono in ogni caso essere verificati e rispettati.

I criteri generalmente individuati sono riconducibili, in primo luogo, ad una matrice temporale, in quanto è richiesta una particolare durata nel tempo dell'operazione, per cui le operazioni istantanee, quali una compravendita o altre operazioni di breve durata devono essere normalmente escluse; dopodiché occorre valutare se sia presente un'aspettativa di profitto e di remunerazione dell'investimento da parte dell'operatore, nonché l'assunzione di un determinato rischio, sempre da parte di quest'ultimo, che non sussiste nel caso in cui lo Stato ospite si assuma esso stesso l'alea dell'investimento. Tale rischio va distinto da quello relativo ad eventuali inadempimenti contrattuali dell'altro contraente; ancora, è necessaria l'apporto di risorse di un certo valore. Infine, come d'altronde recita il preambolo della Convenzione di Washington, occorre valutare il contributo dell'operazione allo sviluppo economico dello Stato ospite¹³⁹.

L'applicazione di tali criteri comporta inevitabilmente che operazioni puramente commerciali o di breve durata debbano di regola essere escluse dalla nozione di investimento, così come dettata dall'ICSID¹⁴⁰.

Occorre precisare che la necessità di una definizione del termine investimento non si rivelava indispensabile nella fase iniziale di applicazione della Convenzione di Washington, in quanto la giurisdizione ICSID aveva quale principale fondamento una clausola compromissoria o, più in generale, un compromesso, direttamente e

¹³⁹ Si veda *Convention On The Settlement Of Investment Disputes Between States And Nationals Of Other States*, Washington, ICSID, 1965.

¹⁴⁰ È da notare, peraltro, che nel caso *Fedax c. Venezuela* (caso ICSID ARB/96/3), un caso che ha avuto una particolare risonanza, un Tribunale ICSID, nonostante avesse preso le mosse da una piena condivisione dei criteri generali e di fondo suddetti, ha qualificato come un vero e proprio investimento la domanda di pagamento di effetti cambiari emessi dal Venezuela in relazione a un contratto di prestito concluso fra le parti; tale operazione è di tipica commerciale. Il risultato è stato raggiunto facendo leva sull'interesse pubblico fondamentale del Venezuela all'emissione di effetti cambiari, nell'ambito della propria legislazione sul credito pubblico, e la stretta relazione fra l'operazione in questione e lo sviluppo economico del paese.

individualmente stipulati nel contratto di investimento fra investitore e Stato. Tale definizione viene ad assumere un ruolo di importanza primaria nel momento in cui fu possibile attribuire all'arbitrato ICSID la giurisdizione mediante l'adozione di una legge interna o la stipulazione di un BIT, da parte dello Stato, mentre da parte dell'investitore, direttamente mediante la proposizione della domanda di arbitrato; si è parlato a tal proposito di *arbitration without privity* per sottolineare questa particolare instaurazione dell'arbitrato senza la contemporanea sottoscrizione fra le parti di una vera e propria clausola arbitrale o di un compromesso.

Di conseguenza, il tema che rileva con sempre maggior frequenza nella pratica attuale è quello legato alla possibilità di estendere la portata della definizione di investimento contenuta nei trattati bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti, rispetto a quella risultante dai criteri generali riportati nella Convenzione di Washington.

Un problema interpretativo riguarda il tema del costante rinvio all'ICSID quale meccanismo per la risoluzione delle controversie fra Stati e investitori diretti esteri; occorre, a tal proposito verificare se la giurisdizione dell'ICSID sussista in tutti quei casi in cui la nozione di investimento adottata dagli accordi in esame che occorre applicare non venga a corrispondere, in quanto delinea un'ipotesi più ampia, a quella fatta propria della Convenzione di Washington. In un caso del genere sembra doversi argomentare per la inefficacia della clausola del trattato che fa riferimento alla giurisdizione ICSID, quando questo meccanismo non possa di per sé funzionare per mancanza di presupposti¹⁴¹.

2.7.2 La definizione dell'ambito di applicazione degli accordi bilaterali *ratione personarum*: la nozione di investitore

Quanto alle caratteristiche essenziali degli investitori protetti, tutti gli accordi bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti definiscono tali gli individui cittadini e le società nazionali degli Stati contraenti.

¹⁴¹ Si veda BROCHES, *Bilateral investment protection treaties and arbitration of investment disputes*, in SCHULTSZ, VAN DEN BERG, *The art of arbitration. Essays on international arbitration. Liber Amicorum Pieter Sanders*, 12 September 1912-1982, Deventer, Kluver, p. 63.

Per quanto riguarda gli individui, la cittadinanza viene comunemente determinata e accertata sulla base della legge dello Stato che la attribuisce. Problemi in tal senso sorgono solamente in determinati casi particolari, laddove l'investitore detenga una doppia o plurima cittadinanza: nel caso in cui l'investitore abbia la cittadinanza di uno Stato terzo, oltre a quella propria di uno dei due Stati contraenti, in base al principio della cittadinanza effettiva, consacrato dalla Corte Internazionale di Giustizia nella sentenza del 1955 sul caso *Nottebohm*, prevale quella con la quale si stabilisce il legame più stretto dell'individuo con lo Stato che la attribuisce. Nell'ipotesi in cui l'investitore possa vantare la cittadinanza di entrambi gli Stati contraenti, la soluzione preferibile e tradizionalmente accolta in tema di protezione diplomatica dei cittadini vuole che l'investitore in questione non venga considerato straniero da parte dello Stato ospite¹⁴². Tuttavia un orientamento più recente, che nasce dalla giurisprudenza del Tribunale Iran-Stati Uniti a ridosso dalla metà degli anni Ottanta, viene a sostenere che anche in questo caso troverebbe applicazione il criterio della cittadinanza effettiva¹⁴³.

Tornando alla materia specifica degli investimenti, bisogna infine rilevare come la Convenzione di Washington del 1965, istitutiva dell'ICSID, all'art. 25, par. 2, a), segua l'orientamento tradizionale dei BIT ed escluda dalla giurisdizione dello stesso il caso in cui l'investitore, avente doppia cittadinanza, abbia anche la nazionalità dello Stato ospite, nei confronti del quale ricorre in arbitrato. Per converso, il modello di BIT statunitense adotta ormai il criterio della cittadinanza dominante ed effettiva degli individui anche quando siano presenti sia la cittadinanza USA, sia quella dell'altro Stato contraente.

Venendo, invece, ad esaminare il tema riguardante la nazionalità delle società e delle persone giuridiche in generale, il punto di partenza di ogni ricostruzione in materia ai sensi del diritto internazionale consuetudinario è rappresentato dalla sentenza della Corte Internazionale di Giustizia nel caso *Barcelona Traction*¹⁴⁴, in base alla quale la protezione diplomatica delle società spetta a quello Stato in cui le stesse si sono costituite e hanno fissato la propria sede statutaria, non, quindi, allo Stato nazionale nel

¹⁴² Si veda GECK, *Diplomatic protection*, in PLANCK, *Encyclopedia of public international law*, Amsterdam, Rudiger Wolfrum, 1987.

¹⁴³ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 52 e ss. Ma anche MAURO, *La doppia cittadinanza dell'attore nella giurisprudenza del Tribunale Iran-Stati Uniti*, in *Rivista dell'Arbitrato*, n. 3, 1999; ADLAM, *Iran-US claims tribunal reports*, Cambridge, Cambridge University Press, 1985.

¹⁴⁴ Si veda *Belgio c. Spagna*, International Court of Justice, 5 febbraio 1970.

quale sia presente la maggioranza degli azionisti, purché tuttavia il legame con lo Stato di costituzione sia reale e non fittizio¹⁴⁵.

A tal proposito, l'art. 25, par. 2, b), della Convenzione di Washington prevede che la competenza dell'ICSID si estenda alle persone giuridiche che vantino la nazionalità dello Stato ospite dell'investimento, ma che, dato il controllo estero sulle stesse, le parti abbiano convenuto dover essere trattata come di nazionalità di un altro Stato contraente ai fini della Convenzione. Tale disposizione deve essere necessariamente applicata in caso di arbitrato retto dalla Convenzione di Washington; di conseguenza, laddove l'arbitrato abbia quale suo fondamento giuridico il consenso dello Stato espresso mediante la stipula di un trattato bilaterale, che eventualmente adotti definizioni differenti o più ampie rispetto a quelle previste dalla Convenzione di Washington, l'arbitrato ICSID dovrà pur sempre rispettare ed applicare i propri criteri di giurisdizione *ratione materiae*, aventi quindi come riferimento la definizione di investimento adottata dalla Convenzione, e *ratione personarum*, riguardanti, per converso, i soggetti cui poter applicare tale disciplina, anch'essi definiti sulla base dei medesimi criteri.

Diversa potrà essere la soluzione nei casi in cui un accordo bilaterale preveda anche ulteriori forme, giudiziali o arbitrali, per la risoluzione delle controversie fra investitore e Stato ospite. In tutti questi casi i principi che definiscono la competenza stabiliti dai BIT dovranno confrontarsi con i criteri adottati dai meccanismi prescelti. Tali meccanismi, in generale, non pongono limiti ai criteri di competenza materiale e personale adottati negli accordi in esame¹⁴⁶.

2.7.3 Ammissione degli investimenti e loro trattamento

Un altro aspetto di particolare interesse è rappresentato dal tema relativo all'ammissione degli investimenti. L'approccio tradizionale degli accordi in esame è

¹⁴⁵ Si veda RONZITTI, *Introduzione al Diritto Internazionale*, Torino, Giappichelli, 2009, pp. 347 e ss. Ma anche GIANELLI, *La protezione diplomatica di società dopo la sentenza concernente la Barcelona Traction*, in *Rivista di Diritto Internazionale*, 1986.

¹⁴⁶ Si veda BERNARDINI, *L'arbitrato commerciale internazionale*, Milano, Giuffrè, 2000; GIARDINA, *Gli accordi bilaterali sugli investimenti e l'accordo nordamericano di libero scambio*, in *Enciclopedia degli Idrocarburi*, vol. 4, 2007

sempre stato quello di lasciare agli Stati la possibilità di definire in ampia libertà l'applicazione della propria disciplina normativa interna¹⁴⁷ in materia di ingresso degli investimenti e, in particolare, di quella disciplina concernente le concessioni per lo sfruttamento di risorse naturali, quali quelle petrolifere e degli idrocarburi in generale.

In ogni caso, occorre sottolineare come il tema dell'ammissione degli investimenti stranieri sia sempre stata disciplinata dalle legislazioni nazionali; la stessa regolamentazione internazionale non si spingeva al di là del mero rinvio alle norme interne dei singoli Paesi¹⁴⁸.

Le nuove generazioni di trattati bilaterali, con particolare riferimento a quelli stipulati dagli Stati Uniti e a quelli ispirati allo stesso modello statunitense, tendono comunque ad includere anche i temi dell'ammissione e del trattamento fra quelli disciplinati negli accordi.

La tecnica maggiormente utilizzata a tal proposito non è quella della previsione di una disciplina materiale dettagliata, bensì quella dell'uso di clausole generali di rinvio; si fa riferimento, in particolare, alla clausola della nazione più favorita ed alla regola del trattamento nazionale.

In base alla regola della nazione più favorita, l'ammissione degli investimenti provenienti dallo Stato con il quale il trattato bilaterale è stato stipulato avviene con l'osservanza del regime più favorevole applicabile dallo Stato ospitante nei confronti degli investimenti provenienti da qualsiasi altro Paese con il quale abbia concluso un accordo in materia. In altre parole, deve essere garantito agli investitori nazionali di uno dei due Stati contraenti un trattamento non meno favorevole di quello che l'altro Stato contraente concede agli investitori di un Paese terzo¹⁴⁹.

Tale clausola era spesso preferita dai paesi esportatori di capitali, in quanto veniva loro garantito uno status privilegiato, rispetto al comune trattamento nazionale¹⁵⁰.

¹⁴⁷ La libertà di decisione degli Stati, in tema di accesso nel proprio territorio degli investimenti stranieri, è stata ribadita più volte dagli organi giurisdizionali competenti: si veda in particolare il caso *Nishimura Ekiu v. United States* in cui la Corte Suprema americana afferma come tale libertà rappresenti una massima di diritto internazionale comunemente accettata.

¹⁴⁸ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 105 e ss.

¹⁴⁹ Si veda TRIGGIANI, *Il Trattamento della Clausola della Nazione più Favorita*, Napoli, Jovene, 1983, pp. 7 e ss. Ma anche JACKSON, *The World Trading System - Law and Policy of International Economic Relations*, Cambridge MA, MIT Press, 1997.

¹⁵⁰ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 158 e ss.

Per effetto della seconda clausola, quella del trattamento nazionale, nessuna differenza deve esser fatta in merito all'ammissione e all'autorizzazione fra investimenti nazionali e investimenti provenienti dall'altro Stato contraente dell'accordo bilaterale. L'istituto giuridico in esame, inizialmente, incontrò il disfavore dei Paesi più industrializzati, che richiedevano uno standard di trattamento minimo a livello internazionale, mentre era fortemente sostenuta dagli Stati dell'America Latina.

Ad ogni modo, oggi, tale standard di trattamento trova un consenso tendenzialmente generalizzato, in quanto viene ad offrire agli investitori stranieri la possibilità di penetrare il mercato bersaglio, godendo di determinati vantaggi altrimenti riservati ai residenti; la stessa prassi convenzionale bilaterale dimostra la nuova tendenza in tal senso¹⁵¹.

Un'ultima clausola, che occorre prendere in considerazione, è quella che impone un trattamento non discriminatorio in capo agli Stati contraenti; tale clausola, tra l'altro, è profondamente affine alle norme previste dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, in tema di libero mercato¹⁵².

Le disposizioni che prevedono un regime che imponga un regime non discriminatorio hanno lo scopo di evitare qualsiasi tipo di pregiudizio indiretto nei confronti dell'investitore, che potrebbe derivare dall'adozione di misure non espressamente vietate dal trattato di riferimento¹⁵³.

Tale principio può essere interpretato secondo due modalità differenti: da un lato, intendendo la disposizione come obbligo di impedire qualsiasi disuguaglianza di trattamento¹⁵⁴; dall'altro, invece, sarà illecito un comportamento statale laddove imponga un trattamento diverso solo perché avente ad oggetto uno straniero o per colpire lo Stato d'origine¹⁵⁵.

¹⁵¹ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 172 e ss.

¹⁵² Si veda in particolare la Comunicazione 97/C 220/06 della Commissione Europea; comunicazione che, peraltro, verrà analizzata nel capitolo 3.

¹⁵³ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 197 e ss. Ma anche SUNDBERG, WEITZMAN, *Discrimination on the ground of nationality*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1977, pp. 24 e ss. Nonché ADONNINO, *Il principio di non discriminazione nei rapporti tributari fra Paesi Membri secondo le norme della CEE e la giurisprudenza della Corte di Giustizia delle Comunità*, in *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, n. 1, 1993.

¹⁵⁴ Tale lettura prende il nome di interpretazione obiettiva del principio di non discriminazione.

¹⁵⁵ L'interpretazione "subiettiva", qui appena descritta, prende in considerazione le ragioni che hanno determinato un trattamento meno favorevole per gli stranieri.

Un aspetto significativo della disciplina dei trattati bilaterali in esame concerne il trasferimento dei capitali e degli utili. La possibilità di trasferire in patria o in un Paese terzo i capitali e gli utili che se ne ricavano è considerata dall'investitore straniero una condizione fondamentale per investire in un determinato mercato.

Va menzionata, a tal proposito, l'importanza delle disposizioni sul trattamento degli investimenti, a partire dalle clausole, appena esaminate, della nazione più favorita e del trattamento nazionale; clausole che riguardano il tema del trattamento degli investimenti a livello indiretto.

Invece, per quanto concerne il trattamento diretto degli stessi, occorre segnalare come, generalmente, le legislazioni nazionali garantiscano il diritto al libero trasferimento dei capitali e degli utili¹⁵⁶. Tali disposizioni, tuttavia, possono, in ogni momento, essere modificate in senso peggiorativo per l'investitore straniero; di conseguenza, non rappresentano una garanzia sufficiente per quest'ultimo.

Per tali ragioni, gli Stati contraenti, nella prassi convenzionale, tendono ad inserire una clausola concernente tale forma di trasferimento. In ogni caso, però, bisogna sottolineare come, in assenza di suddette disposizioni, il Paese ospitante non sia tenuto a garantire all'investitore straniero la libertà in questione¹⁵⁷.

Particolare menzione meritano da ultimo le disposizioni dei trattati bilaterali in tema di espropriazioni e nazionalizzazioni. Tali disposizioni sono in genere formulate in termini negativi, sicché l'adozione di misure in tal senso è in via di principio vietata, salvo i casi in cui vengano rispettati determinati principi e vengano a verificarsi le determinate condizioni¹⁵⁸.

A tal proposito, infatti, preme rilevare come una delle principali ragioni per le quali vengono stipulati i trattati bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti sia quella di ovviare alle difficoltà causate dall'incertezza circa il contenuto delle norme consuetudinarie. Considerando il ruolo di primaria importanza, in materia di BIT, esercitato dagli Stati esportatori di capitali, la prassi convenzionale vede, quale aspetto significativo della disciplina concernente il trattamento degli investimenti diretti

¹⁵⁶ Si veda SCHREUER, *Fair and equitable treatment in arbitral practice*, in *The Journal of World Investment & Trade*, n. 6, 2005.

¹⁵⁷ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 219 e ss.

¹⁵⁸ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 267 e ss.

esteri, la necessità che ogni espropriazione di beni e investimenti stranieri venga effettuata solo per interesse pubblico, in maniera non discriminatoria e con il pagamento di un indennizzo che sia adeguato, pronto ed effettivo¹⁵⁹.

2.7.4 La soluzione delle controversie

Nella più recente prassi degli accordi bilaterali sono state introdotte delle modifiche rilevanti alle tradizionali disposizioni contenute nei BIT, perlopiù al fine di salvaguardare il diritto degli Stati a interventi, eventualmente anche lesivi di interessi degli investitori stranieri, ma volti a proteggere interessi generali in tema di protezione dell'ambiente, dei diritti dei lavoratori, di tutela della concorrenza¹⁶⁰.

Tutto ciò sembrerebbe rimettere in discussione quelle regole sostanziali volte a garantire una protezione assoluta degli investitori esteri, nonostante tali disposizioni fossero comunemente ritenute consuetudinarie e generalmente accettate.

In ogni caso, la prassi convenzionale si è sempre indirizzata verso la previsione di metodi di soluzione delle controversie, appunto convenzionali, tra investitore straniero e Paese ospitante, che si risolvessero, da un lato, nel ricorso ai tribunali nazionali, alla conciliazione o all'arbitrato internazionale, dall'altro, nella possibilità per le parti coinvolte di porre in essere un negoziato diretto¹⁶¹.

Guardando, tuttavia, al procedimento arbitrale, occorre evidenziare alcune novità, introdotte nell'attuale Modello USA, piuttosto rilevanti rispetto agli istituti e alle procedure comunemente adottate nella prassi convenzionale¹⁶².

La prima novità concerne la regola della cosiddetta "fork in the road" in base alla quale l'investitore non poteva ricorrere all'arbitrato previsto dall'accordo bilaterale quando avesse già in precedenza sollevato la controversia di fronte ad un diverso

¹⁵⁹ Si veda SCHWEBEL, *The influence of bilateral investment treaties on customary international law*, in Proceedings of the 98th meeting of the American Society of International Law, Washington DC, 31 March-3 April, n. 27, 2004.

¹⁶⁰ Così GIARDINA, *Gli accordi bilaterali sugli investimenti e l'accordo nordamericano di libero scambio*, in Enciclopedia degli Idrocarburi, vol. 4, 2007, p. 544.

¹⁶¹ Si veda MAURO, *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*, Torino, Giappichelli Editore, 2003, pp. 321 e ss.

¹⁶² Si veda KANTOR, *The new draft model U.S.BIT: noteworthy developments*, in Journal of International Arbitration, n. 383, 2004; RUBINS, *The Notion of "Investment" in International Investment Arbitration*, in HORN, KROELL, *Arbitrating Foreign Investment Disputes*, L'Aja, Kluwer, 2004.

meccanismo di soluzione previsto contrattualmente. L'art. 26, par. 2, dell'attuale Modello USA prevede invece che l'arbitrato previsto dal BIT possa essere in ogni caso iniziato a patto che il ricorrente rinunci al diritto di avviare o di continuare ogni diverso meccanismo sia in sede civile, che in sede amministrativa o arbitrale.

Un'altra novità significativa, in tema procedurale, è rappresentata dal diritto attribuito al Paese d'origine dell'investitore straniero di presentare memorie scritte e di intervenire oralmente nel procedimento arbitrale, avente come parti in causa quest'ultimo e lo Stato ospitante, sulle questioni di interpretazione relative al relativo accordo bilaterale¹⁶³.

Data la possibilità che, in numerose controversie tra l'investitore straniero e lo Stato ospitante, sorgano questioni di interpretazione del trattato bilaterale di riferimento di riferimento, l'intervento del Paese d'origine dell'investitore può risultare, sicuramente, molto frequente. Si rischia, in tal modo, di perdere quel vantaggio, certamente rilevante, nascente dalla possibilità di fare riferimento ad un arbitrato diretto tra individuo e Stato; meccanismo che consentiva la depoliticizzazione della controversia, al contrario dell'istituto interstatale, tradizionalmente oggetto di protezione diplomatica.

Infine, preme segnalare come al tribunale arbitrale previsto dai trattati bilaterali¹⁶⁴ sia, in genere, attribuito il potere di accettare e prendere in considerazione memorie scritte e orali presentate da persone o enti agenti in qualità di amici curiae.

Occorre, dunque, sottolineare come tutto ciò rappresenti un tema innovativo se confrontato con le caratteristiche proprie dell'arbitrato internazionale che si svolge, tradizionalmente, alla sola presenza delle parti che hanno stipulato la convenzione arbitrale e che non ammette interventi di terzi senza l'accordo delle parti in arbitrato.

Le novità procedurali dei nuovi tipi di trattati bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti, sommate a quelle sostanziali, precedentemente analizzate, sembrano preannunciare una sorta di nuova era nella pratica internazionale di tali accordi.

Gli elementi caratterizzanti dei nuovi modelli possono essere dedotti dai nuovi accordi bilaterali che vengono negoziati e stipulati; ma la portata concreta degli stessi e la loro applicazione dovranno essere verificati in futuro alla stregua delle soluzioni che

¹⁶³ Si fa riferimento all'art. 28, par. 2, dell'attuale Modello USA.

¹⁶⁴ Si fa riferimento all'art. 28, par. 3, dell'attuale Modello USA.

verranno date alle controversie fra investitori e Stati relative all'applicazione e interpretazione di questi nuovi tipi di accordi.

CAPITOLO III

LA DISCIPLINA DEI LIMITI IMPLICITI AGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI

SOMMARIO: 3.1 I limiti impliciti agli investimenti diretti esteri: premessa. – 3.2 La disciplina delle società aperte al mercato del capitale di rischio ed in particolare l’offerta pubblica di acquisto. – 3.2.1 La normativa dettata per il lancio dell’opa obbligatoria. – 3.2.2 Tecniche di difesa.– 3.3 La Costituzione economica e gli articoli 2449, 2450 e 2451 del Codice Civile – 3.4 Il ruolo di Cassa Depositi e Prestiti. – 3.5 Il ruolo di CDP Equity SpA.

3.1 I limiti¹⁶⁵ impliciti agli investimenti diretti esteri: premessa

Dopo aver esaminato a fondo l’assetto normativo specificatamente previsto in tema di investimenti diretti esteri, occorre riprendere un concetto, già introdotto nel secondo capitolo, che necessita di un ulteriore approfondimento: si tratta del tema dei limiti impliciti agli investimenti diretti esteri, laddove per implicito si intende non preordinato a comprimere la libertà di intervento straniero all’interno del mercato italiano.

Nell’analisi teleologica dei limiti impliciti emerge, dunque, un’inevitabile contrapposizione tra lo scopo storico che la norma intendeva perseguire e la ratio oggettiva che l’applicazione della stessa ha determinato.

Fanno parte di tale categoria giuridica, infatti, un insieme di norme ed istituti, slegati tra di loro sotto il profilo logico, che, come detto, non nascono con lo scopo di difendere le imprese italiane da interventi stranieri di segno predatorio e che si applicano indistintamente a tutti i soggetti interessati, cittadini e non; al fine cui tali

¹⁶⁵ Si vuole precisare che, ai fini dello scritto, vengono ricompresi nella nozione di limite anche tutti quegli ostacoli e quegli oneri che un investitore straniero incontra nel perseguire i propri intenti; tale nozione, dunque, va interpretata in senso estensivo, in modo tale da consentire un’analisi approfondita degli adempimenti e dei requisiti che un investitore straniero deve effettuare e rispettare.

disposizioni sono preordinate, si affianca, dunque, l'effetto ulteriore di rappresentare un limite agli investimenti diretti esteri, in alcuni casi, un disincentivo significativo all'ingresso di nuovi flussi, in altri.

La disciplina dei limiti impliciti inevitabilmente fatica a trovare un filo conduttore coerente, trattandosi, come già accennato, di istituti giuridici diversi, che, peraltro, nemmeno intendevano perseguire il fine qui considerato; si spazia, quindi, dalle regole previste in materia di società aperte al mercato del capitale di rischio alla normativa concernente la nomina di componenti del consiglio di amministrazione da parte dello Stato nelle società partecipate, aspetto già in precedenza considerato e che necessita di un ulteriore approfondimento, passando infine, per il nuovo ruolo assunto da Cassa Depositi e Prestiti a seguito della crisi del 2008.

3.2 La disciplina delle società aperte al mercato del capitale di rischio ed in particolare l'offerta pubblica di acquisto¹⁶⁶

Prendendo le mosse dalla disciplina delle società quotate o, più in generale, aperte al mercato del capitale di rischio, è possibile notare come la maggior parte¹⁶⁷, se non la totalità, delle imprese italiane bersaglio di investimenti diretti esteri ricoprono una posizione di particolare interesse economico e sociale; peraltro, alcune di esse possono essere ricomprese nell'alveo delle società aperte al mercato del capitale di rischio; inoltre, laddove si rientri in quest'ultima categoria, si tratterebbe perlopiù di società con azioni quotate in mercati regolamentati, cui si affianca la necessità di garantire trasparenza e stabilità dei possessi azionari; esigenze vitali perché cresca il grado di fiducia nel sistema e di conseguenza il flusso di investimenti a favore delle aziende. Tali finalità vengono in un certo qual modo tutelate dal punto di vista normativo e la relativa disciplina analizza diverse tematiche, tutte meritevoli di

¹⁶⁶ Cfr. GALGANO, *La società per azioni*, in Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'economia vol. VII, Padova, CEDAM, 1988; CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*, Torino, UTET Giuridica, 2012; FERRI, *Diritto Commerciale*, Torino, UTET, 2010; SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2000; PRESTI, RESCIGNO, *Corso di Diritto Commerciale, Impresa-Contratti-Titoli di credito-Fallimento-Società*, Bologna, Zanichelli, 2011; MUCCIARELLI, *Società per Azioni e Offerta Pubblica di Acquisto*, Milano, Giuffrè, 2004; DESANA, *Opa e Tecniche di Difesa*, Milano, Giuffrè, 2003; STELLA RICHTER (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, Giappichelli, 2011.

¹⁶⁷ Si veda Milano Finanza, n. 068, del 5 aprile 2014.

particolare attenzione: dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, ai limiti, posti in essere dal legislatore, all'acquisizione di tali partecipazioni in determinati tipi di società, passando per l'articolato sistema normativo previsto per l'offerta pubblica di acquisto.

La disciplina concernente la trasparenza degli assetti proprietari si esplica, dunque, in primis nell'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti: ai sensi dell'art. 119 del TUF, l'obbligo sorge nei confronti della società partecipata e della Consob laddove si venga a detenere una quota superiore al 3%¹⁶⁸ del capitale di una società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Stati Membri dell'Unione Europea¹⁶⁹; la partecipazione può essere diretta o indiretta e può essere detenuta da persone fisiche, società o enti. L'obbligo sorge anche per una società con azioni quotate laddove partecipi una SpA non quotata o una Srl in misura superiore al 10% del capitale.

La disciplina si arricchisce ulteriormente venendo a considerare anche il Regolamento Emittenti¹⁷⁰, emanato dalla Consob, che prevede un sistema di soglie fisse superate le quali sorge nuovamente l'obbligo di comunicazione: le soglie sono il 5% e i successivi multipli di cinque fino al 50% e poi 66,6%, 75%, 90% e 95%; va precisato che l'obbligo sorge anche qualora l'investitore scenda al di sotto di tali percentuali¹⁷¹.

La ratio di questo sistema normativo, oltre a trovare il suo principale fondamento nel principio di trasparenza, risiede anche nella necessità di rendere noti i reali equilibri assembleari; equilibri che influenzano inevitabilmente le scelte imprenditoriali più e meno importanti; equilibri che sono in grado di conferire un indirizzo ben preciso all'attività dell'azienda¹⁷². Ne deriva che l'obbligo sorge anche per gli aderenti ad un patto parasociale in grado di influire sul diritto di voto¹⁷³, laddove lo

¹⁶⁸ La soglia, precedentemente pari al 2%, è stata innalzata dal Decreto Legislativo n. 25 del 15 febbraio 2016, in attuazione della Direttiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2013, in funzione di un adeguamento alla disciplina degli altri paesi europei.

¹⁶⁹ Nel caso in cui si vogliano prevenire manovre speculative o manipolazioni del mercato la Consob può imporre l'obbligo di comunicazione anche laddove si venga a detenere una partecipazione inferiore al 3%, ma solo per un periodo limitato ed in presenza di società ad elevato valore di mercato e con un azionariato particolarmente diffuso.

¹⁷⁰ Regolamento Consob 11971/1999.

¹⁷¹ Per quanto riguarda invece le partecipazioni in SpA non quotate o in Srl, detenute da SpA quotate, le successive comunicazioni hanno carattere periodico.

¹⁷² Vedi CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*, Torino, UTET Giuridica, 2012, p. 256. Ma anche MONTALENTI, *La società quotata*, in COTTINO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, CEDAM, 2004, pp. 91 e ss.

¹⁷³ Art. 120 Regolamento Emittenti.

stesso patto riguardi una partecipazione che superi le soglie di cui sopra, per colui che dispone del diritto di voto pur non essendo il titolare delle azioni, nonché per colui che detiene le azioni per interposta persona, fiduciari o società controllate¹⁷⁴.

A tale sistema di obblighi comunicativi va aggiunto anche quello relativo alle partecipazioni potenziali, nei casi stabiliti dalla Consob: potenziali sono quelle partecipazioni che hanno ad oggetto azioni già emesse le quali possono successivamente essere acquisite su propria iniziativa dall'investitore stesso¹⁷⁵.

La violazione dell'obbligo comporta diverse conseguenze, a partire da sanzioni di carattere pecuniario¹⁷⁶; rimane ferma per le sole partecipazioni in società quotate la sospensione del diritto di voto¹⁷⁷ relativa a quelle azioni delle quali non sono state informate la Consob e la società partecipata¹⁷⁸.

Sono, peraltro, previste delle esenzioni all'obbligo di comunicazione della partecipazione rilevante: in particolare, ne è esonerato il Ministero dell'Economia per quanto riguarda le partecipazioni in società controllate; spetta a queste ultime adempiere ai relativi obblighi¹⁷⁹. Sono, altresì, esentati determinati tipi di operazioni, aventi carattere prevalentemente speculativo o volte a garantire il corretto funzionamento dei mercati regolamentati¹⁸⁰.

La disciplina fin qui analizzata ha lo scopo, dunque, di salvaguardare la trasparenza del mercato azionario ed in particolare degli assetti proprietari di una singola società; garantisce la possibilità di scattare una fotografia periodica degli equilibri assembleari e, di conseguenza, di monitorare costantemente eventuali nuovi ingressi all'interno della compagine azionaria.

L'obbligo di comunicazione rappresenta il primo limite che l'investitore incontra; tale limite diviene ancor più penetrante per un investitore straniero che non deve soggiacere a questo tipo di normativa nel suo paese di origine. Nella prospettiva della definizione di investimento diretto estero, data nel primo capitolo, il nuovo socio

¹⁷⁴ Art. 118 Regolamento Emittenti.

¹⁷⁵ Art. 119 Regolamento Emittenti.

¹⁷⁶ Art. 193 TUF.

¹⁷⁷ Art. 120, comma 5° TUF.

¹⁷⁸ Si precisa che la delibera assembleare adottata con il voto determinante del socio non ammesso alla votazione per la violazione degli obblighi informativi è impugnabile ai sensi dell'art. 2377 del codice civile. La relativa impugnativa può essere proposta dai soggetti previsti dallo stesso articolo, ma anche dalla Consob nel termine allungato di 180 giorni, decorrenti dalla data della delibera o dall'iscrizione nel registro delle imprese.

¹⁷⁹ Art. 120, comma 6° TUF.

¹⁸⁰ Art. 119-bis Regolamento Emittenti.

si troverà obbligato a comunicare alla Consob e soprattutto alla società bersaglio il suo stesso investimento, attirando l'attenzione dei vecchi soci sulle sue intenzioni.

Fermo restando che non si tratta di un vero e proprio limite agli investimenti diretti esteri, in quanto l'unico onere aggiuntivo concerne la trasmissione di un'informativa, non si può non notare come quest'obbligo di comunicazione costituisca un ostacolo significativo alla presa del controllo di una società: di fatti, un'eventuale scalata ostile potrà essere prevista con largo anticipo dal gruppo di controllo, con la possibilità per quest'ultimo di predisporre le più adeguate tecniche di difesa. Peraltro, sotto questo punto di vista, riesce difficile immaginare, guardando anche alla storia recente del nostro paese, un investitore straniero che si limiti a possedere una partecipazione che non gli assicuri il controllo della società, salvo i casi in cui si intervenga a scopo speculativo (che tra l'altro non sono ricompresi nella definizione di cui sopra e che sono per di più soggetti ad esenzione dall'obbligo di informativa); ne consegue che tale obbligo si converte in un vero e proprio limite cui soggiacciono gli investitori diretti esteri specialmente, come già detto, se a tale disciplina non sono soggetti nel proprio paese di origine, ma anche guardando agli assetti proprietari delle società italiane in cui è presente un solido gruppo di controllo, che in tal modo riesce a monitorare costantemente il proprio azionariato e, quindi, a prendere le dovute contromisure con largo anticipo¹⁸¹.

Per altro verso, tuttavia, la disciplina in esame potrebbe rivelarsi vantaggiosa per l'investitore straniero: da un sistema degli assetti proprietari trasparente, infatti, è possibile desumere l'esatta conformazione degli equilibri assembleari delle società italiane e di conseguenza valutare, senza troppe difficoltà, la scalabilità di queste ultime. In tal senso, un investitore estero avendo molte più informazioni su cui effettuare la sua indagine, potrebbe scegliere l'impresa che rappresenti il bersaglio più facile.

Una disciplina simile è anche prevista per determinati tipi di società, non quotate, che operano in settori di particolare interesse generale, le cui attività sono sottoposte ad un controllo pubblico: si tratta di società bancarie¹⁸², di società di intermediazione mobiliare, di gestione del risparmio e di investimento a capitale variabile¹⁸³, nonché di società assicurative¹⁸⁴. Le partecipazioni rilevanti in tali società

¹⁸¹ Si veda CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2015.

¹⁸² Artt. 20, 21, 63 e 110 del Decreto Legislativo 385/1993.

¹⁸³ Artt. 15-17 del TUF.

vanno comunicate oltre che alla partecipata stessa anche alla Consob, alla Banca d'Italia o all'Isvap in caso di società di assicurazione. Tali enti sono, peraltro, legittimati ad impugnare la delibera assembleare adottata con il voto determinante del socio che ha violato l'obbligo di comunicazione.

Rimanendo in tema, una seconda forma di limite agli investimenti diretti esteri è prevista dal legislatore con riferimento all'assunzione di partecipazioni rilevanti in tali tipi di società. La normativa concerne, dunque, l'acquisto di quote di capitale in società bancarie ed assicurative; in tal caso l'acquisizione deve essere preventivamente autorizzata dalla Banca d'Italia, per le società bancarie¹⁸⁵, o dall'Isvap, per le società assicurative¹⁸⁶, laddove la partecipazione garantisca una quota pari al 10% dei diritti di voto o del capitale, consenta di esercitare una notevole influenza in sede assembleare o attribuisca il controllo della società stessa. L'autorizzazione deve, peraltro, intervenire per ogni incremento delle partecipazioni che raggiunga le soglie del 20, del 30 e del 50%. Nel rilasciare l'autorizzazione Banca d'Italia e Isvap valutano la competenza professionale dei nuovi investitori e la sussistenza delle condizioni volte a garantire una gestione sana e prudente della società.

La violazione di tale normativa comporta, da un lato, sanzioni penali, dall'altro, la sospensione del diritto di voto. Le relative delibere assembleari adottate con il voto determinante di tali azioni sono impugnabili ex art. 2377 del codice civile; legittimati attivi sono anche Banca d'Italia e Isvap. Infine le partecipazioni non autorizzate devono essere alienate entro il termine stabilito dai due istituti¹⁸⁷.

La ratio del limite risiede nella necessità di garantire e salvaguardare l'indipendenza e l'autonomia delle società in questione, il tutto a tutela di risparmiatori e assicurati. L'investitore straniero incontra una normativa penetrante che, per un verso, vuole garantire la stabilità del sistema creditizio ed assicurativo, per altro, richiede un vaglio delle sue competenze tale da assicurarne la professionalità¹⁸⁸.

Ulteriori limitazioni agli investimenti diretti esteri e, più in generale, ad ogni forma di investimento possono essere previsti in via statutaria. Le relative clausole

¹⁸⁴ Artt. 69-71 del Codice delle Assicurazioni.

¹⁸⁵ Art. 19, commi 1° e 2° del TUB.

¹⁸⁶ Artt. 68 e 74 del Codice delle Assicurazioni.

¹⁸⁷ Art. 24 del TUB.

¹⁸⁸ Vedi CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*, Torino, UTET Giuridica, 2012, pp. 276-277; IBBA, MALAGUTI, MAZZONI (a cura di), *Le società "pubbliche"*, Torino, Giappichelli, 2011.

possono imporre un limite massimo al possesso azionario, anche al fine di evitare la nascita di un nucleo di controllo troppo stabile e inattaccabile in assemblea.

Infine occorre analizzare l'ostacolo più incisivo previsto in tema di partecipazioni rilevanti: la disciplina relativa all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria. L'opa obbligatoria consiste in un'offerta rivolta alla totalità dei soci detentori di titoli quotati, da parte dell'investitore che venga a detenere una partecipazione superiore ad una determinata soglia. Le soglie variano a seconda del tipo di opa che si prende in considerazione; a tal proposito l'ordinamento italiano prevede due istituti giuridici in particolare: l'opa successiva totalitaria e l'obbligo di acquisto residuale¹⁸⁹ (che talora investe la totalità dei titoli quotati, talaltra tutti i restanti titoli anche non quotati).

Le ragioni sottese a tale limite normativo risiedono nella necessità di tutelare gli azionisti di minoranza, che vedrebbero minate le possibilità di alienazione dei propri titoli laddove questa disciplina non fosse stata prevista: in assenza dell'obbligo di opa, infatti, nulla vieterebbe al nuovo investitore di concordare la cessione del pacchetto di controllo direttamente con il gruppo di comando, senza minimamente interpellare la minoranza; la cessione avverrebbe ad un prezzo maggiore rispetto a quello di mercato e di conseguenza il premio di maggioranza si verrebbe a riversare nelle sole tasche, appunto, del gruppo di comando. Bisogna aggiungere, inoltre, che gli azionisti di minoranza vedrebbero un cambiamento nella gestione della società senza la possibilità di intervenire attivamente né tantomeno potrebbero esercitare il proprio diritto di recesso.

E' necessario inoltre considerare l'atteggiamento dell'investitore: in assenza di tale obbligo l'assunzione della partecipazione potrebbe avvenire anche o soltanto a scopo speculativo, venendo quindi a colpire la stabilità dell'impresa; con la previsione dell'obbligo di opa si viene ad imporre all'investitore una caratteristica ulteriore, la serietà, che garantisce continuità all'azienda: infatti, tendenzialmente, nessuno speculatore si spingerebbe oltre determinate soglie, che siano in grado di assicurare il

¹⁸⁹ L'obbligo di acquisto residuale rappresenta l'evoluzione dell'istituto della cosiddetta opa residuale, che aveva ad oggetto i medesimi titoli della società; la differenza sostanziale consiste nell'assenza dell'obbligo, per l'investitore, di lanciare una vera e propria offerta pubblica di acquisto per i restanti titoli, potendo questi limitarsi ad acquistarli senza soggiacere alle incisive norme previste in materia.

controllo della società, con la conseguenza di dover lanciare un'offerta pubblica di acquisto e, quindi, imbattersi nel rischio che tutti i detentori di titoli quotati accettino¹⁹⁰.

Dall'altro lato, poi, il limite posto dal legislatore non deve impedire del tutto l'acquisto: il principio della contendibilità del controllo, infatti, assicura il buon funzionamento della società stessa e del mercato dei capitali in generale; bisogna garantire la possibilità a chi ritiene, con una solida disponibilità finanziaria e capacità imprenditoriale, di riuscire ad incrementare il valore di un'azienda più di quanto faccia l'attuale gruppo di controllo, di ottenere il controllo stesso mediante una scalata e, di conseguenza, dimostrare la propria competenza in materia. Rendere troppo complessa ed onerosa l'operazione tutelerebbe eccessivamente la maggioranza che mai sarà esposta alla minaccia di perdere il potere della propria impresa; verrà quindi a scemare l'interesse verso una gestione sana ed efficace, in quanto la spinta propulsiva determinata dalla contendibilità del controllo si spegnerà di fronte all'assetto normativo previsto dal legislatore. In tal senso la stessa contendibilità è un principio da salvaguardare alla pari della tutela degli azionisti di minoranza¹⁹¹.

Le considerazioni, qui riportate, in merito alla ratio sottesa all'opa obbligatoria devono essere necessariamente contestualizzate: non si può negare come l'istituto in esame rappresenti un limite con riferimento al sistema economico imprenditoriale italiano, in cui le imprese vengono gestite da un solido gruppo di comando. Tuttavia, prendendo in considerazione il modello statunitense, popolato da public companies, la disciplina dell'opa obbligatoria non sarebbe d'ostacolo all'intervento straniero; peraltro, l'ottica statunitense, improntata ai principi del libero mercato e della concorrenza, non accetterebbe tale forma di limite, al contrario di quella italiana, dove il principio della contendibilità si scontra con quello della stabilità del controllo, con particolare riferimento alle società partecipate e di interesse nazionale.

Ad ogni modo, la disciplina dell'opa obbligatoria è contenuta nel TUF, più volte modificata da leggi speciali volte a garantire una maggiore efficacia del sistema. Oscillando tra i principi, sopra citati, della contendibilità del controllo e della tutela delle minoranze, la normativa si è rivelata alquanto instabile in quanto si sono, come appena detto, succeduti numerosi interventi legislativi, a partire dalla modifica del 2004,

¹⁹⁰ Vedi CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*, Torino, UTET Giuridica, 2012, pp. 259-260; BUONOCORE, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, Giappichelli, 2015.

¹⁹¹ Vedi CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*, Torino, UTET Giuridica, 2012, p. 261; MUCCIARELLI, *Società per Azioni e Offerta Pubblica di Acquisto*, Milano, Giuffrè, 2004.

dovuta alla necessità di adeguare il Testo Unico sulla Finanza alla riforma delle società di capitali¹⁹². Bisogna, poi, segnalare l'intervento del 2007 in attuazione della tredicesima direttiva comunitaria¹⁹³, nonché le penetranti modifiche introdotte a seguito della grande crisi finanziaria¹⁹⁴.

In occasione, appunto, della crisi, la disciplina in materia di offerta pubblica di acquisto ha assunto toni fortemente protezionistici, soprattutto in ragione del timore che società importanti e strategiche per l'economia italiana diventassero preda di fondi sovrani stranieri, i quali potessero, quindi, appropriarsi di esse a prezzi di saldo; tale paura ha portato all'abolizione degli ostacoli previsti per l'impiego delle tecniche difensive ad opera del gruppo di comando¹⁹⁵. Tuttavia, occorre precisare che, superato il momento di panico, già l'anno successivo si ritornò ad un regime meno garantista per il gruppo di comando, con la conseguente rivalutazione del principio della contendibilità del controllo¹⁹⁶.

3.2.1 La normativa dettata per il lancio dell'opa obbligatoria

La disciplina dettata in tema di opa obbligatoria si distingue a seconda che si tratti di opa successiva totalitaria o di obbligo di acquisto residuale. Volendo, in primis, analizzare il primo dei due casi, in quanto è l'unico che rappresenta un vero e proprio limite all'investimento diretto estero, ma più in generale ad ogni forma di acquisizione, è necessario sottolineare come l'obbligo di lancio dell'offerta nasca laddove si venga a detenere, direttamente o indirettamente, una partecipazione superiore al 30% delle azioni che attribuiscono il diritto di voto nelle delibere assembleari che concernono l'elezione e la revoca degli organi amministrativi e di controllo della società¹⁹⁷; si tratta, in sostanza, di una partecipazione che assicura la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla gestione della società. In tale contesto, la Consob può stabilire, mediante proprio regolamento, che per il calcolo delle soglie si tenga conto anche di ulteriori

¹⁹² Decreto Legislativo n. 37 del 6/2/2004.

¹⁹³ Decreto Legislativo n. 229 del 19/11/2007.

¹⁹⁴ Decreto Legge n. 185 del 29/11/2008, convertito con legge 2/2009; Decreto Legislativo n. 146 del 25/09/2009.

¹⁹⁵ Si fa riferimento in particolare alla sospensione della regola di passività e della regola di neutralizzazione.

¹⁹⁶ Decreto Legislativo 146/2009.

¹⁹⁷ Art. 106, comma 1° del TUF.

strumenti finanziari, quali, in particolare, quei titoli che attribuiscono il diritto di voto su argomenti diversi nonché i derivati¹⁹⁸: ai sensi dell'articolo 44-ter del regolamento emittenti, si computano per il calcolo della partecipazione rilevante anche i derivati non quotati detenuti dall'offerente, in quanto la liquidazione potrebbe avvenire anche mediante consegna materiale delle azioni sottostanti. Bisogna, poi, precisare che dal capitale su cui si calcola la quota percentuale vanno escluse le azioni proprie detenute dalla società stessa¹⁹⁹. Infine, per evitare elusioni, l'obbligo di lancio dell'opa successiva totalitaria sorge anche laddove la soglia venga superata da un gruppo di persone che agiscano di concerto²⁰⁰: sono tali quei soggetti che collaborano tra di loro sulla base di un accordo, teso all'acquisizione, al rafforzamento o al semplice mantenimento del controllo della società²⁰¹ (in tal caso l'obbligo avrà natura solidale).

Una volta verificatesi le condizioni previste dalla normativa in esame, l'opa successiva totalitaria deve essere lanciata entro venti giorni²⁰² e deve avere ad oggetto l'acquisizione di tutti i titoli quotati in circolazione, che attribuiscono un diritto di voto, anche in materie differenti da quelle considerate perché sorga l'obbligo. Per la determinazione del prezzo bisogna distinguere a seconda che l'investitore abbia o meno già acquistato titoli della medesima categoria nei dodici mesi precedenti l'offerta: nel primo caso sarà pari al prezzo più elevato, nel secondo sarà uguale al prezzo medio ponderato definito dal mercato negli ultimi dodici mesi o nel minor periodo disponibile. La Consob può, poi, intervenire nella determinazione dello stesso qualora vi sia la presenza di determinate condizioni²⁰³: disporrà la riduzione del prezzo in caso di anomalie del corso dei titoli, se l'offerente abbia acquistato i titoli a prezzo di mercato e nell'esercizio ordinario della sua gestione o nel caso in cui si rientri nei casi di esenzione; l'aumento del corrispettivo, invece, verrà imposto laddove emergano indizi che lascino supporre un tentativo di frode nel calcolo dello stesso. L'offerente, inoltre, è

¹⁹⁸ Artt. 105, commi 3 e 3-bis e 106, comma 3-bis del TUF.

¹⁹⁹ Art. 44-bis del Regolamento Emittenti.

²⁰⁰ Sono persone che agiscono di concerto i soggetti indicati all'art. 101-bis, comma 4-bis del Tuf: si tratta di vere e proprie presunzioni assolute. Bisogna, inoltre, precisare che la Consob può, mediante regolamento, individuare, ai sensi del comma 4-ter del medesimo articolo, ulteriori casi in cui si presume l'esistenza di un'azione concertata, in modo tale da invertire l'onere della prova; può alla pari prevedere casi in cui venga esclusa la concertazione, fino a prova contraria.

²⁰¹ Art. 109 del TUF.

²⁰² Art. 106, comma 2 del TUF.

²⁰³ Art. 106, comma 3 del TUF.

obbligato ad adeguare il prezzo dell'offerta al prezzo più alto pagato per l'acquisto di titoli durante la pendenza o nei sei mesi successivi al lancio dell'opa.

Lo svolgimento dell'opa obbligatoria segue la disciplina generale dettata in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio²⁰⁴. Una volta lanciata, la proposta diviene irrevocabile, salva la possibilità di fissare un quantitativo minimo di adesioni per l'efficacia dell'offerta, ed è rivolta a parità di condizioni a tutti coloro che detengono prodotti finanziari, anche se tendenzialmente l'opa è utilizzata per l'acquisto di titoli quotati; possono ovviamente essere previste condizioni differenti a seconda della categoria di strumento finanziario considerata. Nel momento in cui l'opa viene a riguardare titoli quotati, la durata dell'offerta è concordata con la società di gestione del mercato azionario tra un minimo di 15 e un massimo di 25 giorni di mercato.

Venendo alla procedura, la prima fase, di natura preparatoria, vede l'obbligo dell'offerente di inviare un comunicato alla Consob, alla società bersaglio ed al mercato, contenente gli elementi essenziali dell'offerta.

A seguito della comunicazione, l'offerente è tenuto a presentare alla Consob un documento di offerta che dovrà poi essere pubblicato; il documento di offerta rende possibile la conoscenza da parte dei destinatari di tutti i dettagli della stessa in modo tale da poter maturare un fondato giudizio sulle condizioni loro proposte. Tale documento deve essere redatto secondo gli schemi dettati dai regolamenti Consob; quest'ultima ne può anche chiedere, entro 15 giorni, l'integrazione, chiedendo all'offerente di offrire eventuali garanzie aggiuntive. Qualora non sopraggiunga l'intervento della Consob il documento di offerta si riterrà tacitamente approvato e potrà essere reso pubblico.

Dall'altro lato, la società bersaglio è tenuta ad emanare un comunicato che contenga un'informativa dettagliata sull'offerta, nonché una valutazione motivata ad opera degli amministratori: in tal modo i destinatari possono scegliere di aderire o meno all'offerta stessa in via consapevole; gli amministratori, nella loro relazione, devono infatti svolgere un'analisi dei possibili effetti che il successo dell'opa possa sortire sugli interessi dell'impresa e sull'occupazione. Anche il comunicato può essere integrato su richiesta della Consob. Dopodiché si apre la fase delle adesioni da parte dei destinatari dell'offerta; adesioni che sono irrevocabili.

²⁰⁴ Artt. 102 e 103 del TUF.

Una volta analizzata la procedura dell'offerta pubblica di acquisto, non resta che prendere in considerazione i casi di esenzione dall'obbligo, nonché le sanzioni che intervengono laddove si vengano a violare le regole precedentemente esposte.

Ponendo in primo luogo l'attenzione sui casi di esenzione, bisogna innanzitutto precisare che l'obbligo non sorge nel momento in cui la soglia del 30% venga superata a seguito di un'opa totalitaria o parziale di natura preventiva o volontaria; allo stesso modo si è esentati in quei casi in cui il superamento della soglia risulti neutro ai fini di tutela degli azionisti di minoranza: tali casi sono tutti disciplinati dall'art. 106 comma 5° del TUF.

Venendo, poi, alle sanzioni²⁰⁵, queste possono comportare, da un lato, la sospensione del diritto di voto per quanto riguarda l'intera partecipazione, dall'altro, i titoli eccedenti le soglie prefissate perché sorga l'obbligo di opa devono essere alienati entro 12 mesi. Rimane ferma in ogni caso la possibilità di comminare delle sanzioni pecuniarie.

Un breve cenno merita, infine, la cosiddetta opa residuale, che oggi non segue la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto, data la conversione della fattispecie in un mero obbligo di acquisto residuale²⁰⁶. La ratio della normativa risiede nella mancata possibilità per gli azionisti di minoranza di fare affidamento sul regolare andamento delle negoziazioni, data la mancanza di un adeguato flottante²⁰⁷. L'obbligo sorge, infatti, laddove l'offerente, a seguito di un'opa totalitaria, venga a detenere il 95% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto; in tal caso l'offerente dovrà comprare i restanti titoli da chiunque ne faccia richiesta. Ma l'obbligo sorge anche per l'investitore che venga a detenere il 90% dei titoli quotati della società bersaglio; questo avrà ad oggetto solo i restanti titoli quotati a meno che quest'ultimo non ripristini entro 90 giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

²⁰⁵ Art. 110 del TUF.

²⁰⁶ Art. 108 del TUF.

²⁰⁷ Vedi CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*, Torino, UTET Giuridica, 2012, p. 267.

3.2.2 Tecniche di difesa²⁰⁸

Si rende necessaria, a questo punto della trattazione, una piccola digressione sulle tecniche di difesa che il gruppo di comando può porre in essere per contrastare l'opa ostile dell'investitore, in quanto rappresentano dei limiti impliciti agli investimenti diretti esteri di natura negoziale. Il tema va analizzato alla luce dei numerosi interventi legislativi che si sono succeduti nel tempo, a partire dalla legge 149/1992 che non ammetteva la possibilità di attuare strategie difensive per il mantenimento del controllo della società; con l'entrata in vigore del TUF, il legislatore ha aperto alla possibilità di porre in essere tali tecniche di difesa, previa autorizzazione dell'assemblea dei soci. Con la crisi del 2008, il d.l. 29-11-2008 n. 185, convertito con legge 2/2009, ha cancellato, come già si era accennato in precedenza, ogni forma di divieto, salvo diversa previsione dello statuto: la ratio risiede nella paura di vedere le società italiane in preda agli assalti degli investitori diretti esteri in un loro momento di debolezza, dato dalla crisi del sistema creditizio. Il nuovo sistema normativo ha, però, vita breve in quanto, a distanza di breve tempo, il d.lgs. 25-9-2009, n. 146 viene a ripristinare il divieto dal 2010, salvo diversa previsione dello statuto.

Riepilogando, dunque, gli amministratori della società bersaglio possono porre in essere strategie difensive solo previa autorizzazione dell'assemblea, ma lo statuto può prevedere una deroga a tale principio²⁰⁹; la regola in esame prende il nome di passivity rule e trova applicazione solo in caso di società quotate. Allo stesso modo sono vietate eventuali operazioni, attuate prima del lancio dell'opa, che non rientrano nel normale corso della vita aziendale. Gli amministratori sono responsabili della violazione della passivity rule, tuttavia gli atti posti in essere non possono considerarsi nulli²¹⁰.

Tra le principali tecniche di difesa che gli amministratori e il gruppo di comando possono porre in essere vi sono in particolare l'aumento del capitale sociale ed il lancio di un'offerta concorrente. Dato che l'opa investe i titoli già in circolazione, un eventuale aumento del capitale sociale disporrebbe l'emissione di nuove azioni, date in opzione ai vecchi soci, che non sono oggetto dell'offerta pubblica di acquisto; di conseguenza,

²⁰⁸ Si veda DESANA, *Opa e Tecniche di Difesa*, Milano, Giuffrè, 2003, pp. 127 e ss.

²⁰⁹ Le deroghe statutarie devono essere segnalate alla Consob ed al pubblico.

²¹⁰ Vedi CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*, Torino, UTET Giuridica, 2012, p. 273. Ma anche MUCCIARELLI, *Società per Azioni e Offerta Pubblica di Acquisto*, Milano, Giuffrè, 2004, pp. 153 e ss.

l'offerente si troverà impossibilitato ad ottenere il controllo della società senza modificare la precedente offerta, ma, dall'altro lato, si vedrà obbligato ad un esborso maggiore per cercare, in ogni caso, di ottenerlo. Per quanto riguarda la strategia del lancio di un'opa concorrente, l'obiettivo in tal caso è quello di proporre un'alternativa all'offerta dell'altro investitore; deve ovviamente essere lanciata da un alleato della società bersaglio, nonché dagli stessi soci o amministratori²¹¹. L'originario offerente potrà, ovviamente, reagire rialzando il prezzo dell'offerta e così a loro volta i suoi concorrenti; il numero dei rialzi non può essere limitato.

Vige in materia un particolare istituto giuridico, denominato regola di neutralizzazione²¹², che, appunto, neutralizza alcune tecniche di difesa preventiva che il gruppo di comando potrebbe attuare per evitare il successo di un'opa ostile. Tale regola, tuttavia, ha subito un drastico ridimensionamento a seguito della crisi economica e della riforma realizzata in Italia nel 2008; la XIII direttiva comunitaria poteva rappresentare l'occasione per ampliare l'operatività dell'istituto, estendendo la sua applicabilità alle tecniche di difesa più comuni, ma la riforma appena citata ha prescritto che la regola di neutralizzazione si applichi solo e soltanto qualora lo statuto lo preveda.

In base all'istituto in esame, nel corso dell'offerta pubblica di acquisto non hanno effetto nei confronti dell'offerente eventuali limitazioni statutarie al trasferimento dei titoli; inoltre nelle assemblee convocate per decidere se autorizzare o meno atti di contrasto all'opa, non operano le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o dai patti parasociali.

Dopo l'opa, invece, all'offerente vittorioso sono riconosciute alcune garanzie necessarie perché possa effettivamente conseguire il dominio sulla società bersaglio: nella prima assemblea successiva all'opa, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli organi di vertice della società, non operano le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; tantomeno operano eventuali diritti speciali previsti dallo statuto in materia elettiva²¹³. Tali effetti, tuttavia, si producono solo nel caso in cui l'offerente, a seguito dell'opa, venga a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto elettivo²¹⁴.

²¹¹ Vedi CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*, Torino, UTET Giuridica, 2012, p. 273.

²¹² Art. 104 del TUF.

²¹³ Ai titolari di tali diritti non esercitabili è dovuto solo un equo indennizzo posto a carico dell'offerente.

²¹⁴ Art. 104-bis del TUF.

3.3 La Costituzione economica e gli articoli 2449, 2450 e 2451 del Codice Civile²¹⁵

Una volta analizzata la disciplina delle società aperte al mercato del capitale di rischio, occorre soffermarsi sulla normativa prevista in tema di nomina degli organi di vertice delle società partecipate, la quale è contenuta nelle disposizioni del codice civile, ciò a riprova del fatto che l'esigenza di tutelare questo particolare tipo di interesse era stata avvertita già molto tempo prima dell'era delle privatizzazioni.

Ad ogni modo preme effettuare, innanzitutto, una breve digressione sulle disposizioni che la Costituzione italiana²¹⁶ prevede in materia, in quanto l'impianto normativo previsto dal Codice Civile viene da essa confermato, in particolare agli articoli 41 e 43. L'art. 41 prevede che l'iniziativa economica privata è libera e che questa non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. Spetta, infine, alla legge determinare i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali. Si riprende, quindi, il tema della salvaguardia di fondamentali interessi di rilevanza generale, giustificando un eventuale intervento statale in materia, quasi a dirimere il possibile contrasto tra questi ultimi e il principio di libertà dell'iniziativa economica. In tal senso assume grande importanza lo strumento della programmazione, in modo tale da assicurare il rispetto e la protezione di tale sistema²¹⁷.

L'art. 43, invece, ammette la possibilità che a fini di utilità generale la legge possa riservare originariamente o trasferire, mediante espropriazione e salvo indennizzo,

²¹⁵ Cfr. DONATIVI, *Amministratori e sindaci di nomina pubblica nella spa*, Milano, Giuffrè, 2000; DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nella società per azioni*, in Trattato di Diritto Commerciale, Torino, Giappichelli, 2010; GALGANO, *La società per azioni*, in Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'economia vol. VII, Padova, CEDAM, 1988; CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*, Torino, UTET Giuridica, 2012; MINERVINI, *Amministratori nominati dallo Stato o da enti pubblici*, in Banca Borsa, vol. I, 1954.

²¹⁶ Cfr. MORTATI, *Istituzioni di Diritto Pubblico*, Padova, CEDAM, 1991; MARTINES, *Diritto Costituzionale*, Bologna, Giuffrè, 2013; GALGANO, *La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali*, in GALGANO (a cura di), *La Costituzione economica*, Padova, CEDAM, 1977; DE CARLI, *Costituzione e attività economiche*, Padova, CEDAM, 1978; RESTUCCIA, *La tutela costituzionale dell'iniziativa economica e l'intervento pubblico nelle attività imprenditoriali*, in Diritto dell'economia, 1994; TRIMARCHI, *Organizzazione economica ad iniziativa privata e organizzazione economica ad iniziativa riservata negli articoli 41 e 43 della Costituzione*, in Politica del Diritto, 1992.

²¹⁷ Si veda SAN MAURO, *Golden Shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, Luiss University Press, 2003, pp. 18 e ss. Ma anche CINTIOLI, *L'art. 41 della Costituzione tra il paradosso della libertà di concorrenza e il "diritto della crisi"*, in Diritto e Società, 2009, pp. 373 e ss.

allo Stato, ad enti pubblici o a comunità di lavoratori o di utenti determinate imprese o categorie di imprese, che si riferiscano a servizi pubblici essenziali o a fonti di energia o a situazioni di monopolio ed abbiano carattere di preminente interesse generale. In tal caso emerge il potere per lo Stato di ricorrere agli strumenti legislativi della riserva originaria e dell'espropriazione di suddette imprese.

Il rapporto tra le due norme va interpretato in termini di deroga: da un lato, l'art. 41 non pone limiti all'intervento pubblico quando questo si svolge in condizioni di parità e di concorrenza con i privati imprenditori; dall'altro, l'art. 43 individua penetranti limiti e precise garanzie con riferimento all'intervento, questa volta autoritativo, dello Stato.

Ritornando, quindi, alle disposizioni del Codice Civile, occorre sottolineare come in un secondo momento, il legislatore abbia deciso di intervenire in maniera più incisiva, venendo a definire e a disciplinare con più chiarezza la materia mediante il Decreto Legge 332/1994, poi convertito con legge 474/1994.

Partendo, in ogni caso, dalle disposizioni del Codice Civile, si rende necessario specificare che la disciplina di tali fattispecie è rappresentata dagli articoli che vanno dal 2449 al 2451; preme evidenziare come inizialmente gli articoli di riferimento fossero quelli dal 2458 al 2461. Con il Decreto Legislativo 6/2003 è intervenuta una modifica meramente formale, che ha cambiato i riferimenti numerici della normativa (appunto gli artt. dal 2449 al 2451). La Legge 34/2008 ha invece rinnovato la disciplina, mantenendo il numero degli articoli invariato.

Prima della riforma del 2008, l'art. 2449 (ex art. 2458) prevedeva che se lo Stato o gli enti pubblici avessero avuto partecipazioni in una società per azioni, lo statuto avrebbe potuto ad essi conferire la facoltà di nominare uno o più amministratori o sindaci ovvero componenti del consiglio di sorveglianza; gli amministratori e i sindaci o i componenti del consiglio di sorveglianza nominati a norma di quanto appena detto sarebbero potuti essere revocati soltanto dagli enti che li avevano nominati; essi avevano i diritti e gli obblighi dei membri nominati dall'assemblea; venivano, inoltre, fatte salve le disposizioni delle leggi speciali²¹⁸. L'art. 2450 (ex art. 2459), a sua volta,

²¹⁸ Si riporta per completezza la disciplina originaria del codice civile, contenuta agli articoli 2458-2460, modificata, come detto, solo formalmente nel 2003.

L'art. 2458 recitava: *“Se lo Stato o gli enti pubblici hanno partecipazioni in una società per azioni, l'atto costitutivo può ad essi conferire la facoltà di nominare uno o più amministratori o sindaci. Gli amministratori*

prevedeva che le disposizioni dell'articolo 2449 si applicassero anche nel caso in cui la legge o lo statuto attribuissero allo Stato o a enti pubblici, anche in mancanza di partecipazione azionaria, la nomina di uno o più amministratori o sindaci o componenti del consiglio di sorveglianza; in ogni caso, erano fatte salve le leggi speciali. Peraltro, qualora uno o più sindaci fossero stati nominati dallo Stato, il presidente del collegio sindacale avrebbe dovuto essere scelto tra essi (norma prevista dal vecchio art. 2460). Infine all'art. 2451 (ex art. 2461) era previsto che tali disposizioni si applicassero anche alle società per azioni d'interesse nazionale²¹⁹, compatibilmente con le disposizioni delle leggi speciali che stabilissero per tali società una particolare disciplina circa la gestione sociale, la trasferibilità delle azioni, il diritto di voto e la nomina degli amministratori, dei sindaci e dei dirigenti.

Ciò che, innanzitutto, bisogna sottolineare è il fatto che la disciplina in esame si estendesse non solo alle società a partecipazione pubblica, venendo a ricomprendere anche quelle società in cui lo Stato potesse esercitare la sua influenza, a prescindere dall'apporto di capitale, per previsione statutaria o legislativa²²⁰.

In secondo luogo, è evidente la scelta del legislatore nel senso di assoggettare lo Stato stesso alla disciplina prevista per le società per azioni, in modo tale da assicurare maggiore certezza di forme alla propria gestione, nonché la possibilità di ottenere nuove opportunità realizzatrici; in tal senso, si precisa che la partecipazione maggioritaria di un ente pubblico in una società per azioni non ne modifica la natura giuridica, né tantomeno incide sugli aspetti gestionali, data l'autonomia più assoluta della società rispetto ai suoi azionisti di maggioranza²²¹.

E', inoltre, necessario evidenziare come l'aspetto più rilevante della disciplina fosse rappresentato dalla previsione di cui all'art. 2450, laddove si riconosceva grande

e i sindaci nominati a norma del comma precedente possono essere revocati soltanto dagli enti che li hanno nominati. Essi hanno i diritti e gli obblighi dei membri nominati dall'assemblea."

L'art. 2459 recitava: "Le disposizioni dell'articolo precedente [l'art. 2458] si applicano anche nel caso in cui la legge o l'atto costitutivo attribuisca allo Stato o a enti pubblici, anche in mancanza di partecipazione azionaria, la nomina di uno o più amministratori o sindaci, salvo che la legge disponga diversamente."

L'art. 2460 recitava: "Qualora uno o più sindaci siano nominati dallo Stato, il presidente del collegio sindacale deve essere scelto tra essi."

²¹⁹ Si tratta di una categoria giuridica non positivizzata quella delle S.p.A. d'interesse nazionale; il legislatore ha qui inteso rinviare la definizione delle stesse alle leggi speciali.

²²⁰ Si veda SAN MAURO, *Golden Shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, Luiss University Press, 2003, pp. 14 e ss. Ma anche CIRENELI, *Le società per azioni a partecipazione pubblica*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo, Portale, vol. VIII. Torino: UTET, 1992, pp. 8 e ss.

²²¹ Si veda PAVONE LA ROSA, *Partecipazioni Statali e Gruppi di impresa*, in PAVONE LA ROSA (a cura di), *I Gruppi di società*, Bologna, Il Mulino, 1982, pp. 164 e ss.

rilevanza ad un atto extrasociale, in quanto la nomina dei membri degli organi di gestione e di controllo veniva ammessa nonostante l'assenza di un vincolo partecipativo. Tale facoltà concessa allo Stato e agli enti pubblici testimoniava la volontà del legislatore di salvaguardare la presenza pubblica in determinati settori, tutelandone i relativi interessi attraverso una forma di controllo esterno sullo svolgimento dell'attività imprenditoriale delle società stesse.

Tale normativa è stata modificata solo formalmente nel 2003, con il Decreto Legislativo 6/2003, e, successivamente, dalla Legge 34/2008, che ha modificato l'art. 2449 e abrogato l'art. 2450; si viene a prevedere un diverso regime normativo a seconda che la società faccia o meno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Se lo Stato o gli enti pubblici hanno partecipazioni in una società per azioni che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio, lo statuto può ad essi conferire la facoltà di nominare un numero di amministratori e sindaci, ovvero componenti del consiglio di sorveglianza, proporzionale alla partecipazione del capitale sociale (si vincola, dunque, la titolarità di tali diritti alla percentuale di quota capitale detenuta). Gli amministratori e i sindaci o i componenti del consiglio di sorveglianza nominati a norma del primo comma possono essere revocati soltanto dagli enti che li hanno nominati. Essi hanno i diritti e gli obblighi dei membri nominati dall'assemblea. Gli amministratori non possono essere nominati per un periodo superiore a tre esercizi e scadono alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica. I sindaci, ovvero i componenti del consiglio di sorveglianza, restano in carica per tre esercizi e scadono alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica.

Nelle società, invece, che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, possono essere riconosciuti poteri speciali allo Stato o ad enti pubblici con l'attribuzione agli stessi di strumenti finanziari partecipativi²²².

Bisogna, ad ogni modo, precisare che il consiglio di amministrazione può altresì proporre all'assemblea, che delibera con le maggioranze previste per l'assemblea ordinaria, che i diritti amministrativi previsti dallo statuto a favore dello Stato o degli enti pubblici siano rappresentati da una particolare categoria di azioni. A tal fine è in

²²² Si veda CAVAZZA, *Prerogative speciali e Società Partecipate dai pubblici poteri: il nuovo art. 2449 c.c.*, in CIAN, MAFFEI ALBERTI, SCHLESINGER (a cura di), *Le nuove leggi civili commentate*, Padova, CEDAM, 2009, p. 381; DEMURO, *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex 2449 c.c.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 2, 2008, pp. 581 e ss.

ogni caso necessario il consenso dello Stato o dell'ente pubblico a favore del quale i diritti amministrativi sono previsti. Infine, l'art. 2451, come già accennato in precedenza, fa salva, per le società di interesse nazionale, la disciplina dettata da leggi speciali in materia di gestione sociale, di trasferibilità delle azioni, di diritti di voto e di nomina di amministratori, sindaci e dirigenti.

Le disposizioni appena esaminate impongono un parallelismo con la disciplina prevista dall'art. 2, lettera (d), del Decreto Legge 332/1994, che prevedeva, inizialmente, la possibilità di nomina di almeno un amministratore o di un numero di amministratori non superiore ad un quarto dei membri del consiglio e di un sindaco.

Come detto, la riforma del 2003 è intervenuta in maniera molto netta, prevedendo solo la facoltà di nominare un amministratore senza diritto di voto. Tale amministratore svolgeva, in sostanza, una funzione di controllo; era deputato, dunque, ad osservare, vagliare ed eventualmente riferire in merito alle attività di gestione rilevanti previste e poste in essere dalla società.

La norma era in linea con il vecchio articolo 2450, che ammetteva la nomina di uno o più amministratori, anche in mancanza di partecipazione azionaria, da parte dello Stato o altri enti pubblici, fatte salve, in ogni caso, le disposizioni delle leggi speciali. La differenza sostanziale risiede nel fatto che l'amministratore nominato ex art. 2, lettera d, del Decreto Legge 332/1994 viene privato del diritto di voto.

Il Decreto Legge 21/2012, invece, all'art. 3, comma 2, disponendo l'abrogazione dell'art. 2 del Decreto Legge 332/1994, prescrive che gli amministratori senza diritto di voto eventualmente nominati ai sensi della predetta disposizione e in carica alla data della sua abrogazione cessano alla scadenza del mandato.

Non si può negare come la normativa, prevista dal Codice Civile e dalla Costituzione, costituisca un incisivo limite all'ingerenza di nuovi investitori nel panorama societario italiano; tale limite diventa ancor più penetrante laddove si venga a considerare un imprenditore straniero che non abbia conosciuto, nel proprio paese di origine, un sistema di garanzie a favore dello Stato così capillare.

In ogni caso, le disposizioni previste dal Codice Civile necessitano un ulteriore approfondimento sotto il profilo dello scopo storico e della ratio oggettiva che si è venuta a definire. Occorre chiedersi, infatti, in che modo gli amministratori o i sindaci nominati dallo Stato siano in grado di limitare il raggio d'azione degli investitori

stranieri. In tal senso si potrebbe opinare che l'amministratore di nomina pubblica debba curare gli interessi dello Stato in sede consiliare. La tesi funzionalista prende le mosse da due elementi testuali in particolare: da un lato, si è evidenziato come dalla delimitazione soggettiva del potere, riconosciuto per l'appunto a Stato ed enti pubblici, si possa desumere che l'esercizio dello stesso debba realizzare un interesse pubblico; a tale ordine di ragioni si accompagna il corollario che vedrebbe il soggetto pubblico in veste autoritativa al momento della nomina e della revoca dell'amministratore o del sindaco. Dall'altro lato si è guardato al rapporto che intercorre tra nominato e soggetto pubblico, definendo questo in senso diretto e pubblicistico; si è argomentato che, la revoca (diritto riservato al soggetto pubblico) opera su rapporti giuridici discendenti dall'emanazione di atti ad efficacia prolungata, eliminandoli ove non siano più conformi al pubblico interesse. La configurazione del potere di nomina di amministratori e sindaci, da parte dello Stato e degli enti pubblici, in tal senso ha, come già anticipato, rilevanti conseguenze sul piano applicativo: vi sarebbero tutti i presupposti per l'ingresso dell'interesse pubblico nella fattispecie societaria, sicché al lucro soggettivo si aggiungerebbero scopi ulteriori, con la possibilità di aprire le porte all'intervento statale nell'economia²²³. Di conseguenza il limite in tema di governance societaria sarebbe alquanto penetrante, dato che quest'ultimo interverrebbe anche sulle politiche di indirizzo, venendo così a rappresentare un elemento ostile in seno al consiglio di amministrazione.

Si è tuttavia argomentato in senso inverso, facendo leva sugli obblighi che gli amministratori devono osservare e sul principio di economicità che deve guidare le scelte aziendali. Il comma 2 dell'art. 2449, infatti, equipara amministratori e sindaci di nomina statale a quelli di designazione assembleare, sotto il profilo dei diritti e degli obblighi; in tal senso tutti gli amministratori e tutti i sindaci si esporrebbero alle regole dettate in tema di responsabilità. Peraltro, lo stesso principio del lucro soggettivo rischia di collidere con eventuali scopi altruistici imposti dall'ente pubblico, pregiudicando tutto ciò il funzionamento del modello organizzativo societario. Se la delimitazione soggettiva del potere di revoca di tali organi trova le sue ragioni nella necessità di non esporre i nominati all'arbitrio di una maggioranza assembleare non omogenea, il potere

²²³ Peraltro, l'amministratore di nomina pubblica potrebbe essere qualificato come pubblico ufficiale ovvero come incaricato di pubblica funzione, esponendosi così al controllo della Corte dei Conti in materia di responsabilità.

di nomina è legato alla rilevanza dell'attività sociale per l'ente che cura quel dato interesse; la nomina, dunque, rappresenterebbe l'interesse pubblico indiretto o strumentale rispetto a quello sostenuto dall'ente: il primo è l'applicazione concreta del secondo, esplicandosi, in tal senso, nella mera presenza all'interno degli organi sociali di soggetti con funzione di controllo.

La previsione in esame potrebbe costituire, dunque, un vero e proprio ostacolo all'insediamento di nuovi investitori stranieri, a seconda della lettura che si intende seguire. Se nel primo caso, un elemento non in linea con le politiche societarie in seno al consiglio di amministrazione frena l'ingresso di nuovi investitori, nel secondo caso un mero controllo sulla governance societaria non costituisce un forte disincentivo in tal senso, rappresentando comunque, tuttavia, un ulteriore ostacolo che l'investitore estero deve affrontare²²⁴.

Il sistema di garanzie in esame, poi, si nutre di ulteriori disposizioni che aprono spiragli significativi, sempre in tema di controllo statale nel mondo imprenditoriale italiano, laddove si vengano a considerare le già accennate società di interesse nazionale: in tal senso l'articolo 2451 prevede che le disposizioni relative alle società per azioni si applichino anche alle società per azioni d'interesse nazionale, compatibilmente con le disposizioni delle leggi speciali che stabiliscono per tali società una particolare disciplina circa la gestione sociale, la trasferibilità delle azioni, il diritto di voto e la nomina degli amministratori, dei sindaci e dei dirigenti. Se, da un lato, dunque, la disposizione garantisce per tali tipi di società lo stesso regime normativo, dall'altro, predispone una deroga significativa, ammettendo sicuramente l'applicazione dell'articolo 2449 in tema di nomina degli organi di vertice della società e prevedendo anche la possibilità di redigere uno statuto particolare; tale disposizione spalanca le porte ad eventuali interventi statali nelle società di interesse nazionale ed in particolare a Cassa Depositi e Prestiti ed alle sue controllate.

²²⁴ Si veda NICCOLINI, STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali: Commentario. Vol III*, Napoli, Jovene, 2004; ROVERSI MONACO, *Revoca e responsabilità dell'amministratore nominato dallo Stato*, in Rivista di Diritto Civile, n. 2, 1968; OTTAVIANO, *Sull'impiego a fini pubblici della società per azioni*, in Rivista delle Società, 1960; MENGONI, *Sul concetto di società a partecipazione pubblica*, in Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile, 1958; MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in Rivista delle Società, 1958; ROSSI, *Profili giuridici della società a partecipazione statale*, Milano, Giuffrè, 1977; SCOGNAMIGLIO, *Sulla revoca dell'amministratore nominato dallo Stato o da enti pubblici ex art. 2458*, in Foro Amministrativo, n. 2, 1984.

3.4 Le società di interesse nazionale²²⁵

Volendo aprire una breve parentesi sulle società di interesse nazionale, occorre innanzitutto preannunciare che la norma che le prevede non ne fornisce una definizione. La dottrina, dal canto suo, ha immediatamente escluso che l'art. 2451 introduca una categoria nuova e diversa di società, essendo lo schema inquadrabile in quello della società per azioni

Il dato caratterizzante delle società di interesse nazionale va ricercato non tanto nell'elemento soggettivo, basandosi sulla natura giuridica degli azionisti, quanto, invece, prendendo in considerazione le caratteristiche dell'attività che costituisce l'oggetto sociale. Peraltro, non è sufficiente la mera iniziativa di un gruppo di privati ai fini della qualificazione giuridica in esame; ciò che rileva in tal senso è un fondamento o quantomeno una provenienza pubblica; ad ogni modo tali requisiti sono soddisfatti anche laddove sia la stessa legge ad identificare le società di interesse nazionale o qualora si tratti di società che svolge attività per sua natura pubblica. Il legislatore, infatti, può individuare le società di interesse nazionale sulla base delle categorie dell'oggetto sociale o mediante leggi speciali che le individuino singolarmente; ad oggi, quest'ultima forma di individuazione sembra essere l'unica utilizzata, ferma restando la rarità dei casi analizzabili, almeno fino al 2011, anno di emanazione del Decreto Legge 34/2011.

Ad ogni modo, preme sottolineare la rilevanza della nozione di interesse nazionale, che rappresenta la guida per l'intervento del legislatore. Questo potrebbe definirsi come complesso di obiettivi politici concreti che emergono dai rapporti contrattati di poteri e gerarchie, espressi dalla dinamica tra aspetto socio-economico e assetto politico²²⁶.

²²⁵ Si veda SANTONASTASO, *Le società di interesse nazionale*, Milano, Giuffrè, 2002; PARSI, *Interesse nazionale e globalizzazione. I regimi democratici nelle trasformazioni del sistema post-westfaliano*, Milano, Jaca Book, 1998; ORNAGHI, COTELLESA, *Interesse*, Bologna, Il mulino, 2000; CASSESE, *Stato-nazione e funzione pubblica*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, 1997; PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, LED Edizioni Universitarie, 1992; ASCARELLI, *La funzione del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, n. 1, 1934; VISENTINI, *Partecipazioni pubbliche in società di diritto comune e di diritto speciale*, Milano, Giuffrè, 1979; NICCOLINI, STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali: Commentario. Vol III*, Napoli, Jovene, 2004.

²²⁶ Si veda PARSI, *Interesse nazionale e globalizzazione. I regimi democratici nelle trasformazioni del sistema post-westfaliano*, Milano, Jaca Book, 1998, pp. 302 e ss.

Il rischio in cui il legislatore potrebbe incorrere è quello di celarsi dietro un'etichetta al fine di legittimare l'intervento dell'esecutivo con riferimento ad interessi forti e meglio organizzati; rischio che potrebbe determinare un disfavore da parte delle istituzioni comunitarie, che vedrebbero un intervento statale nell'economia del tutto svincolato da criteri precisi ed obiettivi: è evidente il parallelismo con l'istituto delle golden shares.

La qualificazione di una società in tal senso determina l'applicazione di una particolare disciplina circa la gestione sociale, la trasferibilità delle azioni, il diritto di voto e la nomina delle cariche sociali.

Nel quadro della riforma del diritto societario, tuttavia, l'art. 2451 rappresenta un appesantimento normativo dal momento che una disciplina speciale concernente tali aspetti ben potrebbe essere introdotta mediante una pattuizione statutaria; sicché sarebbe possibile raggiungere il medesimo risultato dato dall'art. 2451 attraverso un normale atto di autonomia privata. Invece, per le società di interesse nazionale la deroga al diritto comune è subordinata ad un intervento legislativo.

In ogni caso l'analisi del tema delle società di interesse nazionale, con riferimento agli investimenti diretti esteri, passa inevitabilmente per l'esame della ratio sottesa alla norma che le introduce. Occorre innanzitutto sottolineare come, negli anni Trenta, prima dell'emanazione del codice civile, una disciplina simile nasceva a seguito di una valutazione in ordine alla volontà di prevenire qualsiasi influenza di capitale straniero in organismi alla base dell'economia nazionale²²⁷. Già, dunque, da un primo esame della ratio emerge la natura dell'istituto, la cui conformazione costituisce un vero e proprio limite all'intervento straniero, date le numerose deroghe alla disciplina comune previste; deroghe che limitano, appunto, il raggio di operatività dell'investitore con riferimento alla gestione della società.

Bisogna, ad ogni modo, ricordare la neutralità dell'ordinamento comunitario rispetto al regime di appartenenza, pubblica o privata, della società stessa, evidenziando, tuttavia, come i temi della tutela delle libertà economiche e della concorrenza possano essere sacrificati solo in nome di criteri di deroga precisi e legittimi. Il nodo normativo non ha tuttavia suscitato un vivo interesse da parte della dottrina data la rinuncia da

²²⁷ La normativa era stata prevista con particolare riferimento alle banche di interesse nazionale.

parte del legislatore di applicare la disciplina in esame in molti frangenti, preferendo la forma della società a partecipazione pubblica.

È inevitabile, dunque, chiedersi quale sia l'effettiva portata dell'istituto e se abbia o meno senso parlare di uno statuto speciale delle società di interesse nazionale, data la possibilità di derogare alle regole di diritto comune anche in via pattizia.

Se per lungo tempo tale è stato l'interrogativo centrale che ha determinato una difficile collocazione normativa dell'art.2451, a seguito dell'emanazione del Decreto Legge 34/2011, che ha recuperato la nozione di interesse nazionale per legittimare l'intervento di Cassa Depositi e Prestiti e delle sue controllate, la norma riacquista sicuramente un certo vigore.

3.5 Il ruolo di Cassa Depositi e Prestiti²²⁸

Nell'assetto normativo previsto per la disciplina ed il controllo degli investimenti in Italia e, nel caso in esame, anche degli investimenti diretti esteri, un ruolo di primaria importanza viene riconosciuto alla Cassa Depositi e Prestiti soprattutto a seguito dell'emanazione del Decreto Legge 34/2011, che le attribuisce poteri significativi, di seguito esaminati, in ordine, appunto, alla salvaguardia delle società di interesse nazionale.

D'altro canto gli stessi obiettivi statutari imponevano un'evoluzione dell'istituto in tal senso dato che rappresenta un istituto di promozione nazionale che dal 1850 sostiene l'economia italiana. Il Gruppo Cassa Depositi e Prestiti, infatti, interviene nel settore della Pubblica Amministrazione finanziando gli investimenti, promuovendo la valorizzazione immobiliare ed agendo quale principale operatore italiano di social housing; è inoltre catalizzatore dello sviluppo delle infrastrutture; supporta, infine, le imprese, sostenendone l'export e l'internazionalizzazione, favorendo la nascita di start-up e investendo come partner di lungo termine in imprese di rilevanza nazionale²²⁹. Ed è proprio quest'ultimo il potere che riguarda più da vicino il tema in esame.

²²⁸ Cfr. SANTONASTASO, *Le società di diritto speciale*, Torino, Giappichelli, 2009, pp. 397 e ss. Ma anche MUCCIARELLI, *Ma cosa è diventata la Cassa Depositi e Prestiti?*, in *Mercato Concorrenza Regole*, n. 2, 2004, pp. 355 e ss.

²²⁹ Così l'oggetto sociale, definito nello Statuto di Cassa Depositi e Prestiti.

Cassa Depositi e Prestiti vanta oltre 160 anni di storia. Nasce a Torino nel 1850: la sua funzione originaria era ricevere Depositi quale “luogo di fede pubblica”. Solo nel 1857 mediante un Regio decreto l’ambito di attività dell’istituto si allargò anche al finanziamento degli Enti pubblici.

Dopo aver incorporato le altre Casse del Regno ed essersi trasferita prima a Firenze e poi a Roma, nel 1898 la Cassa depositi e prestiti si trasforma in Direzione generale del Ministero del Tesoro.

Intanto, nel 1875, nascono i Libretti di risparmio postale, le cui risorse vengono impiegate dall’Istituto per finanziare gli investimenti in opere pubbliche e per l’ammortamento dei debiti accumulati dagli Enti locali.

Nel 1924, nasce il Buono Fruttifero Postale e la Cassa Depositi e Prestiti incrementa il suo raggio di azione: tale strumento, infatti, grazie al piccolo taglio, alla diffusione capillare sul territorio, ai rendimenti certi, all’elevato grado di liquidità e alla garanzia dello Stato, avrà un successo tale da determinare la sospensione temporanea delle emissioni degli altri titoli garantiti dallo Stato, quindi i Buoni ordinari del Tesoro. I Buoni Fruttiferi postali verranno successivamente emessi anche in valuta estera quale strumento di investimento rivolto agli emigranti; verranno anche previsti a breve scadenza.

Nel 1983 si avvia il processo di separazione tra la Cassa Depositi e Prestiti e lo Stato, che si concluderà il 12 dicembre 2003 con la trasformazione della stessa in Società per azioni, con la sua fuoriuscita dal perimetro della Pubblica Amministrazione, per rispondere ai profondi cambiamenti del quadro normativo e istituzionale dei mercati di riferimento della società. La nuova forma giuridica potenzia la capacità d’azione della Cassa rendendo più flessibile e funzionale la gestione, mantenendo invariate le finalità pubbliche e di interesse generale che da sempre l’Istituto persegue²³⁰.

Con la trasformazione in Spa nel 2003 entrano a far parte della compagine azionaria di CDP le Fondazioni di origine bancaria. Il Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF) resta l’azionista principale di Cassa, con l’80,1%, del capitale.

²³⁰ Si veda DE CECCO, TONIOLO, *Storia della Cassa Depositi e Prestiti*, Bari, SEDIT per conto di Laterza, 2000, pp. XIV e ss. Ma si veda anche www.cdp.it, Storia della CDP: <http://www.cdp.it/chi-siamo/identita-mission/per-saperne-di-pi.html>.

L'istituto è, oggi, assoggettato al Testo Unico Bancario e anche al regime di riserva obbligatoria, previsto dalle autorità monetarie per gli enti creditizi. Nel 2009 la Cassa Depositi e Prestiti ottiene il potere di finanziare interventi di interesse pubblico, effettuati anche con la partecipazione di soggetti privati, senza venire ad intaccare il bilancio pubblico. I finanziamenti sono diretti a operazioni che presentano adeguati meriti di credito e sostenibilità economico finanziaria.

Nel 2011 nuovi poteri sono stati previsti per la Cassa, attraverso l'istituzione del Fondo Strategico Italiano (FSI), che verrà analizzato in seguito, di cui la stessa è l'azionista di riferimento.

Nel 2012 nasce il Gruppo CDP composto da Cassa depositi e prestiti S.p.A. e dalle società soggette alla sua direzione.

Nel 2014 il novero di attività viene esteso, ulteriormente, con la possibilità di cooperare a livello internazionale. Più ampio è diventato il perimetro per finanziare progetti infrastrutturali e investimenti per la ricerca, sia con raccolta garantita dallo Stato, sia con raccolta non garantita²³¹.

Nel 2015 alla Cassa depositi e prestiti viene riconosciuta la qualifica di istituto nazionale di promozione attribuita dal Governo Italiano e dall'UE.

Come già accennato in precedenza, il Gruppo CDP è una società a controllo pubblico, con un capitale diviso tra il Ministero dell'Economia e delle Finanze, che ne detiene l'80,1%, ed un nutrito gruppo di fondazioni di origine bancaria (18,4% del capitale); il restante 1,5% è rappresentato da azione proprie dell'Istituto²³².

La struttura societaria²³³ è data dalla presenza di un Consiglio di Amministrazione, formato da nove amministratori che durano in carica per un periodo

²³¹ Istituti giuridici introdotti con il Decreto Legge 133/2014 "Sblocca Italia" e Legge 125/2014. In particolare CDP può finanziare iniziative di cooperazione internazionale allo sviluppo dirette a soggetti pubblici e privati; può, inoltre, utilizzare la raccolta garantita dallo Stato (fondi del Risparmio postale) anche per finanziare le operazioni in favore di soggetti privati in settori di "interesse generale" che saranno individuati con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze; ha anche la facoltà di finanziare con raccolta non garantita dallo Stato, le opere, gli impianti, le reti e le dotazioni destinate non più solo alla fornitura di servizi pubblici e alle bonifiche, ma in modo più ampio a iniziative di pubblica utilità; può infine finanziare con raccolta non garantita dallo Stato gli investimenti finalizzati alla ricerca, allo sviluppo, all'innovazione, alla tutela e valorizzazione del patrimonio culturale, alla promozione del turismo, all'ambiente ed efficientemente energetico e alla green economy.

²³² Tutte le informazione relativa alla compagine azionaria della Cassa Depositi e Prestiti sono disponibili sul sito www.cdp.it.

²³³ Si veda lo Statuto di Cassa Depositi e Prestiti

non superiore a tre esercizi e sono rieleggibili²³⁴ e da un Collegio sindacale nominato dall'Assemblea dei soci, che si compone di cinque sindaci effettivi e di due sindaci supplenti; I sindaci restano in carica per tre esercizi e sono rieleggibili.

Vi è anche la presenza di numerosi comitati: il Comitato Strategico svolge funzioni a supporto dell'attività di organizzazione e coordinamento del Consiglio e a supporto della supervisione strategica dell'attività della società; vi è, poi, il Comitato Rischi, con funzioni di controllo e di formulazione di proposte di indirizzo in materia di gestione dei rischi e valutazione dell'adozione di nuovi prodotti. Ma sono previsti anche il Comitato Parti Correlate, il Comitato Compensi, nonché il Comitato degli Azionisti, composto quest'ultimo da nove membri, nominati dagli azionisti di minoranza.

La Cassa Depositi e Prestiti, quindi, in ossequio agli obiettivi definiti dalle leggi e dallo statuto, è diventata titolare di un penetrante potere in materia di società di rilevante interesse nazionale; la disciplina è contenuta, come già preannunciato, nell'art. 7 del Decreto Legge 34/2011 che viene ad aggiungere un comma 8-bis all'art. 5 del Decreto Legge 269/2003, convertito, con modificazioni, dalla Legge 326/2003 e recupera la nozione di società di interesse nazionale.

Tale comma 8-bis prevede che Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. può assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale in termini di strategicità del settore di operatività, dei livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese, e che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività.

Ai fini della qualificazione di società di interesse nazionale, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di natura non regolamentare sono definiti i requisiti, anche quantitativi, delle società oggetto di possibile acquisizione da parte dell'istituto. Il decreto è trasmesso alle Camere. Le medesime partecipazioni possono essere acquisite anche attraverso veicoli societari o fondi di investimento partecipati da CDP S.p.A. ed eventualmente da società private o controllate dallo Stato o enti pubblici.

²³⁴ Per l'amministrazione della gestione separata, che persegue finalità di interesse economico generale, il Cda è integrato dai rappresentanti del MEF e delle autonomie territoriali. Il Consiglio di Amministrazione è integrato, ad oggi, per le decisioni riguardanti la "gestione separata" dal Direttore Generale del Tesoro, da un delegato del Ragioniere Generale dello Stato, da un rappresentante dei Comuni nominato dal Ministro dell'economia e delle finanze, da un rappresentante della Conferenza delle Regioni e delle Province Autonome e da un rappresentante dell'Unione delle Province d'Italia.

Nel caso in cui dette partecipazioni siano acquisite mediante utilizzo di risorse provenienti dalla raccolta postale, le stesse sono contabilizzate nella gestione separata definita al comma 8235 del medesimo articolo.

Occorre evidenziare che, anche qui, è presente il riferimento alle società di interesse nazionale; il collegamento con le disposizioni introdotte in materia di poteri speciali è intuitivo ed immediato, tuttavia la definizione di tali tipi di società è leggermente più ampia, venendo a legittimare un intervento della Cassa Depositi e Prestiti anche al di fuori dei limiti esaminati precedentemente in ordine ai poteri suddetti: sono state identificate come società di rilevante interesse nazionale quelle società operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché quelle la cui attività attenga ai comparti dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni; in aggiunta ai settori definiti dalle leggi con riferimento al legittimo utilizzo dei poteri speciali, sono stati individuati ulteriori ambiti di operatività per l'Istituto, in particolare nelle società che si occupino di infrastrutture, di assicurazioni e di intermediazione finanziaria, di ricerca e di innovazione ad alto contenuto tecnologico, nonché le attività concernenti i pubblici servizi²³⁶.

La definizione di tali tipi di società non si ferma qui ed anzi prosegue al comma 2 dell'art. 1 del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2 luglio 2014: al di fuori dei settori suindicati sono di rilevante interesse nazionale le Società che possano vantare cumulativamente un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro ed un numero medio di dipendenti nel corso dell'ultimo esercizio non inferiore a 250²³⁷.

Sono altresì di rilevante interesse nazionale le Società che, seppur non costituite in Italia, operano nei settori individuati al comma 1 del medesimo articolo e dispongono

²³⁵ Per completezza si riporta il comma 8 dell'art. 5 del Decreto Legge 269/2003, convertito con Legge 326/2003: *“La CDP S.p.A. assume partecipazioni e svolge le attività, strumentali, connesse e accessorie; per l'attuazione di quanto previsto al comma 7, lettera a), la CDP S.p.A. istituisce un sistema separato ai soli fini contabili ed organizzativi, la cui gestione è uniformata a criteri di trasparenza e di salvaguardia dell'equilibrio economico. Sono assegnate alla gestione separata le partecipazioni e le attività ad essa strumentali, connesse e accessorie, e le attività di assistenza e di consulenza in favore dei soggetti di cui al comma 7, lettera a). Il decreto ministeriale di cui al comma 3 può prevedere forme di razionalizzazione e concentrazione delle partecipazioni detenute dalla Cassa depositi e prestiti alla data di trasformazione in società per azioni”*.

Il comma 7 definisce e regola le ipotesi di finanziamento da parte della stessa Cassa Depositi e Prestiti.

²³⁶ Art. 1 del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2 luglio 2014.

²³⁷ Nei casi in cui il livello di fatturato o il numero dei dipendenti siano inferiori a quelli indicati, ma comunque nei limiti del 20% dei valori del comma 2 del medesimo articolo, l'attività della Società deve risultare rilevante in termini di indotto e di benefici per il sistema economico-produttivo del Paese, anche in termini di presenza sul territorio di stabilimenti produttivi.

di società controllate o stabili organizzazioni nel territorio nazionale le quali abbiano, cumulativamente, nel territorio medesimo un fatturato annuo netto non inferiore a 50 milioni di euro ed un numero medio di dipendenti nel corso dell'ultimo esercizio non inferiore a 250.

Una volta analizzata la definizione di società di interesse nazionale, il secondo aspetto che preme considerare in maniera approfondita concerne il tema delle significative prospettive di sviluppo.

Il medesimo Decreto del MEF prevede appunto che in ogni caso, le Società in questione devono presentare significative prospettive di sviluppo e la valutazione di questo requisito spetta ai competenti organi della società che deliberano l'investimento unitamente alla valutazione della ricorrenza degli altri requisiti previsti dal decreto e alla luce delle previsioni statutarie in merito alla situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico delle società nelle quali CDP, direttamente o indirettamente, assume partecipazioni e alla presenza di adeguate prospettive di redditività.

I requisiti appena esaminati devono essere presenti al momento in cui l'operazione è deliberata dai competenti organi della società che delibera l'investimento. Quest'ultima, inoltre, condivide il piano industriale con il Consiglio di Amministrazione di Cassa Depositi e Prestiti e fornisce alla stessa tempestiva informativa circa le operazioni concluse e circa la sussistenza dei requisiti di cui al presente decreto. La stessa informativa è tempestivamente trasmessa dall'Istituto al Ministero dell'Economia e delle Finanze²³⁸.

Il ruolo che Cassa Depositi e Prestiti ricopre, all'interno dell'ordinamento italiano richiama il tema della libera concorrenza. Il rischio è che la proclamata tutela degli interessi nazionali possa indebolire ulteriormente la capacità del nostro Paese di attrarre investimenti stranieri nonché elevarsi a parametro per legittimare l'introduzione di una serie di norme potenzialmente in grado di compromettere non solo la libera concorrenza ma anche gli interessi dei singoli investitori. Questo, almeno, laddove si dia per scontato l'assunto che il flusso di risorse che affluisce alle imprese sia alimentato costantemente solo ove vi sia la certezza di imprese contendibili.

Sul piano giuridico i maggiori problemi legati a tale nuova conformazione di Cassa Depositi e Prestiti sorgono, tuttavia, dal dubbio, sempre meno infondato

²³⁸ Art. 1, comma 6, del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2 luglio 2014

soprattutto nei momenti di crisi economica, che l'ente agevoli il ritorno dello Stato nell'economia non come investitore in un sistema concorrenziale, o come imprenditore che, comunque, agisce con criteri conformi a quanto previsto dallo stesso ordinamento comunitario in materia di servizi di interesse economico generale, ma come un vero e proprio ostacolo all'acquisizione di imprese nazionali non necessariamente strategiche, con il rischio di realizzare, in alcuni casi, un mero e indiscriminato salvataggio²³⁹.

3.6 Il ruolo di CDP Equity Spa

Il ruolo assunto da Cassa Depositi e Prestiti viene, in concreto, esercitato da CDP Equity SpA²⁴⁰ che rappresenta una holding di partecipazioni²⁴¹, il cui azionista di controllo è proprio il Gruppo Cassa Depositi e Prestiti che detiene l'80% del capitale; il restante 20% è detenuto da Banca d'Italia²⁴².

Il fondo può contare su un capitale sottoscritto e versato pari a 4,4 miliardi di euro ma l'obiettivo è raggiungere i 7 miliardi di euro. Mediante tale capitale, CDP Equity investe in imprese in modo tale da creare valore per i suoi azionisti mediante la crescita dimensionale, il miglioramento dell'efficienza operativa, l'aggregazione ed il rafforzamento della posizione competitiva sui mercati nazionali e internazionali delle imprese oggetto di investimento²⁴³.

Il fondo è un operatore istituzionale che acquisisce perlopiù quote di minoranza in imprese di rilevante interesse nazionale in situazione di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale e che abbiano adeguate prospettive di redditività e di sviluppo, idonee a generare valore per gli investitori. L'istituto in esame è, infatti, un investitore di lungo termine che persegue ritorni del proprio investimento a parametri di mercato in coerenza con il concetto dell'investitore non gestore.

²³⁹ Si veda MAGLIANO, *Neo Colbertismo Domestico e Misure difensive Antiscalata*, in *Diritto del Commercio internazionale*, n. 3, 2012, pp. 653 e ss.

²⁴⁰ Si ricorda che il 31 marzo 2016 l'Assemblea dei Soci di Fondo Strategico Italiano Spa ha ridenominato la società da Fondo Strategico Italiano SpA a CDP Equity SpA

²⁴¹ Si veda lo Statuto di CDP Equity SpA.

²⁴² Tutte le informazioni relative alla compagine azionaria si trovano sul sito di CDP Equity SpA: www.cdpequity.it

²⁴³ Così l'art. 4 dello Statuto di CDP Equity SpA.

Resane, dapprima, possibile la creazione per legge, con il Decreto Legge 34/2011, che all'art. 7 ha introdotto una clausola che ammette che le partecipazioni, che la Cassa Depositi e Prestiti può assumere ai sensi del primo periodo del nuovo comma 8-bis, introdotto, ovviamente, dall'art. 7 in esame, possano essere acquisite anche attraverso veicoli societari o fondi di investimento partecipati da CDP S.p.A. stessa ed eventualmente da società private o controllate dallo Stato o enti pubblici, CDP Equity è divenuta realtà con il Decreto Ministeriale del 3 maggio 2011, arricchitosi poi con il Decreto del MEF del 2 luglio 2014; grazie al primo di questi due ultimi provvedimenti è stato creato il fondo.

La società²⁴⁴ è amministrata da un Consiglio di Amministrazione²⁴⁵ ed è sottoposta al controllo di un Collegio Sindacale²⁴⁶. Accanto a tali organi, lo Statuto prevede la presenza di un Comitato Investimenti e un Comitato Strategico. Le funzioni di vigilanza sul funzionamento e sull'osservanza del modello di organizzazione e il controllo della correttezza dei documenti contabili sono affidate rispettivamente all'Organismo di Vigilanza e alla Società di revisione.

Di particolare interesse è il ruolo del Comitato per gli Investimenti, che viene nominato dal Consiglio di Amministrazione. E' composto dall'Amministratore Delegato e da cinque componenti di cui due scelti tra professionisti di comprovata esperienza che esercitano la propria attività nel settore legale o nel settore economico e finanziario, esperti di private equity e in materia di impresa. E' un organo di natura consultiva, valuta le ipotesi di investimento da proporre al Consiglio di Amministrazione esprimendo un parere motivato ma non vincolante che l'organo delegato sottopone all'esame del Consiglio di Amministrazione.

Altrettanto rilevante è la posizione del Comitato Strategico, sempre nominato dal Consiglio di Amministrazione e composto da componenti indipendenti scelti tra docenti universitari, qualificati esponenti del mondo istituzionale, industriale, finanziario o del private equity, in ogni caso esperti in materie giuridiche, economiche e

²⁴⁴ Tutte le informazioni relative alla struttura societaria si trovano nello Statuto di CDP Equity SpA.

²⁴⁵ Il Consiglio di Amministrazione, attualmente composto da 6 consiglieri, incluso il Presidente e il Vicepresidente, determina gli obiettivi e le strategie di indirizzo generale della gestione della società, le politiche di investimento e le priorità settoriali e approva le operazioni di investimento e disinvestimento. Gli amministratori durano in carica per un periodo non superiore a tre esercizi e sono rieleggibili.

²⁴⁶ Il Collegio Sindacale, a sua volta, vigila sull'osservanza della legge e dello Statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento.

finanziarie, che rappresenta anch'esso un organo di natura consultiva, che esprime, con relazioni scritte portate all'esame del Consiglio di Amministrazione, pareri con riguardo ai settori di intervento e alle politiche generali di investimento, con particolare attenzione ai relativi effetti in termini di sviluppo, competitività e concorrenza.

Le funzioni di vigilanza sono, invece, svolte dall'Organismo, appunto, di Vigilanza, organo dotato di autonomia e indipendenza che vigila sull'applicazione del Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo previsto dal Decreto Legislativo 231/2001 disciplinante la responsabilità della società per reati commessi nel suo interesse dai soggetti apicali o dipendenti e vigila in merito alla sua applicazione. L'Organismo di Vigilanza di CDP Equity è un organo collegiale composto da tre membri: il Presidente, il responsabile dell'Internal Auditing della società capogruppo Cassa Depositi e Prestiti S.p.A, e un membro esterno.

Infine, la correttezza delle risultanze contabili è sottoposta al controllo della società di revisione. L'incarico di revisione dei bilanci annuali, delle situazioni semestrali nonché dei controlli ai sensi del Decreto Legislativo 39/10 del Testo Unico della Finanza è stato affidato alla società Pricewaterhouse Coopers (PwC).

Quando si esamina il ruolo del fondo, occorre segnalare come questo sia lo strumento operativo del Gruppo Cassa Depositi e Prestiti nei processi di acquisizione di partecipazioni azionarie in società di rilevante interesse nazionale; i requisiti per tali tipi di operazioni sono stati già analizzati con riferimento al ruolo di CDP.

Ad ogni modo, sono state predisposte delle linee guida per gli investimenti del fondo, che definiscono nel dettaglio il suo ambito di operatività²⁴⁷.

Le società oggetto di possibile investimento da parte di CDP Equity sono selezionate utilizzando analisi e giudizi professionali secondo criteri di economicità e remunerazione dell'investimento, in maniera imparziale e indipendente, assicurando la parità di trattamento nell'analisi delle opportunità di investimento, valutate con particolare attenzione ai relativi effetti in termini di sviluppo, competitività e concorrenza²⁴⁸.

²⁴⁷ Si vedano le Linee Guida per gli Investimenti di CDP Equity SpA.

²⁴⁸ Non è possibile, inoltre, investire in imprese che abbiano nella propria catena di controllo società incorporate in Paesi inclusi nella black list o grey list di quegli Stati a fiscalità privilegiata oppure che non risultino compatibili con il rispetto dei diritti umani.

Il fondo investe in partecipazioni di minoranza qualificata, ma può perseguire investimenti di maggioranza congiuntamente con altri investitori tali da risultare in minoranze implicite per CDP Equity.

Tendenzialmente, gli investimenti devono concentrarsi in società italiane o estere che dispongano di stabili organizzazioni nel territorio nazionale secondo i parametri stabiliti nel proprio Statuto sociale. Suscitano un particolare interesse quegli operatori che hanno intenzione di intraprendere un percorso di crescita aziendale e diventare punti di riferimento per il settore in Italia ed all'estero. A tal fine l'istituto tiene conto della presenza di seri e concreti progetti di aggregazione finalizzati al rafforzamento sul mercato e del piano industriale.

CDP Equity investe in società che si trovino, quindi, in stabile equilibrio economico e finanziario ed ai fini di tale verifica tiene in considerazione i bilanci storici, la gestione operativa nonché il piano industriale e finanziario prospettico.

Occorre, poi, sottolineare come le linee guida impongano al fondo di orientarsi su quegli operatori che possano considerarsi primari all'interno del singolo settore strategico di riferimento privilegiando, di conseguenza, investimenti nei "capi filiera".

Al fine di migliorare la competitività aziendale, ove possibile l'istituto in esame investe mediante immissione di capitale in azienda attraverso sottoscrizione di aumenti di capitale destinati allo sviluppo ovvero mediante acquisizione di partecipazioni al fine di garantire la stabilizzazione dell'azionariato e favorire, quindi, lo sviluppo dell'azienda o per garantire una necessaria discontinuità strategica, sempre, per i medesimi fini.

La peculiarità che, come già accennato in precedenza, descrive al meglio l'operatività di CDP Equity, è l'indole imprenditoriale che caratterizza i suoi investimenti: l'istituto investe secondo un'ottica di medio lungo periodo ed è disposto a realizzare investimenti con altri primari operatori industriali e finanziari in possesso dei medesimi requisiti di trasparenza degli assetti proprietari, onorabilità e professionalità richiesti alle società oggetto di investimento, che condividano, quantomeno la sua visione di investimento.

Il fondo, ovviamente, persegue l'obiettivo di un'adeguata remunerazione del capitale investito, che risulti in linea con i parametri di mercato relativi a specifici

settori merceologici e sia congrua tenuto conto del costo del capitale per gli azionisti o sottoscrittori del fondo.

Si tenga presente, infine, che l'attività di investimento dell'istituto viene a realizzarsi mediante capitale di rischio, nel rispetto del principio dell'investitore privato in un'economia di mercato.

Il processo di selezione degli investimenti prevede numerose fasi, in modo tale da valutare al meglio la singola opportunità²⁴⁹; la fase preliminare di pianificazione e asset allocation vede il Consiglio di Amministrazione definire la strategia e la politica di investimento nell'ambito delle Linee Guida per gli Investimenti, anche in considerazione dei pareri espressi dal Comitato Strategico. Le priorità e le strategie di investimento sono illustrate nel budget annuale del fondo e, con prospettiva temporale di lungo periodo, nel piano industriale pluriennale. Durante la fase istruttoria, l'Area Investimenti verifica, aggiorna e discute periodicamente le opportunità di investimento. Nel caso in cui la società target risponda ai criteri e requisiti di investimento e l'investimento sia ritenuto di possibile interesse, l'Area Investimenti costituisce un team dedicato all'analisi dell'opportunità e alla fase istruttoria di raccolta delle informazioni. In caso di positiva valutazione, il team predispone un memorandum per il Comitato per gli Investimenti contenente le informazioni attinenti alla possibile operazione evidenziando i fattori di rischio e i punti di forza e debolezza dell'investimento. Il memorandum viene esaminato dal Comitato per gli Investimenti e, in caso di giudizio positivo, l'Amministratore Delegato provvede alla nomina dei consulenti esterni per lo svolgimento delle attività di due diligence secondo la relativa procedura.

Si apre, dunque, la fase della due diligence, in cui tale attività viene monitorata e coordinata dal team di investimento. Sulla base dei riscontri di due diligence, il team di investimento predispone un nuovo memorandum per il Comitato per gli Investimenti. Il Comitato esprime il proprio parere motivato al Consiglio di Amministrazione in merito all'operazione. Inoltre, la Struttura Gestione del Rischio redige una scheda di valutazione dei rischi correlati all'operazione e al rispetto dei limiti di rischio previsti dalla policy di CDP Equity.

²⁴⁹ Si veda la Procedura per la selezione delle opportunità di investimento e per la dismissione delle partecipazioni di CDP Equity SpA.

La fase deliberativa, infine, prevede che, una volta acquisito il parere del Comitato per gli Investimenti, l'operazione venga presentata all'esame ed all'approvazione del Consiglio di Amministrazione.

Allo stesso modo, anche l'attività di disinvestimento delle partecipazioni è espressamente regolamentata; il fondo impronta la propria condotta a principi di imparzialità, parità di trattamento, trasparenza, economicità e remunerazione. In particolare, al fine di perseguire la migliore opportunità di disinvestimento, le dismissioni di partecipazioni avvengono secondo idonei processi strutturati ivi inclusi processi di quotazione ovvero mediante procedure di vendita competitiva, in ogni caso idonee a perseguire la miglior selezione del possibile acquirente.

Inoltre, viene monitorata periodicamente l'eventuale sussistenza delle condizioni contrattuali tali da permettere l'avvio di azioni di disinvestimento. Il disinvestimento può avere luogo anche fronte di iniziative avviate su iniziativa delle società partecipate, ovvero da altri azionisti delle società stesse.

La procedura di disinvestimento si articola in fasi procedurali sostanzialmente analoghe a quelle previste per le operazioni di investimento. Inoltre, l'Area Gestione Partecipazioni e la Struttura Gestione Rischio provvedono all'analisi degli impatti contabili, fiscali e di flussi di cassa connessi alla dismissione della partecipazione, nonché delle casistiche di rischio che potrebbero derivare dal processo di dismissione.

Infine, la normativa in esame disciplina anche la gestione della partecipazione²⁵⁰, nonché l'operatività correlata alla gestione del portafoglio partecipativo di CDP Equity ed in particolare in relazione al monitoraggio e alla valutazione del portafoglio partecipativo e all'intervento e voto nei Consigli di Amministrazione e nelle Assemblee delle società partecipate.

Il fondo ha istituito un Comitato Partecipazioni avente un ruolo consultivo nell'ambito del processo di monitoraggio degli investimenti e costituito dal Responsabile del Servizio Monitoraggio Partecipazioni, dal Responsabile del Servizio Investor Relations, da un membro dell'Area Investimenti, dal Responsabile Affari Legali e Societari, dal Responsabile della Struttura Gestione Rischio e dal Responsabile Struttura Compliance.

²⁵⁰ Si veda la Procedura gestione partecipazioni di CDP Equity SpA.

Negli accordi di investimento conclusi da CDP Equity viene previsto un obbligo a carico della società oggetto di investimento di fornire tutte le informazioni necessarie per monitorare l'andamento della gestione e dell'investimento stesso, nonché un reporting package funzionale alla redazione del bilancio d'esercizio dell'ente e del bilancio consolidato di Cassa depositi e prestiti S.p.A.

Nell'ambito delle attività di monitoraggio delle partecipazioni vengono acquisiti i necessari flussi informativi su base continuativa per le società non quotate e in conformità agli obblighi di riservatezza e regolamentari applicabili per le società quotate.

Il Comitato Partecipazioni si riunisce mensilmente al fine di analizzare la reportistica periodica sulla performance di ciascuna società, anche al fine di proporre eventuali azioni correttive oppure ad evento ove ritenuto opportuno. Inoltre con cadenza trimestrale, l'Area Gestione Partecipazioni provvede a redigere un documento di aggiornamento trimestrale del portafoglio partecipazioni.

Il fondo gestisce in modo puntuale il calendario dei Consigli di Amministrazione delle società partecipate e gli adempimenti per la partecipazione alle assemblee delle stesse. In caso di eventi od operazioni significative, l'Area Investimenti predispone un memorandum ad hoc per istruire la valutazione della materia oggetto di delibera.

In ogni caso, gli esponenti designati di CDP Equity provvedono ad esercitare il proprio diritto di voto all'interno dei Consigli di Amministrazione delle società partecipate nell'interesse delle stesse in conformità alle disposizioni di legge.

Il Comitato Partecipazione analizza le potenziali casistiche di rischio derivanti dalle possibili decisioni delle società partecipate ed ogni ulteriore impatto significativo per il fondo.

Nel caso di operazioni che prevedono un aumento di capitale sottoscrivibile da parte di CDP Equity si applicano le previsioni previste dal processo di investimento con il relativo coinvolgimento del Comitato per gli Investimenti.

Il ruolo chiave ricoperto dal fondo si ravvisa, dunque, nel tipo di operazioni che pone in essere; operazioni di rilevanza significativa, che si concentrano in società e settori di particolare interesse sotto i profili delle prospettive di sviluppo e della stabilità economica e finanziaria. In tal senso l'investimento, risalente all'anno 2013, realizzato

in Ansaldo Energia²⁵¹, azienda specializzata in prodotti ad alta tecnologia, rappresenta un tentativo di intraprendere un percorso di crescita aziendale, in modo tale da diventare punti di riferimento per il settore in Italia ed all'estero. Bisogna precisare che la partecipazione è stata acquisita al fine di cederla al gruppo Shanghai Electric Corporation, che oggi detiene il 40% delle quote. Ad ogni modo, il fondo detiene ancora il 44,84% delle azioni.

Emerge, in ogni caso, come dalle strategie attuate da CDP Equity²⁵² l'obiettivo primario sia quello di supportare il piano di investimenti della società oggetto dell'intervento. Occorre chiedersi se tuttavia tale libertà concessa al fondo possa in qualche modo disincentivare gli investimenti diretti esteri, minando i principi del libero mercato e della concorrenza.

Bisogna considerare che CDP Equity, come detto, investe in partecipazioni di minoranza qualificata. Tuttavia, le clausole che permettono un intervento in maggioranza congiunta con altri investitori, nonché quelle che ammettono l'acquisto di partecipazioni di controllo in situazioni di natura tendenzialmente transitoria (il caso Ansaldo Energia è emblematico in tal senso), possono porre i presupposti per una riflessione simile a quella già effettuata con riferimento al ruolo ricoperto da Cassa Depositi e Prestiti, in quanto si potrebbe favorire un nuovo ingresso dello Stato nell'economia, costituendo un ostacolo all'acquisizione di imprese nazionali non necessariamente strategiche, con il rischio di realizzare, in alcuni casi, un mero e indiscriminato salvataggio.

²⁵¹ Si veda Comunicato Stampa, Milano: 4 ottobre 2013 di CDP Equity SpA; ma anche Comunicato Stampa, Milano: 4 dicembre 2014 di CDP Equity SpA

²⁵² Si veda il portafoglio di CDP Equity SpA: <http://www.cdpequity.it/it/portafoglio/index.html>.

CONCLUSIONI

È possibile notare come il tema degli investimenti diretti esteri abbia posto numerosi interrogativi sia sul piano normativo, che su quello economico, imponendo un'analisi approfondita della disciplina prevista dal legislatore italiano, nonché una valutazione dell'impatto degli stessi.

Partendo dalla definizione, è stato possibile ricostruirne le caratteristiche, le dinamiche, nonché gli effetti che sortiscono nel Paese bersaglio; se, da un lato, sono stati individuati quei fattori che spingono le imprese verso una strategia di internazionalizzazione, dall'altro, si è cercato di teorizzare un modello che descrivesse gli obiettivi che un investitore straniero intende perseguire nel momento in cui pone in essere un investimento diretto estero.

La disponibilità di risorse country specific, nonché la qualità delle risorse umane, rappresentano i fattori di attrattività più significativi che l'Italia può vantare. Emerge, peraltro, una strategia di tipo market seeking, da parte degli investitori stranieri, tesa alla penetrazione del mercato, al fine di sfruttare il proprio vantaggio competitivo, unitamente al know how acquisito.

Ad ogni modo, è stato più volte sottolineato quanto fosse necessario salvaguardare il sistema economico imprenditoriale da interventi predatori che potessero comprometterne la crescita. L'assetto normativo ha fornito una risposta in tal senso prevedendo dei limiti ben precisi alle operazioni di acquisizione estere; si è osservato come gli stessi abbiano differente natura a seconda dello scopo storico che intendevano perseguire: si è così distinto tra limiti espliciti e limiti impliciti, laddove questi ultimi, rappresentano quelle norme la cui applicazione ha determinato il sorgere di una nuova ratio, nel senso di incidere sul sistema di ostacoli che un investitore straniero incontra nel territorio italiano.

In tal senso, è possibile intendere la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria come un vero e proprio limite implicito per gli investitori stranieri che, magari, non sono sottoposti a tale normativa nel loro Paese d'origine. La previsione di

una disciplina penetrante in tema di acquisizioni societarie garantisce la serietà dell'investimento, tuttavia rappresenta un ulteriore appesantimento che rischia di minare la percezione che gli stessi investitori coltivano per il sistema italiano.

È possibile, peraltro, notare come quest'ultima si contrapponga ai principi comunitari che promuovono, senza nessuna remora, la libera circolazione dei capitali, che impongono agli Stati membri un trattamento equo e non discriminatorio degli investitori stranieri, che rappresentano, dunque, l'input primario perché l'Italia si adegui agli standard europei in materia.

Tale adeguamento, peraltro, incontra un ostacolo significativo, qualora si consideri l'incisività che i poteri speciali, riconosciuti allo Stato ed agli enti pubblici, possono vantare; non è un caso, infatti, che l'intervento della Corte di Giustizia sia stato così incisivo, laddove mancasse una previsione chiara ed esplicita delle condizioni per l'esercizio degli stessi.

Si perseguono qui differenti obiettivi, in primis la stessa certezza del diritto; la mancanza di quest'ultima verrebbe a colpire profondamente la percezione che un determinato investitore straniero coltiva nei confronti dell'Italia.

Ad ogni modo, bisogna chiedersi se tale normativa costituisca effettivamente un ostacolo all'ingresso di nuovi flussi provenienti dall'estero o se l'incisività dei poteri speciali sia tale solo sulla carta; è possibile trarre delle conclusioni sulla base dei pochi casi di esercizio dei poteri speciali da parte dello Stato e degli enti pubblici.

Prendendo le mosse dai casi Piaggio Aero e Avio, è possibile notare come il Governo non abbia negato l'acquisizione da parte di investitori stranieri, ponendo al contrario specifiche condizioni per la tutela delle capacità tecnologiche ed industriali dell'impresa, imponendo la continuità della produzione.

Peraltro con Avio l'esercizio dei suddetti poteri si è rivelato più incisivo, verificandosi addirittura un intervento nella gestione dell'impresa, attraverso la nomina degli organi interni. Emerge, ad ogni modo, la volontà, da parte dello Stato italiano, di salvaguardare la stabilità di forniture ed approvvigionamenti.

Le condizioni qui esaminate, poste dallo Stato italiano affinché l'acquisto potesse essere avallato, svelano le preoccupazioni per il Governo verso il mantenimento degli approvvigionamenti, il rispetto dell'esecuzione degli obblighi contrattuali nei confronti delle amministrazioni, nonché l'esigenza di garantire una continuità aziendale.

Tali esempi, propri dei settori della difesa e della sicurezza nazionale, sono l'emblema di come il controllo pubblico sia molto forte.

Peraltro, nei settori dei trasporti, delle telecomunicazioni e dell'energia occorre chiedersi, mancando esempi in tal senso, se, a seguito dell'emanazione del Decreto Legge 21/2012, i cosiddetti "gioielli" italiani possano costituire o essere considerati dagli investitori imprese facili da acquisire. Sicuramente, la sempre minore disponibilità di liquidità insieme ai timori diffusi da parte degli investitori, i quali non vedono il momento come propizio per la realizzazione di operazioni rischiose, nonché la stessa disciplina prevista in tema di offerta pubblica di acquisto obbligatoria rappresentano degli ostacoli significativi in materia.

Per altro verso, il ruolo che Cassa Depositi e Prestiti ricopre, all'interno dell'ordinamento italiano, rappresenta un ulteriore spunto di interesse, richiamando il tema della libera concorrenza. Il rischio è che la proclamata tutela degli interessi nazionali possa indebolire ulteriormente la capacità del nostro Paese di attrarre investimenti stranieri nonché elevarsi a parametro per legittimare l'introduzione di una serie di norme potenzialmente in grado di compromettere non solo la libera concorrenza ma anche gli interessi dei singoli investitori. Questo, almeno, laddove si dia per scontato l'assunto che il flusso di risorse che affluisce alle imprese sia alimentato costantemente solo ove vi sia la certezza di imprese contendibili.

Sul piano giuridico i maggiori problemi legati a tale nuova conformazione di Cassa Depositi e Prestiti sorgono, tuttavia, dal dubbio, sempre meno infondato soprattutto nei momenti di crisi economica, che l'ente agevoli il ritorno dello Stato nell'economia non come investitore in un sistema concorrenziale, o come imprenditore che, comunque, agisce con criteri conformi a quanto previsto dallo stesso ordinamento comunitario in materia di servizi di interesse economico generale ma come mero ostacolo all'acquisizione di imprese nazionali non necessariamente strategici, con il rischio di realizzare, in alcuni casi, un mero e indiscriminato salvataggio.

Dall'insieme di limiti e poteri previsti in materia, emerge, a chiare lettere, come la salvaguardia del sistema economico imprenditoriale italiano sia la maggiore preoccupazione del legislatore. La protezione del know how rappresenta uno dei temi più spigolosi e passa necessariamente per le previsioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti.

In tal senso, occorre sottolineare come i poteri previsti agli articoli 1 e 2 del Decreto Legge 21/2012 garantiscono stabilità, prevedendo la possibilità per il Governo di imporre agli investitori diretti esteri condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti stessi, conferendo maggiore protezione al know how italiano. Bisogna, peraltro, aggiungere come le imprese italiane abbiano mantenuto una significativa autonomia in materia; tale riconoscimento è il frutto di una presa di coscienza da parte degli investitori stranieri, in quanto chi investe in marchi italiani non può prescindere dal Paese e dalla sua catena di fornitura per continuare a tener vivo il vantaggio competitivo acquistato nell'operazione.

Inoltre, si deve tener presente come lo stesso know how italiano necessiti di investimenti stranieri, laddove questi si focalizzino anche sulla ricerca e lo sviluppo dei prodotti italiani. Laddove, infatti, le imprese nazionali presentino una lacuna imprenditoriale, le società estere si inseriscono, determinandone una crescita significativa, il tutto a vantaggio del "marchio Italia", da cui non si può prescindere per essere competitivi sul mercato internazionale.

Ad ogni modo, l'analisi del tema concernente il regolare e costante afflusso di capitali passa, inevitabilmente, per il nodo spinoso riguardante la distribuzione e l'impiego degli utili ricavati. Se per un verso una normativa severa, che ne blocchi la fuoriuscita, potrebbe garantire il loro reinvestimento in Italia, per altro verso, non si può negare come un'eventuale restrizione in tal senso freni l'investitore straniero sin dal principio, rappresentando questa un ostacolo significativo.

In linea di massima, è possibile notare come la materia sia disciplinata dai diversi trattati bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti stipulati dal Governo, sicché si potrebbero individuare diverse soluzioni a seconda del Paese considerato, fermo restando che all'interno dello spazio comune europeo nessuna restrizione sarebbe ammessa in tal senso.

La problematica deve essere esaminata sempre sul piano dell'attrattività del sistema Italia: i fattori che hanno determinato il crescere del flusso di investimenti diretti esteri devono essere in grado di garantire anche il fruttuoso reimpiego degli utili conseguiti. Un mercato libero dal punto di vista concorrenziale, senza ingerenze statali, sortirebbe un effetto positivo e il nuovo ruolo assunto da Cassa Depositi e Prestiti non aiuta; tuttavia, l'esigenza, appena considerata, viene a collidere con la necessità di

salvaguardare la stabilità del sistema economico imprenditoriale, sicché il delicato punto di equilibrio fatica ad emergere definitivamente. Ad ogni modo, l'esplicita previsione delle condizioni, al verificarsi delle quali possano essere esercitati i poteri speciali da parte dello Stato e degli enti pubblici, rappresenta un passo in avanti in tema di certezza del diritto.

L'analisi dei limiti agli investimenti diretti esteri passa poi per la valutazione degli effetti che determinano. Se, da un lato, è possibile notare come il valore aggiunto ed i posti di lavoro creati, nonché la spesa in ricerca e sviluppo investita, inducano a valutare positivamente l'impatto scaturitone, dall'altro, occorre evidenziare come manchi la volontà di investire in senso greenfield e che buona parte delle imprese italiane sia stata acquisita in periodo di crisi economica, manifestando un chiaro intento di "saccheggio".

Ad ogni modo, il dato che rileva è che, quantomeno nel breve periodo, i flussi di investimenti diretti esteri in entrata muovono il sistema economico in senso positivo. Da un lato, vengono a modificare la struttura societaria delle aziende, mediante l'adeguamento agli standard dei mercati internazionali, ampliandone la visione e le prospettive: in tal senso l'internazionalizzazione sviluppa una maggiore competitività dell'impresa su un piano più ampio. Dall'altro, stimolano la spesa in tema di ricerca e sviluppo, più di quanto non facciano gli imprenditori italiani.

Un'analisi di lungo periodo risulta di difficile attuazione, date le ragioni su esposte; il futuro dirà se il modello attuato dallo Stato italiano è sostenibile o se necessita di ulteriori aggiustamenti. Sicuramente sarà necessario garantire stabilità al sistema normativo, in modo tale da poter individuare una linea direttrice coerente che guidi, peraltro, l'intervento statale mediante l'esercizio dei poteri speciali previsti dal Decreto Legge 21/2012.

BIBLIOGRAFIA

ACCONCI, PIA. *Il Collegamento tra Stato e Società in Materia di Investimenti Stranieri*. Padova: CEDAM, 2002.

ADLAM, J.C. *Iran-US claims tribunal reports*. Cambridge: Cambridge University Press, 1985.

ADONNINO, PIETRO. “Il principio di non discriminazione nei rapporti tributari fra Paesi Membri secondo le norme della CEE e la giurisprudenza della Corte di Giustizia delle Comunità.” *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, n. 1 (1993).

AHARONI, YAIR. *The Foreign Investment Decision Process*. Cambridge MA: Harvard University Press, 1966.

ALPA, GUIDO, E FRANCESCO CAPRIGLIONE (a cura di). *Commentario al Testo Unico delle Disposizioni in Materia di Intermediazione Finanziaria*. Padova: CEDAM, 1998.

ANGELICI, CARLO. *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*. Padova: CEDAM, 2003.

ARENAS GARCIA, RAFAEL. *Autonomia de la voluta y exigencias imperativas en el derecho internacional de sociedades y otras personas jurídicas*. Madrid: Atelier, 2014.

ASCARELLI, TULLIO. “La funzione del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale”. *Rivista di Diritto Commerciale*, n. 1 (1934).

ASSOCIAZIONE FRA LE BANCHE ESTERE. *Banche ed operatori esteri in Italia*. Giugno 2012.

BALLARINO, TITO E LEONARDO BELLODI. “La golden share nel diritto comunitario.” *Rivista delle Società* (2004).

BARBA NAVARETTI, GIORGIO, E ANTHONY VENABLES. *Multinational Firms in the World Economy*. Princeton: Princeton University Press, 2004.

BENITO, WELCH. "Foreign Market Servicing: Beyond Choice of Entry Mode." *Journal of International Marketing* vol. 2, n. 2 (1994).

BERNARDINI, PIERO. *L'arbitrato commerciale internazionale*. Milano: Giuffrè, 2000.

BIN, ROBERTO, E GIOVANNI PITRUZZELLA. *Diritto Costituzionale*. Torino: Giappichelli, 2011.

BLOMSTROM, MAGNUS, E ARI KOKKO. "Multinational Corporations and Spillovers". *Journal of Economic Surveys*, vol. 12, n.3 (1998).

BONELLI, FRANCO. *Il codice delle privatizzazioni nazionali e locali*. Milano: Giuffrè, 2001.

BOSCOLO, E. "La golden share di fronte al giudice comunitario." *Foro Italiano*, Parte IV (2002).

BORIN, ALESSANDRO, E RICCARDO CRISTADORO. "Gli investimenti diretti esteri e le multinazionali, in Questioni di Economia e Finanza." *Banca d'Italia*, n. 243 (Ottobre 2014).

BRAINARD, S. LAEL. "An Empirical Assessment Of The Proximity-Concentration Trade-Off Between Multinational Sales And Trade." *American Economic Review* vol. 87 (1997).

BRIVIO, ENRICO. "Bruxelles condanna la golden share italiana". *Il Sole 24 Ore*, 27 marzo (2009).

BROCHES, A. *Bilateral investment protection treaties and arbitration of investment disputes*, in Schultz, Van Den Berg, *The art of arbitration. Essays on international arbitration*. Liber Amicorum Pieter Sanders, 12 settembre 1912-1982, Deventer, Kluwer.

BUONOCORE, VINCENZO. *Manuale di diritto commerciale*. Torino: Giappichelli, 2015.

CALVO, ALFONSO-LUIS, E JAVIER CARRASCOSA. *Derecho Internacional Privado Vol. I*. Granada: Comares, 2014.

CALVO, ALFONSO-LUIS, E JAVIER CARRASCOSA. *Derecho Internacional Privado Vol. II*. Granada: Comares, 2011.

CALVO, ALFONSO-LUIS, E SANTIAGO AREAL. *Cuestiones Actuales del Derecho Mercantil Internacional*. Madrid: Colex, 2005.

CALVOSA, LUCIA. *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*. Milano: Giuffré, 1999.

CAMPBELL, DENNIS. *International joint ventures, mergers and acquisition*. Ardsley: Transnational Publishers, 2000.

CAMPOBASSO, GIAN FRANCO. *L'informazione dell'azionista sulle partecipazioni azionario*, in AA.VV. *L'informazione societaria*. Atti del Convegno di Venezia del 5-6-7 novembre 1981. Milano: Giuffré, 1981.

CAMPOBASSO, GIAN FRANCO. *Testo Unico della Finanza*. Torino: UTET, 2002.

CAMPOBASSO, MARIO. *Diritto Commerciale vol. 2: Diritto delle Società*. Torino: UTET Giuridica, 2012.

CARBONE, SERGIO MARIA. "Golden share" e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale, in NARDOZZI, GIANGIACOMO E SERGIO MARIA CARBONE (a cura di). *Lo Stato da gestore di grandi imprese a referente del loro governo*. Genova: Fondazione Ansaldo, 2011.

CARBONE, SERGIO MARIA. *Investimenti pubblici esteri e libera circolazione dei capitali*, in LIGUSTRO, ALDO E GIORGIO SACERDOTI. *Problemi e tendenze del diritto internazionale dell'economia*. Liber Amicorum in onore di Paolo Picone. Napoli: Editoriale Scientifica, 2011.

CARETTI, PAOLO. *I diritti fondamentali: Libertà e Diritti Sociali*. Torino: Giappichelli, 2011.

- CAROLI, MATTEO. *Gestione delle imprese internazionali*. Milano: McGraw-Hill, 2012.
- CASSESE, SABINO. “Stato-nazione e funzione pubblica”. *Giornale di Diritto Amministrativo* (1997).
- CASTELLANI, DAVIDE, E ANTONELLO ZANFEI. “Multinational Experience and the Creation of Linkages with Local Firms. Evidence from the Electronics Industry”. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 26, n. 1 (2002).
- CAVAZZA, CHRISTIAN. *Prerogative speciali e Società Partecipate dai pubblici poteri: il nuovo art. 2449 c.c.*, in CIAN, GIORGIO, ALBERTO MAFFEI ALBERTI e PIERO SCHLESINGER (a cura di). *Le nuove leggi civili commentate*. Padova: CEDAM, 2009.
- CINTIOLI, FABIO. “L’art. 41 della Costituzione tra il paradosso della libertà di concorrenza e il «diritto della crisi»”. *Diritto e Società* (2009).
- CIRENEI, MARIA TERESA. “Le società per azioni a partecipazione pubblica”, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, vol. VIII. Torino: UTET, 1992.
- CLARICH, MARCELLO. *Manuale di Diritto Amministrativo*. Bologna: Il Mulino, 2013.
- CLARICH, MARCELLO. “Privatizzazioni e trasformazioni in atto nell’amministrazione italiana.” *Diritto Amministrativo* (1995).
- COLANGELO, MARGHERITA. “«Golden share», diritto comunitario e i mercanti di Venezia. Nota a CGCE sez. III 26 marzo 2009 (causa C-326/07)”. *Foro Italiano*, n. 5 (2009).
- COMINO, ALESSANDRO. “Golden Powers per dimenticare la Golden Share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni.” *Rivista italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, fasc. 5 (2014).
- CONSOB. *Report on corporate governance of Italian listed companies*. 2015.

- CORRADI, MARCO CLAUDIO. “Libera circolazione dei capitali ed art. 2449 cc.: il principio di proporzionalità tra partecipazione e «potere di controllo»”. *Giurisprudenza Commerciale*, n. 3 (2008).
- COSTANTINO, GIORGIO. “In tema di golden share”. *Foro italiano*, n. 5 (2009).
- COTTINO, GASTONE. *Diritto Societario*. Padova: CEDAM, 2011.
- DANIELE, LUIGI. *Diritto dell’Unione Europea: sistema istituzionale, ordinamento, tutela giurisdizionale, competenze*. Milano: Giuffrè, 2010.
- DE CARLI, PAOLO. *Costituzione e attività economiche*. Padova: CEDAM, 1978.
- DE CECCO, MARCELLO, E GIANNI TONIOLO. *Storia della Cassa Depositi e Prestiti*. Bari: SEDIT per conto di Laterza, 2000.
- DE ROSA, GIUSEPPE. “La Corte di giustizia condanna i criteri di esercizio della golden share”. *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario* (2009).
- DEMURO, IVAN. “L’incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex 2449 c.c.”. *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 2 (2008).
- DESANA, EVA. *Opa e Tecniche di Difesa*. Milano: Giuffrè, 2003.
- DI SABATO, FRANCO. *Diritto delle Società*. Milano: Giuffrè, 2011.
- DOLZER, STEVENS. *Bilateral Investment Treaties*. L’Aja-Londra: Nijhoff, 1995.
- DONATIVI, VINCENZO. *Amministratori e sindaci di nomina pubblica nelle spa*. Milano: Giuffrè, 2000.
- DONATI, A. “La nomina pubblica alle cariche sociali nella società per azioni”, in *Trattato di Diritto Commerciale*. Torino: Giappichelli, 2010.
- DRIFFIELD, NIGEL, E MAX MUNDAY. “Industrial Performance, Agglomeration and Foreign Manufacturing Investment in the UK”. *Journal of International Business Studies*, vol. 31, n. 1 (2000).

DUNNING, JOHN H. "Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic or Developmental Approach." *Weltwirtschaftliches Archiv* vol. 122 (1981).

DUNNING, JOHN H. "The Investment Development Cycle Revisited." *Weltwirtschaftliches Archiv* vol. 122 (1986).

DUNNING, JOHN H. "Explaining the International Direct Investment Position of Countries Towards a Dynamic or Developmental Approach." *Weltwirtschaftliches Archiv* vol. 122 (1981).

DUNNING, JOHN H. "The Investment Development Cycle Revisited." *Weltwirtschaftliches Archiv* vol. 122 (1986).

DUNNING, JOHN H. "The contribution of Edith Penrose to International Business Scholarship." *Management International Review* vol. 43 (2003).

DUNNING, JOHN H. "The eclectic paradigm of international production: past, present and future." *International Journal of the Economics of Business* vol. 8 (2016).

EUROSTAT. *Direct Investments Year Book*. 2000 Edition, Lussemburgo: Office for Official Publication of the European Union, 2001.

EUROSTAT. *Foreign Direct Investment Statistics*, 2014.

FABIO, MASSIMO. *Manuale dei contratti internazionali: modelli e soluzioni operative dei rapporti internazionali*. Milano: IPSOA, 2010.

FERRARI BRAVO, LUIGI, E ENZO MOAVERO MILANESI. *Lezioni di diritto comunitario II*. Napoli: Editoriale Scientifica, 2002.

FERRI, GIUSEPPE. *Diritto Commerciale*. Torino: UTET, 2010.

FONTANA, FRANCO, E MATTEO CAROLI. *Economia e Gestione delle imprese*. Milano: McGraw-Hill, 2013.

FORSGREN, MATS. “The Concept of Learning in the Uppsala Internationalization Process Model: a Critical Review.” *International Business Review* vol. 11 (2002).

FOSCHINI, MARCELLO. “Profili rilevanti delle c.d. privatizzazioni”, in *Studi in memoria di Franco Piga*, vol. II. Milano: Giuffrè, 1992.

FRENI, ELISABETTA. “Golden Share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi.” *Giornale di diritto amministrativo* (2002).

FRIGO, MANLIO. “La sovranità permanente degli Stati sulle risorse naturali”, in PICONE, PAOLO, E GIORGIO SACERDOTI, *Diritto internazionale dell’economia: raccolta sistematica dei principali atti normativi internazionali ed interni con testi introduttivi e note*. Milano: Franco Angeli, 1982.

GALGANO, FRANCESCO. “La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali”, in GALGANO, FRANCESCO (a cura di), *La Costituzione economica*. Padova: CEDAM, 1977.

GALGANO, FRANCESCO. “Le società per azioni”, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, vol. VII. Padova: CEDAM, 1988.

GALLO, DANIELE. “Corte di Giustizia UE, Golden Shares e Investimenti Sovrani”. *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc. 4 (2013).

GARCIMARTIN ALFEREZ, FRANCISCO. *Derecho Internacional Privado*. Seconda Edizione, S.L. Civitas Ed., 2014.

GAROFOLI, ROBERTO. “Golden Share e Authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici.” *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario* (1998).

GECK, WILHELM KARL. “Diplomatic protection”, in Planck. *Encyclopedia of public international law*. Amsterdam: Rudiger Wolfrum, 1987.

GIANELLI, ALESSANDRA. “La protezione diplomatica di società dopo la sentenza concernente la Barcelona Traction.” *Rivista di Diritto Internazionale* (1986).

GIARDINA, ANDREA. “Gli accordi bilaterali sugli investimenti e l’accordo nordamericano di libero scambio.” *Enciclopedia degli Idrocarburi* vol. 4 (2007).

HEAD, KEITH, JOHN RIES E DEBORAH SWENSON. “Agglomeration Benefits and Location Choice: Evidence from Japanese Manufacturing Investments in the United States”. *Journal of International Economics*, vol 38 (1995).

HELPMAN, ELHANAN. “A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporations.” *Journal of Political Economy* vol. 92, n. 3 (1984).

HELPMAN, ELHANAN, E PAUL R. KRUGMAN. *Market structure and Foreign Trade*. Cambridge MA: MIT Press, 1985.

HILL, CHARLES W. L. *International Business: Competing in the Global Marketplace*. New York: McGraw-Hill, 2005.

HILL, HWANG, KIM. “An Eclectic Theory of the choice of International Entry Mode.” *Strategic Management Journal* vol. 11 (1990).

HO KOO, BON, E DWIGHT PERKINS. *Social Capability and Long term Economic Growth*. New York: St. Martin’s Press, 1995.

HYMER, STEPHEN H. “Direct Foreign Investment and the National Interest”, in *Russel, Nationalism in Canada*. Toronto: McGraw-Hill, 1966.

HYMER, STEPHEN H. “The internationalization of capital.” *Journal of Economic Issues*, n. 6 (1972).

HYMER, STEPHEN H. “The Efficiency (Contradictions) of Multinational Corporations.” *American Economic Review* vol. 60, n. 2 (1970).

HYMER, STEPHEN H. *The International Operations of national firms: A study of direct foreign investment*. Cambridge: MIT Press, 1976.

IBBA, CARLO, E MARIA CHIARA MALAGUTI, E ALBERTO MAZZONI (a cura di). *Le società “pubbliche”*. Torino: Giappichelli, 2011.

- ICE. *L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane*.
- IMF, OECD. *Foreign Direct Investment Statistics: How Countries Measure FDI*. Washington DC, IMF e Parigi, OECD, 2001.
- ITC. *FDI Statistic by Country, 2001-2014*.
- ISTAT. *Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia*, 17 dicembre 2012.
- ISTAT. *Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia*, 17 dicembre 2013.
- ISTAT. *Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia*, 17 dicembre 2014.
- ISTAT. *Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia*, 15 dicembre 2015.
- JACKSON, JOHN H. *The World Trading System - Law and Policy of International Economic Relations*. Cambridge MA: M.I.T. Press, 1997.
- JOHANSON, JAN, E JAN-ERIK VAHLNE. "The Uppsala Internationalization Process Model Revisited: from Liability of Foreignness to Liability to Outsidership." *Journal of International Business Studies* vol. 40, n. 9 (2009).
- KOLASSA, DORIS. *Libera circolazione dei capitali*. Note Sintetiche sull'Unione Europea, 2015.
- LOMBARDO, G. *Golden Shares*. Roma: Enciclopedia Giuridica, 1998.
- MAGLIANO, ROSANNA. "Neo Colbertismo domestico e misure difensive anti scalata". *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc. 3 (2012).
- MALAGUTI, CHIARA. *Assetti societari e diritto della concorrenza. Percorsi accidentati del principio di parità di trattamento tra imprese pubblica ed impresa privata*, in IBBA, CARLO, E MARIA CHIARA MALAGUTI, E ALBERTO MAZZONI (a cura di). *Le società "pubbliche"*. Torino: Giappichelli, 2011.
- MARCHETTI, PIER GAETANO (a cura di). *Le privatizzazioni in Italia*. Milano: Giuffrè, 1995.

MARIN, ANABEL, E MARTIN BELL. “Technology Spillovers from Foreign Direct Investment (FDI): The Active Role of MNC Subsidiaries in Argentina in the 1990s”. *Journal of Development Studies*, vol. 42 (2006).

MARINI, LUCA. “Golden Share e diritto comunitario nelle recenti sentenze della Corte di Giustizia”, in *Diritto Commerciale Internazionale*. Milano: Giuffrè, 2002.

MARTINES, TEMISTOCLE. *Diritto Costituzionale*. Bologna: Giuffrè, 2013.

MATTHEWS, JOHN. “Dragon Multinationals: New Players in 21st Century Globalization.” *Asia Pacific Journal of Management* vol. 23 (2006).

MAURO, MARIA ROSARIA. “La doppia cittadinanza dell’attore nella giurisprudenza del Tribunale Iran-Statì Uniti.” *Rivista dell’Arbitrato*, n. 3 (1999).

MAURO, MARIA ROSARIA. *Gli Accordi Bilaterali sulla Promozione e la Protezione degli Investimenti*. Torino: Giappichelli Editore, 2003.

MENGGONI, LUIGI. “Sul concetto di società a partecipazione pubblica”. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile* (1958).

MIGNOLI, ARIBERTO. “L’interesse sociale”. *Rivista delle Società* (1958).

Milano Finanza, n. 068, del 5 Aprile 2014.

MINERVINI, GUSTAVO. “Amministratori nominati dallo Stato o da enti pubblici.” *Banca Borsa* vol. I (1954).

MONTALENTI, PAOLO. *La società quotata*, in COTTINO, GASTONE (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*. Padova: CEDAM, 2004.

MONTANI, GUIDO E DARIO VELO (a cura di). *Il governo dell’economia in Europa e in Italia*. Milano: Giuffrè, 2000.

MORTATI, COSTANTINO. *Istituzioni di Diritto Pubblico*. Padova: CEDAM, 1991.

MUCCIARELLI, FEDERICO M. “Ma cosa è diventata la Cassa Depositi e Prestiti?”. *Mercato Concorrenza Regole*, n. 2 (2004).

MUCCIARELLI, FEDERICO M. *Società per Azioni e Offerta Pubblica di Acquisto*. Milano: Giuffrè, 2004.

NICCOLINI, GIUSEPPE, E ALBERTO STAGNO D'ALCONTRES. *Società di capitali: Commentario*. Napoli: Jovene, 2004.

NISATTI. "Privatizzazioni: La Comunità Europea e le golden shares nazionali." *Quaderni Costituzionali* (2000).

NOCKE, YEAPLE. "Cross border Mergers and Acquisitions vs. Greenfield Foreign Direct Investment: The Role of Firm Heterogeneity." *Journal of International Economics* vol. 72 (2007).

OECD. *Benchmark Definition of Foreign Direct Investments*. Third Edition, Parigi: OECD, 1996.

OECD. *Benchmark Definition of Foreign Direct Investments*. Fourth Edition, Parigi: OECD, 2008.

OECD. *FDI in Figures*, February 2014.

OECD. *FDI in Figures*, April 2015.

OECD. *FDI in Figures*, April 2016.

OPPO, GIORGIO. "Diritto Privato ed interessi pubblici." *Rivista di Diritto Civile* (1994).

ORNAGHI, LORENZO E SILVIO COTELLESA. *Interesse*. Bologna: Il Mulino, 2000.

OTTAVIANO, VITTORIO. "Sull'impiego a fini pubblici della società per azioni". *Rivista delle Società* (1960).

PADOA SCHIOPPA, ANTONIO. *Saggi di storia del diritto commerciale*. Milano: LED Edizioni Universitarie, 1992.

PADOA SCHIOPPA, TOMMASO. *Il governo dell'economia*. Bologna: Il Mulino, 1997.

PARRA, ANTONIO R. "ICSID and the rise of Bilateral Investment Treaties: Will ICSID be the Leading Arbitration Institution in the Early 21st century?" *Proceedings of the Annual Meeting (American Society of International Law)* vol. 94 (2000).

PARSI, VITTORIO EMANUELE. *Interesse nazionale e globalizzazione. I regimi democratici nelle trasformazioni del sistema post-westfaliano*. Milano: Jaca Book, 1998.

PATRONI GRIFFI, UGO (a cura di). *Manuale di Diritto Commerciale Internazionale*. Milano: Giuffrè, 2012.

PAVONE LA ROSA, ANTONIO. "Partecipazioni Statali e gruppi di impresa", in *I gruppi di società: Ricerche per uno studio critico*. Bologna: Il Mulino, 1982.

PIRAS, PAOLA. *Le Privatizzazioni – Tra aspirazioni all'efficienza e costi sociali*. Torino: Giappichelli, 2005.

PISCITELLO, LUCIA E LARISSA RABBIOSI. "The impact of inward FDI on local companies' labour productivity: evidence from the Italian case". *International Journal of the Economics of Business*, (2005).

PRESTI, GAETANO, E MATTEO RESCIGNO. *Corso di Diritto Commerciale, Impresa-Contratti-Titoli di credito-Fallimento-Società*. Bologna: Zanichelli, 2011.

RADICATI, LUCA (a cura di). *Servizi Essenziali e Diritto Comunitario*. Torino: Giappichelli, 2001.

REED, LUCY. *Guide to ICSID arbitration*. L'Aja: Kluwer, 2004.

RENNA, MAURO. *Le società per azioni in mano pubblica. Il caso delle s.p.a. derivanti dalla trasformazione di enti pubblici economici ed aziende autonome statali*. Torino: Giappichelli, 1997.

RESTUCCIA, RICCARDO. "La tutela costituzionale dell'iniziativa economica e l'intervento pubblico nelle attività imprenditoriali." *Diritto dell'economia* (1994).

RHEE, YUNG WHEE E THERESE BELOT. *Export catalysts in low-income countries: a review of eleven success stories. World Bank discussion papers: no. WDP 72.* Washington, D.C.: The World Bank, 1990.

RONZITTI, NATALINO. *Introduzione al Diritto Internazionale.* Torino: Giappichelli Editore, 2009.

ROSSI, ADRIANO. *Profili giuridici della società a partecipazione statale.* Milano: Giuffrè, 1977.

ROSSI, GUIDO. "Privatizzazioni e Diritto Societario." *Riv. Soc.* (1994).

ROVERSI MONACO, FABIO. "Revoca e responsabilità dell'amministratore nominato dallo Stato". *Rivista di Diritto Civile*, n. 2 (1968).

RUBINS, NOAH. "The Notion of «Investment» in International Investment Arbitration", in HORN, NORBERT, E STEFAN KRÖLL. *Arbitrating Foreign Investment Disputes.* L'Aja: Kluwer, 2004.

SACCO GINEVRI, ANDREA. "La nuova golden share: l'amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali". *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 2 (2005).

SACERDOTI, GIORGIO. "Bilateral Treaties and Multilateral Instruments on Investment Protection." *Recueil des Cours*, tome 269 (1997).

SACERDOTI, GIORGIO. "Investment arbitration under ICSID and UNCITRAL. Rules: prerequisites, applicable law, review of awards." *ICSID Review* vol. 19, n.1 (2004).

SALANITRO, NICCOLÒ. *Società per azioni e mercati finanziari.* Milano: Giuffrè, 2000.

SALERNO, LUIGI. "Golden Shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria", in *Diritto Commerciale Internazionale.* Milano: Giuffrè, 2002.

SAN MAURO, CESARE. *Golden Shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali.* Roma: Luiss University Press, 2003.

SAN MAURO, CESARE. “La disciplina della nuova Golden Share.” *Federalismi.it, Rivista di diritto pubblico italiano, comunitario e comparato* (2012).

SANTONASTASO, FELICE. *Le società di diritto speciale*. Torino: Giappichelli, 2009.

SANTONASTASO, FELICE. *Le società di interesse nazionale*. Milano: Giuffrè, 2002.

SCARCHILLO, GIANLUCA. “Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonizing Intervention of the European Court of Justice”. *Comparative Law Review* (2012).

SCISO, ELENA. *Appunti di Diritto Internazionale dell'economia*. Torino: Giappichelli, 2007.

SCHREUER, CHRISTOPH H. “Fair and equitable treatment in arbitral practice.” *The Journal of World Investment & Trade*, n. 6 (2005).

SCHWEBEL, STEPHEN M. “The influence of bilateral investment treaties on customary international law.” *Proceedings of the 98th meeting of the American Society of International Law*. Washington DC, 31 March-3 April, n. 27 (2004).

SCOGNAMIGLIO, ANDREINA. “Sulla revoca dell'amministratore nominato dallo Stato o da enti pubblici ex art. 2458”. *Foro Amministrativo*, n. 2 (1984).

SCOTTI, ELISA. *Il pubblico servizio tra tradizione nazionale e prospettive europee*. Padova: CEDAM, 2003.

SILVA MORAIS, LUIS. *Joint Ventures and EU Competition Law*. Oxford: Hart, 2013.

SINISCALCO, DOMENICO. *Privatizzazioni difficili*. Bologna: Il Mulino, 1999.

SIRENA, PIETRO (a cura di). *I contratti di collaborazione*. Torino: UTET, 2011.

SORNARAJAH, MUTHUCUMARASWAMY. *The international law on Foreign Investment*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

SPATTINI, GIAN CLAUDIO. “La «golden share» «all'italiana» finalmente «presa sul serio» dalla Corte di giustizia? La nuova (e forse perplessa) condanna della «Grundnorm»

delle privatizzazioni «sostanziali»”. *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, n. 6 (2009).

STELLA RICHTER, MARIO (a cura di). *Le offerte pubbliche di acquisto*. Torino: Giappichelli, 2011.

Studi in memoria di MATTEO DELL’OLIO. *Diritto e Libertà*. Torino: Giappichelli Editore, 2008.

SUNDBERG-WEITMAN, BRITA. *Discrimination on the ground of nationality*. Amsterdam: North-Holland Publishing Company, 1977.

TALARICO, LUCIA. I “poteri speciali” riservati allo Stato italiano nelle società privatizzate. Possibili effetti sulla economicità aziendale, in FERRARIS FRANCESCHI, ROSELLA (a cura di), *Privatizzazioni e problemi di governance (Esperienze a confronto: il caso tedesco)*. Torino: Giappichelli, 2002.

TESAURO, GIUSEPPE. *Diritto dell’Unione Europea*. Padova: CEDAM, 2012.

TORRENTE, ANDREA, E PIERO SCHLESINGER. *Manuale di Diritto Privato*. Milano: Giuffrè, 2011.

TRIGGIANI, ENNIO. *Il Trattamento della Clausola della Nazione più Favorita*. Napoli: Jovene, 1983.

TRIMARCHI BANFI, FRANCESCA. “Organizzazione economica ad iniziativa privata e organizzazione economica ad iniziativa riservata negli articoli 41 e 43 della Costituzione.” *Politica del Diritto* (1992).

UNCTAD. *Bilateral FDI Statistics*, 2014.

UNCTAD. *Denunciation of the ICSID convention and BITs: Impact on Investor-State claims*, International Investment Agreement Database, n. 2, 2010.

UNCTAD. FDI/TNC database.

UNCTAD. *Trade and Development Report*. United Nations New York and Geneva, 2005.

UNCTAD. *Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs*, vol. I. United Nations New York and Geneva, 2009.

UNCTAD. *World Investment Report 2002: Transnational Corporations and Export Competitiveness*.

UNCTAD. *World Investment Report 2006: FDI from Developing and Transition Economies, Implications for Development*.

UNCTAD. *World International Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*.

UNCTAD. *World International Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*.

UNCTAD. *World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development*.

UNCTAD. *World International Report 2010: Investing in a Low-Carbon Economy*.

UNCTAD. *World International Report 2011: Non-equity Modes of International Production and development*.

UNCTAD. *World International Report 2012: Towards a New Generation of Investment Policies*.

UNCTAD. *World International Report 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development*.

UNCTAD. *World International Report 2014: Investing in the SDGs, An Action Plan*.

UNCTAD. *World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance*.

VALDANI, ENRICO. *Marketing Globale: la Gestione Strategica nei Mercati Internazionali*. Milano: Egea, 1991.

VERBEKE, ALAIN. *International Business Strategy*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

VILLANI, UGO. *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*. Bari: Cacucci Editore, 2013.

VISENTINI, GUSTAVO. *Partecipazioni pubbliche in società di diritto comune e di diritto speciale*. Milano: Giuffrè, 1979.

VISENTINI, GUSTAVO. *Argomenti di diritto commerciale*. Milano: Giuffrè, 1997.

YAMIN, MO, E RUDOLF R. SINKOVICS. "Infrastructure of Foreign Direct Investment." *Journal of World Business* vol. 44 (2009).