

Discussion papers

# I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici

*S. Alvaro, P. Ciccaglioni*



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA



Discussion papers

# I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici

*S. Alvaro, P. Ciccaglioni*



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Giovanni Siciliano (coordinatore), Francesco Adria, Simone Alvaro, Valeria Caivano, Monica Gentile, Nadia Linciano, Valerio Novembre, Paola Possenti, Isadora Tarola

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

## **Consob**

00198 Roma

Via G.B. Martini, 3

**t** 06.8477.1

**f** 06.8477612

**e** [mailto:studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

(direttore responsabile Alberto Aghemo)

# I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici

*S. Alvaro\*, P. Ciccaglioni \**

## Abstract

I Fondi Sovrani si sono affermati come uno dei principali investitori istituzionali sul mercato dei capitali mondiale. A fine 2011 gestivano *assets* per circa 4.600 miliardi di dollari USA, pari a circa il 6% del PIL mondiale; una stima per largo difetto del peso delle partecipazioni dei Fondi Sovrani sulla capitalizzazione dei mercati azionari dei principali paesi europei è pari a circa il 3%. In Italia oltre un terzo delle società quotate è partecipata da Fondi Sovrani, mentre questa percentuale è compresa fra il 15 e il 25% circa nei maggiori paesi europei. A partire dal 2005, i Fondi Sovrani hanno progressivamente diversificato il proprio portafoglio e aumentato la quota degli investimenti azionari. I Fondi hanno, inoltre, tentato di scalare alcune importanti società negli USA e in Europa e ciò ha accresciuto i timori dei Governi circa le possibili finalità strategiche degli investimenti dei Fondi medesimi. Vi sono evidenze che è essenzialmente a causa di questi timori che gli USA e molti Paesi europei hanno introdotto normative a difesa dei settori strategici. Il lavoro analizza in particolare le discipline introdotte in Francia, Germania e ultimamente in Italia, nel quadro dei vincoli posti dalla disciplina comunitaria relativamente alle deroghe previste per le limitazioni alla libera circolazione dei capitali.

JEL Classifications: G15, G38 e F21

\* CONSOB, Divisione Studi, Ufficio Studi Giuridici.

# Indice

1	Definizione e caratteristiche dei Fondi Sovrani	5
2	Statistiche sull'operatività dei Fondi Sovrani	8
3	L'impatto dell'operatività dei Fondi Sovrani e gli interventi delle istituzioni internazionali	14
4	Il dibattito politico-istituzionale alla base delle normative sui settori strategici	18
5	Le normative nazionali a tutela delle imprese strategiche	24
	5.A Discipline previste in paesi non appartenenti all'Unione Europea	26
	5.B Discipline dettate in Francia e Germania	30
6	Il caso italiano	32
7	Conclusioni	39
	<b>Bibliografia</b>	41

## 1 Definizione e caratteristiche dei Fondi Sovrani

La forte crescita dei cosiddetti Fondi Sovrani o *Sovereign Wealth Funds* (in seguito anche "SWF") ha portato all'attenzione delle organizzazioni internazionali e degli Stati nazionali alcuni problemi legati all'operatività di questa tipologia di fondi.

Essi si inseriscono nel più ampio insieme dei cosiddetti *sovereign investment vehicles*, nel quale generalmente vengono fatti rientrare soggetti molto diversi tra loro (ad esempio, banche centrali, imprese possedute dallo Stato, ecc.) ma accomunati da una matrice pubblicistica o dalle fonti di finanziamento utilizzate.

Un Fondo Sovrano è un fondo di investimento istituito o posseduto da un Governo, un'autorità monetaria nazionale o, comunque, da un'agenzia pubblica<sup>1</sup>.

I criteri adottati per classificare i Fondi Sovrani sono basati sulle fonti delle risorse utilizzate per finanziare gli investimenti e sulla finalità perseguita tramite gli stessi.

Sotto il primo profilo, si può distinguere tra Fondi che utilizzano fonti derivanti da surplus della bilancia dei pagamenti (a loro volta generati da entrate derivanti dalla vendita di materie prime o da esportazioni nette di beni e/o servizi) e Fondi che, invece, utilizzano fonti derivanti dal bilancio pubblico dello Stato (in taluni casi eventualmente integrate con risorse di investitori privati)<sup>2</sup>.

I Fondi Sovrani che derivano le loro fonti da riserve collegate alla vendita di materie prime (c.d. *commodity funds*) gestiscono il 55% del totale del patrimonio di tutti i SWF. Di questo 55%, il 54% è rappresentato da Fondi che utilizzano surplus derivanti da vendita di petrolio.

Per ciò che riguarda la finalità degli investimenti, i Fondi possono essere classificati sulla base dei seguenti criteri:

- a. *Stabilization funds*: Fondi costituiti dai Paesi che dispongono di ingenti risorse non rinnovabili al fine di preservare la ricchezza dello Stato nei momenti di flessione dei prezzi di tali risorse; tali investimenti mirano, pertanto, a ridurre

1 Il gruppo di lavoro *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (IWG), costituito dal Fondo Monetario Internazionale, ha definito i SWF come "fondi o strumenti di investimento di proprietà statale (del Governo centrale o di autorità subnazionali); sono quindi esclusi [dalla categoria] le riserve valutarie detenute dalle autorità monetarie, gli investimenti realizzati da imprese di proprietà pubblica e i fondi pensione; pur presentando una certa variabilità dal punto di vista istituzionale, risulta comunque chiara la distinzione di questi patrimoni dal bilancio ordinario degli Stati a cui appartengono" (traduzione da *International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles"*, 2008, 3). Sulla stessa linea si pone anche la definizione data dalla Commissione Europea nella sua Comunicazione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale, al Comitato delle Regioni "Per un approccio comune europeo ai Fondi Sovrani", n. 115/2008, del 27 febbraio 2008.

2 Il Fondo Monetario Internazionale (FMI, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, 29 febbraio 2008, 26), infatti, afferma che i "SWFs are special purpose public investment funds, or arrangements. These funds are owned or controlled by the government, and hold, manage, or administer assets primarily for medium to long-term macroeconomic and financial objectives. The funds are commonly established out of official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports. These funds employ a set of investment strategies which include investments in foreign financial assets".

l'impatto che la volatilità dei prezzi delle materie prime può avere sugli equilibri di finanza pubblica;

- b. *Saving funds*: Fondi che mirano a creare una riserva di ricchezza per le generazioni future nella prospettiva di un lungo periodo in cui le fonti non rinnovabili, i cui proventi alimentano tali Fondi, vengano ad esaurimento<sup>3</sup>;
- c. *Development funds*: Fondi finalizzati all'investimento in progetti socio-economici prioritari, quali ad esempio, la costruzione di infrastrutture;
- d. *Pension reserve funds*: Fondi finalizzati ad accrescere la solidità del sistema pensionistico<sup>4</sup>;
- e. *Fondi strategici*: Fondi costituiti al fine di investire in imprese nazionali di rilevante interesse strategico per aumentarne la competitività e promuoverne la crescita.

L'ultima tipologia di fondi si è sviluppata solo negli anni più recenti in Europa, dove sono stati costituiti diversi fondi definibili come "strategici" in Francia<sup>5</sup>, in Italia<sup>6</sup> e, seppur con modalità diverse, in Germania. In particolare, il *Fonds Stratégique d'Investissement* (FSI) francese e il *Fondo Strategico Italiano*, oltre a favorire lo sviluppo delle piccole e medie imprese, hanno come finalità quella di investire nel capitale di società di rilevante interesse nazionale o di interesse strategico.

3 FMI, *Stabilization and Saving Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications*, Occasional Paper, 2001.

4 FMI, *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, Working Paper, 2009, 9.

5 *Fonds Stratégique d'Investissement* (FSI), costituito nel gennaio 2008 presso la *Caisse des dépôts et consignations* (CDC). In particolare il Fondo francese, partecipato al 51% dalla Caisse e al 49% dal Governo francese, ha tra le sue finalità quella di "stabilizzare il capitale di quelle società la cui crescita comporta competitività per il Paese". "La doctrine d'investissement du FSI" prevede espressamente che il Fondo sia costituito per supportare: "1. le développement des petites et moyennes entreprises de croissance pour lesquelles il participe au financement en fonds propres via le Programme France Investissement (valeur d'entreprise inférieure à 100 millions d'euros); 2. des entreprises de taille moyenne (valeur d'entreprise comprise entre 100 millions et 2 milliards d'euros) qui disposent d'un potentiel de création de valeur, notamment parce qu'elles maîtrisent des technologies innovantes ou peuvent bâtir des positions de leader, pour lesquelles il joue un rôle de catalyseur de développement et d'innovation; 3. des entreprises de taille moyenne présentes sur des secteurs en phase de mutation qui, parce que leurs fondamentaux (notamment techniques, humains ou produits) sont sains, peuvent émerger comme acteur de référence de leur segment; par son intervention en fonds propres, le FSI joue alors le rôle d'accélérateur des redéploiements industriels; 4. des grandes et moyennes entreprises qui jouent un rôle important dans leur secteur et dont la stabilisation du capital rend possible la réalisation d'un projet industriel créateur de valeur, et donc de richesses en termes de compétences, de technologies et d'emplois".

6 Fondo Strategico Italiano (FSI) costituito nel 2011 presso la Cassa Depositi e Prestiti (CDP). Il FSI è partecipato al 90% dalla Cassa Depositi e Prestiti e al 10% da Fintecna (società interamente controllata dal Ministero dell'economia e delle finanze). L'istituzione del Fondo è stata disposta dall'art. 7 del decreto legge 31 marzo 2011, n. 34, convertito con modificazioni dalla legge 26 maggio 2011, n. 75, recante "Disposizioni urgenti in favore della cultura, in materia di incroci tra settori della stampa e della televisione, di razionalizzazione dello spettro radioelettrico, di partecipazioni della Cassa depositi e prestiti, nonché per gli enti del Servizio sanitario nazionale della regione Abruzzo". Detto articolo prevede che "Dopo il comma 8 dell'articolo 5 del decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, è inserito il seguente: «8-bis. Fermo restando quanto previsto al comma 8, CDP S.p.a. può altresì assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale in termini di strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese. Ai fini della qualificazione che precede, 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 di CDP S.p.a. ai sensi del presente comma".

Tali imprese sono quelle impegnate in progetti industriali idonei a creare valore in termini di ricchezza, occupazione e sviluppo di nuove tecnologie<sup>7</sup> e quelle che operano in settori ritenuti di rilevante interesse nazionale<sup>8</sup>.

Diversa è, invece, l'esperienza tedesca, dove il gruppo bancario *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW), oltre a svolgere funzioni tipiche bancarie, è recentemente divenuto anche una holding di partecipazioni assimilabile ai Fondi Sovrani francese ed italiano<sup>9</sup>.

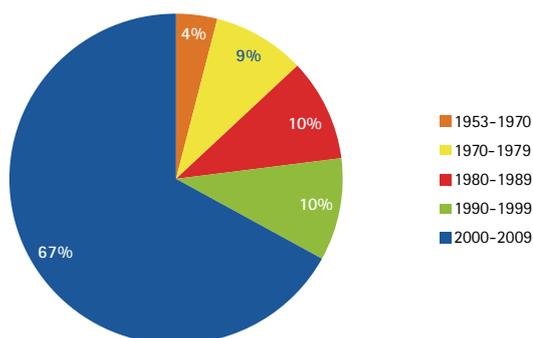
La *Caisse des dépôts et consignations* francese, la Cassa Depositi e Prestiti italiana (soggetti che controllano, rispettivamente, il fondo strategico francese e italiano), insieme alla citata *Kreditanstalt für Wiederaufbau* e all'*European Bank of Investment*, hanno dato vita, nell'aprile del 2009, ad un'associazione di investitori istituzionali a partecipazione pubblica, denominata "*Club degli investitori a lungo termine*"<sup>10</sup>.

- 7 Sul punto si veda "*La doctrine d'investissement du FSF*" in cui lo stesso Fondo dichiara che il suo scopo è quello di "*investire soprattutto in aziende strategiche, sotto il profilo della competitività, del possesso di competenze, tecnologie e della capacità di creare occupazione per il territorio nazionale ed europeo*" (in <http://www.fonds-fsi.f.>). In Italia sono previste tre condizioni, al rispetto delle quali è sottoposta la possibilità che il Fondo possa partecipare al capitale sociale: le imprese devono essere in condizione di equilibrio economico-finanziario, avere adeguate prospettive di redditività e significative prospettive di sviluppo.
- 8 L'ordinamento francese ha identificato tali settori con il decreto 30 dicembre 2005 n. 1739 "*Sulla regolazione dei rapporti finanziari con l'estero e l'applicazione dell'articolo L. 151-3 del codice monetario e finanziario*". In base a tale normativa sono considerate strategiche le imprese che operano nei seguenti settori: difesa, antiterrorismo, ricerca e produzione di agenti patogeni e di armi chimiche, tecnologie per le intercettazioni, tecnologie dell'informazione, sicurezza privata e gioco d'azzardo. In Italia la definizione di "*imprese strategiche o rilevanti per l'interesse nazionale*" è stata demandata ad un Decreto Ministeriale, emanato l'8 maggio 2011 che ha definito come settori strategici i seguenti: difesa, sicurezza, infrastrutture e pubblici servizi, trasporti, comunicazione, energia, assicurazioni, intermediazione finanziaria, ricerca e alta tecnologia. Ma sul punto si veda il paragrafo 6 del presente lavoro.
- 9 La sua diversa natura giuridica e lo stretto vincolo che lo lega al Governo federale tedesco, tuttavia, ne impediscono, per alcuni, la piena omologazione al *genus* dei Fondi Sovrani. Come detto il KfW è formalmente un gruppo bancario avente natura di agenzia di diritto pubblico. Storicamente, nasce nel 1948 (con la legge istitutiva *Gesetz über die Kreditanstalt für Wiederaufbau*, emanata il 5 novembre 1948) con l'obiettivo di coordinare l'utilizzo dei fondi del Piano Marshall per la ricostruzione e il sostegno alle imprese. Tale legge è stata oggetto di più modifiche, l'ultima delle quali è intervenuta nell'ottobre del 2006. Il KfW è posseduto all'80% dallo Stato e al 20% dai Länder, opera sotto la vigilanza dei Ministeri delle finanze e dell'industria e contrae prestiti o emette obbligazioni direttamente garantiti dal Governo federale.
- 10 Tale club, aperto a tutti i soggetti investitori che condividono l'idea della necessità di operare investimenti a lungo termine, al fine di promuovere la crescita e la stabilità economica globale, conta ad oggi 14 membri di natura diversa: accanto ai quattro fondatori siedono, infatti, altri Fondi Sovrani, fondi pensione, nonché banche e Casse di deposito e prestito, che danno vita ad un club piuttosto variegato. Tra i soci sono da segnalare, infatti, il Fondo Sovrano di Abu Dhabi "*Mubadala*", il fondo pensione canadese *Ontario Municipal Employees Retirement System*, l'APG olandese, società che gestisce diversi fondi pensione, alcune banche, quali la *Bank Gospodarstwa Krajowego* (BGK) polacca, la *Industrial Development Bank of Turkey* (TSKB), la *China Development Bank* (CDB) e la banca russa *Vnesheconombank*, la *Caisse de dépôt et placement du Québec*, la *Caisse de Dépôt et de Gestion* (CDG) del Marocco e la *Infrastructure Development Finance Company Limited* (IDFC), società indiana di gestione dei servizi finanziari. La prima, importante, realizzazione di questa integrazione è stata la creazione di due fondi, noti come *InfraMed* e *Marguerite*; il primo, nato da un accordo siglato a Parigi il 26 maggio del 2010 tra i 4 fondatori del Club, la *Caisse de Dépôt et de Gestion* del Marocco (CdG) e l'egiziana *Efg-Hermès*, è destinato a diventare il più grande fondo infrastrutturale dell'area del Mediterraneo, in particolare nelle sponde sud ed est. Opererà nei settori dell'energia, dell'ambiente, delle telecomunicazioni, dei trasporti e delle infrastrutture urbane. *Marguerite* è, invece, un fondo *equity* per il finanziamento delle infrastrutture europee, costituito dai quattro fondatori assieme alle Banche Centrali di Spagna e Polonia (vedi sito web <http://www.margueritefund.eu/>). Le regole che presidono agli investimenti di tale fondo sono molto chiare: vi è una ripartizione su base proporzionale dei settori nei quali investire (trasporti per 30-40%, energia per 25-35% ed energie rinnovabili mature per un massimo di 35-45% del totale del fondo) e la regola anti-concentrazione, per cui non più del 20% del totale del fondo può essere investito in un unico Paese dell'UE. Più recenti (del 9 gennaio 2012

## 2 Statistiche sull'operatività dei Fondi Sovrani

Lo sviluppo dei Fondi Sovrani è un fenomeno relativamente recente. Infatti, come si evince dalla Figura 1, la maggior parte dei Fondi Sovrani esistenti (67%) ha visto la luce dopo il 2000.

Figura 1 Distribuzione dei Fondi Sovrani per anno di istituzione



Fonte: nostre elaborazioni su dati Preqin.

Il grande sviluppo dei Fondi Sovrani a livello globale si affianca a cambiamenti nelle strategie di investimento perseguite.

Infatti, fino a circa 5 anni fa, i Fondi Sovrani adottavano politiche di investimento molto conservatrici e il loro patrimonio era investito in larga parte in titoli di Stato statunitensi<sup>11</sup>.

A partire dal 2007, l'aumento vertiginoso del prezzo del petrolio e di altre materie prime ha consentito ai paesi ricchi di tali beni di accrescere notevolmente le risorse destinate ai Fondi Sovrani e ciò ha reso i Fondi stessi più propensi a diversificare i propri portafogli e a investire in strumenti azionari. Allo stesso tempo, la svalutazione del dollaro ha indotto i Fondi Sovrani a ridurre l'esposizione verso i titoli di stato Usa.

La Tavola 1 mostra, infatti, come fra il 2007 e il 2011 il patrimonio gestito dai Fondi Sovrani sia cresciuto da 2 a 4,6 mila miliardi di dollari Usa, passando dal 3% al 6% circa del PIL mondiale.

e 21 dicembre 2011) sono le acquisizioni, tramite il fondo Marguerite, del più grande impianto fotovoltaico europeo, in Francia, vicino Nancy (*Tour Rosieres*) e di un altro importante impianto eolico belga (C. Power's).

11 Tuttavia, nel 1987 suscitò clamore l'acquisto, da parte del fondo kuwaitiano *Kuwait Investment Authority*, di oltre il 20% delle azioni del gigante dell'industria petrolifera *British Petroleum*, da poco privatizzata. In quell'occasione, il Governo britannico, ritenendo tale situazione incompatibile con gli interessi nazionali, intervenne con pressioni politiche, imponendo sostanzialmente al fondo di cedere oltre la metà della propria partecipazione.

**Tavola 1 Patrimonio gestito dai Fondi Sovrani**

Anno di riferimento	Numero fondi	Totale patrimonio gestito (miliardi dollari Usa)	Patrimonio gestito in % del PIL mondiale
2007	45	2.000	3,0%
2008	49	3.000	4,3%
2009	53	3.200	4,6%
2010	53	3.600	4,9%
2011	58	4.600	5,9%

Fonte: nostre elaborazioni su dati Preqin e FMI.

La Tavola 2 mostra che i maggiori Fondi Sovrani sono stati istituiti in Paesi asiatici e del medio-oriente; infatti i Fondi di tali Paesi rappresentano il 60% del numero dei Fondi e gestiscono il 76% del patrimonio complessivo amministrato dai Fondi Sovrani.

**Tavola 2 Distribuzione dei Fondi Sovrani per area geografica di provenienza**  
(dati a marzo 2012)

Aree geografiche di provenienza	% numero di Fondi	% del patrimonio gestito
Asia	29%	44%
Medio Oriente e Nord Africa	31%	32%
Europa	8%	18%
America Latina	10%	2%
Nord America	8%	2%
Australia	7%	2%

Fonte: nostre elaborazioni su dati Preqin.

Il settore dei Fondi Sovrani è estremamente concentrato. I primi 5 Fondi Sovrani detengono più del 50% dell'intero patrimonio gestito dai SWF e i primi 10 Fondi Sovrani circa il 75% (Tavola 3).

Per ciò che riguarda le scelte di *asset allocation*, la Tavola 4 mostra come per alcuni dei principali Fondi Sovrani le azioni abbiano un peso rilevante sul patrimonio, mentre solo per pochi gli investimenti immobiliari risultano significativi; il peso delle obbligazioni, invece, è molto variabile.

**Tavola 3 Primi 30 Fondi Sovrani per patrimonio gestito**  
(dati ad aprile 2011)

	Paese	Fondo Sovrano	patrimonio gestito (miliardi dollari Usa)	% cumulata su totale
1.	UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	625	15,7
2.	Norvegia	Government Pension Fund – Global	530	29,0
3.	Cina	SAFE Investment Company	347	37,7
4.	Cina	China Investment Corporation	332	46,0
5.	Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	315	53,9
6.	Cina – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293	61,4
7.	Kuwait	Kuwait Investment Authority	202	66,4
8.	Singapore	Temasek Holdings	140	69,9
9.	Cina	National Social Security Fund	120	72,9
10.	UAE – Dubai	Dubai World	100	75,4
11.	Russia	National Welfare Fund	88	77,6
12.	Qatar	Qatar Investment Authority	80	79,6
13.	Australia	Australian Future Fund	71	81,4
14.	Libia	Libyan Investment Authority	70	83,1
15.	Algeria	Revenue Regulation Fund	61	84,7
16.	Brunei	Brunei Investment Agency	39	85,7
17.	US – Alaska	Alaska Permanent Fund	39	86,7
18.	Korea del Sud	Korea Investment Corporation	37	87,5
19.	Malesia	Khazanah Nasional	36	88,5
20.	Kazakistan	Kazakhstan National Fund	30	89,2
21.	Kazakistan	Samruk Kayna National Welfare Fund	29	89,9
22.	Venezuela	National Development Fund	27	90,6
23.	Francia	Strategic Investment Fund	26	91,2
24.	Russia	Reserve Fund	25	91,8
25.	Azerbaijan	State Oil Fund	24	92,4
26.	UAE – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	23	93,0
27.	Irlanda	National Pensions Reserve Fund	22	93,6
28.	UAE – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	21	94,1
29.	Canada	Alberta's Heritage Fund	15	94,4
30.	US –New Mexico	New Mexico State Investment Council	15	94,7
		<i>Totale</i>	<i>3.767</i>	<i>94,7</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati Preqin.

**Tavola 4 Asset Allocation dei principali Fondi Sovrani per patrimonio gestito**  
(dati ad aprile 2011)

	Azioni	Obbligazioni	Immobili	Altro
Abu Dhabi Investment Authority	45 - 70%	10 - 20%	10%	15%
Government Pension Fund – Global	60%	40%		
SAFE Investment Company	25%	76%		
China Investment Corporation	73%	12%		12%
Government of Singapore Investment Corporation	59%	22%	10%	9%
Kuwait Investment Authority	50%	33%		17%
Temasek Holdings	100%			
National Social Security Fund	30%	63%		7%
National Welfare Fund	10%	90%		

Fonte: nostre elaborazioni su dati Preqin e siti dei singoli Fondi Sovrani. Dati arrotondati e parzialmente stimati.

Con specifico riferimento agli investimenti azionari, sebbene il portafoglio delle partecipazioni risulti molto diversificato, è possibile individuarne tre principali settori di interesse dei Fondi Sovrani: a) risorse naturali (carbone, petrolio, gas naturale, e metalli); b) industrie collegate a tali settori (trasformazione, energie rinnovabili, trasmissione dell'energia); c) servizi finanziari.

Come può notarsi dalla Figura 2, nel 2008 nell'ambito degli investimenti azionari, quelli effettuati nel settore finanziario rappresentavano il 75% del totale (si stima che tra il 2007 e il 2008 i Fondi Sovrani abbiano investito in istituzioni finanziarie occidentali circa 55 miliardi di dollari)<sup>12</sup>. Nel 2009 si è assistito, invece, ad un'inversione di tendenza, con forti investimenti azionari nei settori non finanziari (automobilistico<sup>13</sup>, infrastrutture e industria di lusso)<sup>14</sup>. Nel 2010 il settore finanziario è tornato ad essere quello in cui i Fondi Sovrani hanno investito maggiormente, dal

12 Ad esempio, il Fondo Sovrano di Singapore, il Government Investment Corporation, ha partecipato nel 2007 sia alla ricapitalizzazione di UBS (sottoscrivendo una quota di poco inferiore al 10%), sia all'aumento di capitale di Citigroup, nel gennaio del 2008, con un investimento di 6,68 miliardi di dollari. All'aumento di capitale di Citigroup ha partecipato anche il Fondo Sovrano del Kuwait con 3 miliardi di dollari; lo stesso Fondo ha anche preso parte alla ricapitalizzazione di Merrill Lynch, insieme a quello della Corea del Sud. Anche negli anni successivi all'esplosione della crisi globale i Fondi Sovrani hanno continuato a manifestare forte interesse per gli investimenti nel settore bancario: infatti nella lista delle dieci operazioni più rilevanti effettuate dai SWF, redatta annualmente dal Sovereign Wealth Institute (istituto americano specializzato nell'analisi delle transazioni effettuate dai Fondi Sovrani) sia nel 2010 che nel 2011 compaiono molte operazioni riguardanti il settore bancario: in particolare, si segnala nel 2010 l'investimento del Fondo Sovrano del Qatar, la Qatar Investment Authority, nella Agricultural Bank of China e nel Banco Santander e, nel 2011, in Barclays e in Credit Suisse.

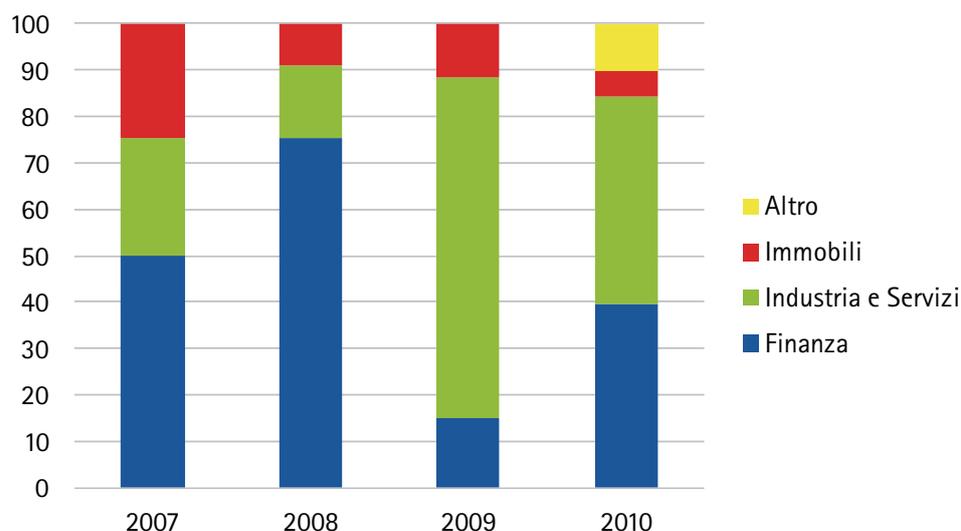
13 Nella Figura 2, all'interno della categoria "Industria e Servizi" sono ricompresi, anche, il settore automobilistico e dei trasporti, nei quali nel 2009, si è concentrato quasi il 50% del valore degli investimenti effettuati dai SWF (rispettivamente il 25,3% nel primo e il 21,7% nel secondo).

14 Nel 2009, il fondo Qatar Investment Authority ha investito 13,2 miliardi di dollari nelle ferrovie del Qatar, 9,9 miliardi nel 10% di Porsche e altri 4,6 miliardi nel 17% di Volkswagen. L'International Petroleum Investment Company (Abu Dhabi) ha investito 4,3 miliardi di dollari in Cespa, compagnia petrolifera spagnola, 2,6 miliardi nella casa automobilistica tedesca Daimler e altri 2,3 miliardi in Borealis, società chimica canadese. La China Investment Corporation ha investito 1,9 miliardi di euro nell'indonesiana PT Bumi, il più grande produttore mondiale di carbone, e altri 1,5 miliardi nella Teck Resource, importante gruppo minerario canadese; recente la sua acquisizione dell'8,7%, della Thames Water, società di gestione idrica di Londra (21 gennaio 2012).

momento che il 40% circa del valore degli investimenti azionari effettuati si è concentrato in tale settore.

I Fondi Sovrani hanno acquistato anche partecipazioni in *hedge fund* e fondi di *private equity*<sup>15</sup>, nonché in società di gestione dei mercati di strumenti finanziari (tra le quali il London Stock Exchange, partecipata dal Fondo Sovrano di Dubai e dal Fondo del Qatar)<sup>16</sup>.

**Figura 2 Ripartizione percentuale del flusso degli investimenti azionari dei Fondi Sovrani per settore industriale negli anni 2007-2010**



Fonte: nostre elaborazioni su dati Monitor Group/Fondazione Eni Enrico Mattei.

I dati disponibili per il solo 2010 mostrano che, salvo alcune rilevanti eccezioni, i maggiori Fondi Sovrani investono prevalentemente al di fuori del proprio paese di istituzione (Tavola 5).

Per quanto riguarda, più in particolare, la distribuzione geografica degli investimenti azionari, e sempre con riferimento al solo 2010, la Figura 3 mostra che gli investimenti maggiori sono effettuati in Asia, Europa e Nord America.

15 Il fondo di Abu Dhabi ha acquistato il 7,5% della società di *private equity* Carlyle Group e il 9% di Apollo Management, mentre quello di Dubai ha comprato il 9,9% dell'*hedge fund* Och-Ziff Capital Management Group; particolare interesse ha suscitato l'acquisto, da parte di China Investment Corporation, del 10% del fondo di *private equity* Blackston; la China Investment Corporation, tra le altre cose, ha acquistato quote della statunitense Jc Flowers, fondo specializzato in investimenti nel settore finanziario.

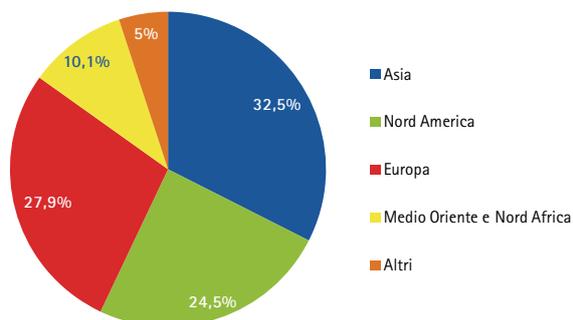
16 In particolare, Borse Dubai Limited, controllata al 60% dalla Investment Corporation of Dubai, partecipa al capitale della London Stock Exchange in misura pari al 20,6%, mentre Qatar Investment Authority possiede una quota pari al 15,08% (LONDON STOCK EXCHANGE GROUP, *Delivering on our strategy. Getting in shape, Leveraging our assets, Developing opportunities*, Annual Report, 2011, 59). Tali Fondi, inoltre, hanno acquistato e poi ceduto rilevanti partecipazioni in Nasdaq e OMX, società che gestisce diversi mercati regolamentati del Nord Europa.

**Tavola 5 Distribuzione degli investimenti effettuati nel 2010 di alcuni dei principali Fondi Sovrani tra mercato domestico ed estero**

Fondo Sovrano	Paese di istituzione del fondo	investimenti sul mercato domestico	investimenti sul mercato estero
Abu Dhabi Investment Authority	Abu Dhabi	0%	100%
Government Pension Fund – Global	Norvegia	0%	100%
SAFE Investment Company	Cina	0%	100%
China Investment Corporation	Cina	≥50	≤50
Government of Singapore Investment Corporation	Singapore	0%	100%
Kuwait Investment Authority	Kuwait	0%	100%
Temasek Holdings	Singapore	32%	68%
National Social Security Fund	Cina	93%	7%
Dubai World	Dubai	0%	100%
Qatar Investment Authority	Qatar	0%	100%

Fonte: nostre elaborazioni su dati dei siti dei Fondi Sovrani.

**Figura 3 Ripartizione del valore degli investimenti azionari effettuati nel 2010 dai Fondi Sovrani per destinazione geografica**



Fonte: nostre elaborazioni su dati Preqin.

La Tavola 6 mostra, infine, alcuni dati più dettagliati circa la presenza e il peso dei Fondi Sovrani nelle società quotate di alcuni dei maggiori Paesi europei, sulla base dei dati riportati dal database di Preqin (società leader nell'analisi di Fondi Sovrani) e dei dati rilevati direttamente dai siti dei Fondi Sovrani che riportano informazioni di dettaglio delle partecipazioni.

In particolare, può notarsi come i Fondi Sovrani detengono partecipazioni azionarie nel 36% circa delle società quotate in Italia, nel 25% di quelle del Regno Unito, mentre tale dato scende tra il 17% e il 19% per quanto riguarda le società tedesche e francesi.

Dette partecipazioni raggiungono, nelle borse dei quattro principali Paesi europei citati, una soglia tra il 2% e il 3% della capitalizzazione della borsa.

Tali dati devono peraltro essere letti come stime al ribasso, in quanto dal monitoraggio effettuato con riferimento ai 64 Fondi Sovrani esistenti, emerge che soltanto 11 forniscono pubblicamente (in tutto o in parte) i dati di dettaglio sulle partecipazioni detenute in società quotate<sup>17</sup>.

**Tavola 6 Peso dei Fondi Sovrani nelle borse dei principali Paesi europei**  
(dati al 31 dicembre 2010)

	numero società quotate partecipate dai SWF	% società quotate partecipate da SWF	valore delle partecipazioni dei Fondi Sovrani in % della capitalizzazione di borsa
Italia	102	35,6%	2,2%
Francia	172	19,0%	2,0%
Germania	174	16,5%	2,6%
Regno Unito	400	24,6%	3,0%

Fonte: nostre elaborazioni su dati Consob, Preqin e siti dei Fondi Sovrani.

### 3 L'impatto dell'operatività dei Fondi Sovrani e gli interventi delle istituzioni internazionali

L'accresciuta rilevanza dei Fondi Sovrani nei mercati finanziari ha generato un intenso dibattito in merito agli aspetti positivi e negativi ricollegabili alla loro operatività.

Per quanto concerne gli effetti positivi, questi sono legati essenzialmente all'elevato livello di liquidità che tali investitori sono in grado di assicurare ai mercati finanziari su scala mondiale. Inoltre, i Fondi Sovrani generalmente effettuano investimenti di lungo periodo, il che consente di ricollegare alla loro operatività i seguenti effetti positivi:

- a. sostengono attività imprenditoriali contribuendo ad abbassare il costo del capitale di rischio e a dare spessore ai mercati finanziari;
- b. contribuiscono a ridurre la volatilità dei mercati finanziari, mantenendo posizioni "lunghe" anche durante le flessioni del mercato e operando in contrasto con i *trend* di mercato.

Infine, quando i Fondi Sovrani effettuano investimenti diretti, la loro azione può avere un effetto sull'occupazione o sulla crescita del prodotto degli Stati destinatari degli investimenti. In numerosi casi, infatti, i Fondi hanno partecipato a operazio-

<sup>17</sup> L'International Petroleum Investment Company e il Mubadala Development Company provenienti dall'Emirato di Abu Dhabi, il Dubai World e il fondo libico Libyan Investment Authority, il Temasek di Singapore nonché i fondi provenienti dalla Malesia, Norvegia, Irlanda, Australia e gli statunitensi Alberta e Alaska.

ni di aumenti di capitale, contribuendo, per tale via, ad immettere nuove risorse nel mercato e, quindi, a sostenere la crescita dei paesi in cui investono.

Diversi possono essere anche i potenziali effetti negativi legati ai SWF, tra i quali:

- a. la scarsa trasparenza circa la dimensione dei capitali gestiti, la composizione dei portafogli e gli obiettivi di investimento;
- b. il rischio di comportamenti che configurino abusi di mercato;
- c. il pericolo di investimenti motivati da ragioni politiche o strategiche.

Per quanto riguarda il primo profilo, l'opacità può rappresentare un pericolo poiché gli investitori che detengono partecipazioni in un'impresa nella quale partecipa anche un Fondo Sovrano possono avere interesse a conoscere la composizione del portafoglio azionario del Fondo stesso e a capirne gli obiettivi di investimento. Questi timori assumono particolare rilievo alla luce del fatto che una recente analisi ha mostrato come, su un campione di 44 Fondi Sovrani, solo 17 hanno un livello di trasparenza in linea con standard ritenuti 'minimi'<sup>18</sup>.

Con riferimento al rischio di comportamenti abusivi, occorre rilevare che, data l'opacità che caratterizza le modalità operative di taluni Fondi Sovrani, i Governi gestori dei Fondi Sovrani possano giovare di informazioni riservate di cui dispongono per motivi politici legati ad altre attività. Inoltre, poiché i Governi sono allo stesso tempo gestori e regolatori dei Fondi Sovrani, si potrebbe concretizzare il rischio che tale commistione di competenze renda i controlli sui Fondi meno efficaci.

Per ciò che concerne il pericolo di investimenti motivati da ragioni "strategiche", la principale fonte di timori che si registra a livello internazionale è costituita dalla possibilità che gli obiettivi perseguiti dai Fondi Sovrani non siano di natura esclusivamente economica o di semplice massimizzazione del valore degli investimenti ma che questi siano, invece, finalizzati ad assicurarsi il possesso di tecnologie avanzate (problema, questo, particolarmente sentito con riguardo alle società che lavorano nel settore della difesa<sup>19</sup>), a guadagnare l'accesso a risorse naturali o a migliorare la competitività delle imprese nazionali concorrenti di quelle partecipate<sup>20</sup>.

18 Si tratta di un'analisi svolta dal *Sovereign Wealth Fund Institute* utilizzando un indice di trasparenza basato sui seguenti criteri: "1. Fondi che forniscono informazioni sulla propria storia, sulle ragioni della loro creazione, sulle origini della ricchezza detenuta e sulla struttura proprietaria di matrice pubblica; 2. Fondi che forniscono report annuali aggiornati e certificati in modo autonomo; 3. Fondi che forniscono i dati sulle percentuali di possesso azionario detenute dai soggetti controllanti e la collocazione geografica di questi ultimi; 4. Fondi che forniscono il valore di mercato di tutto il proprio portafoglio, dei profitti e dei compensi dei managers; 5. Fondi che forniscono guidelines in relazione a standard etici, politiche di investimento e di enforcement relativamente alle stesse guidelines; 6. Fondi che forniscono chiaramente le proprie strategie ed i propri obiettivi; 7. (se applicabile alla fattispecie) Fondi che identificano chiaramente le proprie società sussidiarie (controllate e collegate) indicando i relativi contatti; 8. (se applicabile alla fattispecie) Fondi che forniscono dati identificativi dei managers esterni utilizzati; 9. Fondi che mantengono regolarmente il proprio sito web; 10. Fondi che forniscono l'indirizzo del proprio ufficio principale e informazioni quali il numero di telefono e di fax".

19 Nel novembre del 2007 fece scalpore l'acquisizione da parte di un Fondo Sovrano degli Emirati Arabi di una quota pari all'8,1% della società statunitense Advanced Micro Devices che produce e fornisce micro-chip anche al Dipartimento della Difesa statunitense.

20 Uno studio (C. BALDING, *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, HSBC School of Business, 2008), peraltro, analizzando gli investimenti effettuati dai Fondi Sovrani per capire se i loro investimenti fossero caratterizzati da

In ultima analisi, in ogni caso, occorre osservare come i rapporti tra taluni Fondi Sovrani e le imprese partecipate (o i governi dei paesi in cui queste risiedono) possono essere letti come un aspetto di un conflitto tra due diversi modelli di capitalismo: il capitalismo di mercato, tipico delle economie avanzate, e il "nuovo mercantilismo"<sup>21</sup>, tipico di quelle in via di sviluppo. In queste ultime lo Stato interviene in maniera capillare nell'economia, coordinando tutti gli interventi e acquistando in prima persona partecipazioni anche mediante i Fondi Sovrani. La differenza fra tale modello e quello affermatosi nei paesi occidentali sta nel fatto che *"l'unità il cui valore tende ad essere massimizzato è lo stesso Stato"*<sup>22</sup> e non la singola impresa. Da ciò discende un diverso ruolo dello Stato che, come detto, oltre a coordinare gli interventi finalizzati alla massimizzazione del proprio profitto, risulta essere anche un soggetto attivo sui mercati, attraverso investimenti diretti e di portafoglio. Tale approccio è ovviamente diverso rispetto a quello dei paesi ad economia avanzata, nei quali il libero mercato e la concorrenza tra le imprese sono principi di base sui quali si fonda l'attività economica.

Di una più ampia riflessione su tali aspetti (positivi e negativi) legati al maggior peso acquisito dai Fondi Sovrani nei mercati internazionali si sono fatti carico i Ministri delle finanze e i Governatori delle Banche Centrali riuniti a Washington in occasione del G7 del 19 ottobre del 2007. In tale sede le principali organizzazioni multilaterali internazionali, quali il Fondo Monetario Internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), furono invitate ad avviare *"una riflessione sul ruolo dei Fondi Sovrani e sui meccanismi per affrontare le sfide che essi pongono"*<sup>23</sup>.

Sulla scorta di tale mandato il Fondo Monetario ha dato vita all'*International Working Group of SWF* (di seguito anche "IWG") composto da rappresentanti di 24 Fondi Sovrani<sup>24</sup>, dal FMI stesso e da diverse altre istituzioni internazio-

motivazioni diverse da quelle economiche, è giunto alla conclusione per cui i SWF, sino alla data dello studio stesso, avevano agito come investitori razionali che seguivano logiche economiche, diversificando il proprio portafoglio sia con riferimento alle *asset classes* che agli Stati nei quali investivano.

21 Vedi R. J. GILSON e C. J. MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, in *Stanford Law Review*, 2008, nonché E. M. TRUMAN, *Sovereign Wealth Fund Acquisition and Other Foreign Government Investments in the United States: Assessing the Economic and National Security Implications*, Audizione presso la *Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs* del Senato USA del 14 novembre 2007.

22 R. J. GILSON e C. J. MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, op. cit., *supra* nota 21, 1346.

23 Dichiarazione dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle Banche Centrali del 19 ottobre 2007: *"Cross-border, market-based investment is a major contributor to robust global growth. In this context, we agreed that sovereign wealth funds (SWFs) are increasingly important participants in the international financial system and that our economies can benefit from openness to SWF investment flows. We see merit in identifying best practices for SWFs in such areas as institutional structure, risk management, transparency and accountability. For recipients of government-controlled investments, we think it is important to build on principles such as nondiscrimination, transparency, and predictability. We are committed to strengthening our dialogue with countries involved and look forward to discussing these issues at our Outreach Dinner later this evening. We ask the IMF, World Bank, and OECD to examine these issues. We will explore opportunities to enhance investment flows between our economies and continue our discussions on mutual recognition of comparable securities regimes"*; per una ricostruzione puntuale del dibattito, si vd. F. BASSAN, *Una regolazione per i Fondi Sovrani*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2009, 1, 98 ss.

24 In particolare si tratta dei rappresentanti dei Fondi Sovrani costituiti in Australia, Azerbaijan, Bahrain, Botswana, Canada, Cile, Cina, Emirati Arabi Uniti, Guinea equatoriale, Iran, Irlanda, Corea, Kuwait, Libia, Messico, Nuova Zelanda, Norvegia, Qatar, Russia, Singapore, Stati Uniti, Timor Est, Trinidad e Tobago.

nali, tra le quali la Banca Mondiale e la Commissione europea. Tale gruppo di lavoro ha elaborato una sorta di "codice" di condotta, (o, meglio, un insieme di "principi di comportamento")<sup>25</sup> composto da 24 *General Accepted Principles and Practices* – GAPP per i Fondi Sovrani, noti come "Principi di Santiago", rispetto ai quali ciascun Fondo Sovrano sceglie liberamente di aderire.

L'obiettivo perseguito dall'IWG è stato quello di incentivare gli Stati destinatari degli investimenti ad accordare ai Fondi Sovrani maggiore fiducia<sup>26</sup> evitando spinte protezionistiche.

In effetti, i Principi di Santiago sono finalizzati ad uniformare i comportamenti dei Fondi Sovrani proprio con riferimento ai tre profili di preoccupazione prima discussi: la definizione delle strategie investimento, la *governance* aziendale e il grado di responsabilità e trasparenza (*accountability*).

Tali principi richiedono che i Fondi siano trasparenti con riferimento alla propria struttura organizzativa, agli obiettivi e alle strategie di investimento. Particolarmente rilevante, dato il timore più volte citato riguardante l'ipotesi di investimenti "politico/strategici" effettuati dai Fondi, è il GAPP 19 che richiede che "se le decisioni di investimento sono dettate da ragioni diverse da quelle economiche e finanziarie, esse devono essere chiaramente espone nelle politiche di investimento ed essere rese pubbliche".

Una particolare attenzione è dedicata anche al tema del rapporto tra il Fondo e il Governo che lo ha istituito; il Fondo, ad esempio, non "deve cercare di ottenere vantaggi attraverso informazioni privilegiate o l'influenza inopportuna del Governo e deve rendere pubbliche quali siano le proprie forme di finanziamento" (GAPP 20).

Infine, il rispetto del principio della massima *disclosure* impone una serie di oneri ulteriori come la redazione di un report annuale nel quale siano rese pubbliche tutte le operazioni effettuate durante l'anno, la stesura di un rendiconto finanziario e di un resoconto della *performance* del Fondo<sup>27</sup>.

Anche la Commissione europea, in una sua Comunicazione<sup>28</sup>, si rivolge ai Fondi Sovrani richiedendo loro che si "*impegnino volontariamente al rispetto di determinate norme in materia di trasparenza e governance, garantendo così la chiarezza*

25 Secondo P. SAVONA e P. REGOLA (in *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi Sovrani e il grande negoziato globale*, Rubbettino, 2009, 92), infatti, i GAPP sono "principi (non codici e neanche regole, come richiesto dai paesi detentori dei Fondi Sovrani firmatari) di comportamento". Infatti, il Fondo Monetario non dispone della competenza ad emanare una normativa vincolante; per questo il termine "principi di Santiago" che definisce convenzionalmente tale codice di condotta, è utilizzato in senso atecnico. Si tratta, formalmente, di linee guide comportamentali, cui i Fondi Sovrani scelgono, liberamente, di aderire o meno, senza alcuna conseguenza giuridica sanzionatoria nel secondo caso; sul tema vd. F. BASSAN, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Edward Elgar Publishing, 2011, 46 ss..

26 Sulla carenza di fiducia nei confronti dei Fondi Sovrani si veda A. MONK, *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy and Governance*, in *New Political Economy*, 2009, 14, 458.

27 Nel 2009 (vd. "Dichiarazione di Kuwait" del 5/6 aprile 2009) i rappresentanti dei Fondi Sovrani presenti nell'IWG hanno deciso di continuare a riunirsi annualmente nel forum permanente *International Forum of Sovereign Wealth Funds* (IFSWF) al fine di monitorare l'applicazione dei Principi di Santiago e valutarne criticità e margini di miglioramento. L'ultimo *report*, presentato il 7 luglio 2011, è stato il "*IFSWF Members' Experiences in the Application of the Santiago Principles*".

28 Comunicazione per "Un approccio comune ai Fondi Sovrani", op. cit., *supra* nota 1.

sufficiente, per dissipare le preoccupazioni dell'opinione pubblica"<sup>29</sup>. In particolare, nella Comunicazione si fa riferimento a due profili specifici: il primo concerne la chiarezza dei sistemi di *governance* adottati, i quali dovrebbero assicurare la necessaria indipendenza nella gestione dei portafogli di investimento rispetto ad eventuali obiettivi politici dei Governi che li finanziano<sup>30</sup>.

Il secondo profilo ha riguardo alla trasparenza delle informazioni rese pubbliche dai Fondi: la Commissione ha richiesto un impegno per il raggiungimento di adeguati livelli di *disclosure* in merito alle dimensioni e alla fonte del patrimonio gestito, all'entità e alla diversificazione del portafoglio di investimento (con particolare attenzione alle partecipazioni di controllo detenute), all'uso della leva finanziaria, alle valute detenute e alla regolamentazione e vigilanza cui il Fondo è sottoposto<sup>31</sup>.

Ciò consentirebbe, infatti, secondo quanto affermato dalla Commissione, l'ottimale "*funzionamento delle market forces legate all'attivismo di tutti gli operatori di mercato e il controllo sull'operatività dei fondi*".

## 4 Il dibattito politico-istituzionale alla base delle normative sui settori strategici

Le preoccupazioni sull'operatività dei Fondi Sovrani discusse nel precedente paragrafo si sono diffuse in maniera significativa tra il 2005 e il 2007, quando i Fondi Sovrani hanno iniziato ad effettuare investimenti sempre più rilevanti (Cfr. Tavola 1), si sono orientati verso il mercato azionario ed hanno tentato delle scalate di imprese operanti in Paesi occidentali.

Alcune operazioni effettuate in quegli anni da taluni Fondi Sovrani, prima negli Stati Uniti e in Australia e successivamente in Europa, hanno contribuito ad alimentare il dibattito, rafforzando, inoltre, la convinzione circa la necessità di introdurre normative volte a limitare tali investimenti ogniqualvolta fosse minacciato l'ordine pubblico nazionale o altri interessi pubblici rilevanti.

Ad esempio, nel 2005, la China National Offshore Oil Corporation (CNOOC)<sup>32</sup>

29 *ivi*, punto 4.1.

30 Le indicazioni della Commissione si ispirano ai principi già contenuti nelle linee-guida redatte dal FMI (*Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, 2001) e dall'OCSE (*Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*) sul trattamento delle riserve di capitale e delle attività economiche gestite da imprese pubbliche. In particolare, la Commissione europea afferma che "*i principi della buona governance includono: la chiara ripartizione e separazione delle responsabilità nella struttura interna della governance di un Fondo Sovrano; l'elaborazione e la pubblicazione di una politica di investimento che definisca gli obiettivi globali delle attività dei fondi; l'autonomia operativa del fondo per conseguire gli obiettivi prefissati; la diffusione pubblica dei principi generali che disciplinano i rapporti tra i Fondi Sovrani e le autorità governative; la comunicazione dei principi generali di governance interna che forniscano assicurazioni sull'integrità dei fondi; l'elaborazione e la pubblicazione di politiche di gestione del rischio*" (vd. punto 4.3).

31 Lo stesso Parlamento europeo ha chiesto alla Commissione di riconoscere con maggiore forza come "*la trasparenza e la diffusione delle informazioni costituiscono il principio fondamentale per l'instaurazione di condizioni di reale parità e per il buon funzionamento dei mercati*" esternando "*preoccupazioni in merito alla mancanza di trasparenza di taluni SWF per quanto riguarda le attività che detengono, le loro strategie di investimento, i loro profitti e le loro strutture di governance*" (Risoluzione del Parlamento Europeo n. 294/2009 del 9 luglio 2008).

32 Società petrolifera *state-owned*, interamente partecipata dal Governo della Repubblica Popolare Cinese.

aveva lanciato un'offerta pubblica ostile, del valore di 18,5 miliardi di dollari, nei confronti della società petrolifera statunitense Unocal Corporation<sup>33</sup>.

A distanza di pochi mesi (29 novembre 2005) la Dubai Ports World (DPW), controllata dal Fondo Sovrano di Dubai "Dubai World", tentò un'acquisizione ostile della Peninsular and Oriental Steam Navigation Company (P&O), società che gestiva i principali porti degli Stati Uniti (compresi quelli di New York e del New Jersey), mediante un'offerta pubblica del valore di circa 5,7 miliardi di dollari.

In Australia, nel corso del 2007 e del 2008, suscitavano clamore gli ingenti investimenti effettuati dai Fondi Sovrani Temasek di Singapore e dal China Investment Corporation (CIC)<sup>34</sup>, nonché l'acquisto di una partecipazione rilevante (14,99%) della Rio Tinto (una delle maggiori società minerarie del mondo) da parte della Chinalco, una *State-owned enterprise* cinese.

Nel luglio del 2008 la Neptune Orient Lines - NOL, controllata dal Fondo Sovrano Temasek di Singapore, aveva tentato di acquisire la compagnia di trasporti marittima tedesca Hapag-Lloyd (quinto maggior gruppo mondiale operante nel settore dei container da trasporto marittimo) tramite un'offerta di 7 miliardi di dollari.

Le preoccupazioni riguardanti il rischio che i Fondi Sovrani effettuassero investimenti in imprese strategiche sono state oggetto di numerose dichiarazioni pubbliche di autorevoli esponenti politici<sup>35</sup> ed hanno dato il via a processi finalizzati

33 Per una ricostruzione delle acquisizioni cinesi (realizzate o semplicemente tentate) negli Stati Uniti in quegli anni si veda: G.C. HUFBAUER, Y. WONG, K. SHETH, *US-China Trade Disputes: Rising Tide, Rising Stakes*, in *Policy analyses in International Economics* n. 78, Peterson Institute for International Economics, 2006.

34 Per una ricostruzione dettagliata degli investimenti effettuati in Australia tra il 2007 e il 2008 dai Fondi Sovrani provenienti dalla Cina e da Singapore, F. CHONG, *Foreign Superpowers Eye Australia*, in *The Australian*, 18 febbraio 2008.

35 Nel dicembre 2007, intervenendo al Gulf Cooperation Council (GCC) tenutosi in Bahrain, Robert Kimmitt, US Deputy Treasury Secretary, dichiarò pubblicamente che gli investimenti dei fondi "possono suscitare degli interrogativi per la sicurezza nazionale" nonché per la stabilità finanziaria globale "dato il loro numero e la tendenza alla mancanza di trasparenza (che) aumentano la possibilità di impatti potenzialmente negativi". Successivamente, nel settembre 2008, Christopher Cox, all'epoca Presidente della Securities and Exchange Commission (SEC), evidenziò pubblicamente il problema connesso al "conflitto di interessi che può sorgere quando la proprietà e la gestione di un Fondo appartenga al governo, tenuto per legge a regolarlo" cfr. CRS Report for Congress, *Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress*, 3 settembre 2008. In Australia a seguito dei citati avvenimenti del 2007 e del 2008 si aprì una profonda riflessione politica che condusse nel 2008 alla modifica della normativa specifica della materia, nel presupposto che, come dichiarato ufficialmente dal Ministro del Tesoro australiano Hon Wayne, i SWF "potrebbero non operare solamente per le normali motivazioni commerciali e potrebbero perseguire obiettivi politici o strategie contrari all'interesse nazionale" (v. Comunicato ufficiale del Ministro del Tesoro che accompagna la presentazione delle Linee Guida il 17 febbraio 2008). Preoccupazioni erano state espresse anche dal Presidente della Commissione Europea, José Miguel Barroso, il quale aveva affermato che "la Commissione europea è realmente preoccupata per il modo in cui alcuni Fondi Sovrani di paesi terzi operano, anche se è indubbio che rappresentano per l'Europa una opportunità. I fondi di investimento europei pubblici e privati sono sottoposti a strette regole di governance e all'informazione; non possiamo permettere che i fondi non europei siano gestiti in modo opaco e utilizzati per realizzare strategie geo-politiche" (così nel proprio discorso ad Oslo del 24 febbraio 2008). In quegli anni all'interno dell'Unione Europea particolarmente preoccupato si era dimostrato, tra gli altri, anche il Presidente della Repubblica francese Nicolas Sarkozy che in più occasioni pubbliche aveva voluto manifestare i propri timori nei confronti dei Fondi Sovrani, soprattutto con riferimento alla mancanza di trasparenza dei relativi sistemi di governance. Già il 10 settembre 2007 il Presidente francese, al termine di una riunione con la Cancelliera tedesca Angela Merkel, aveva auspicato "un'attenzione particolare" per i settori nei quali la concorrenza è "distorta dai Fondi Sovrani". Nella seduta del 21 ottobre 2007, Sarkozy aveva proposto al Parlamento Europeo la creazione di Fondi Sovrani europei, uno per ciascuno Stato, che potesse fronteggiare la recessione e "difendere le industrie strategiche europee da possibili azioni ostili da parte di paesi non europei". L'8 febbraio del 2008 aveva inoltre dichiarato che "la Francia non assisterà inerte alla sempre maggiore potenza finanziaria dei Fondi Sovrani e di quelli che speculano con particolare audacia. È fuori que-

a introdurre nuove discipline nazionali in materia di investimenti stranieri e di tutela delle imprese nazionali ritenute strategiche, o a revisionare quelle già esistenti.

I dati relativi a tali normative, insieme a molti altri, sono confluiti in *report* di più ampio respiro prodotti annualmente dall'*United Nation Conference on Trade and Development* (UNCTAD) con la finalità di compiere un riepilogo delle regolamentazioni dei singoli stati circa in materia di investimenti stranieri diretti.

In tali *report* annuali, in particolare in quelli che vanno dal 2003 al 2008<sup>36</sup>, l'UNCTAD evidenzia come, mentre negli anni '80 e '90, il mondo aveva assistito ad una generale affermazione del principio della liberalizzazione finanziaria e, pertanto, i controlli sugli investimenti stranieri diretti erano stati praticamente eliminati in tutti i paesi con le economie maggiormente avanzate (oltre che nell'Asia orientale e in America latina)<sup>37</sup>, viceversa, tra il 2005 e il 2006 il numero delle nuove azioni politiche restrittive, piuttosto che liberalizzatrici risultava aumentato di circa il 20% annuo<sup>38</sup>.

Secondo alcuni<sup>39</sup> tali cambiamenti e la connessa entrata in crisi del dogma

*stione che la Francia resti senza reagire*" (Fonte: Reuters.com, 12 gennaio 2008). Anche il Comitato economico e sociale europeo, a sua volta, nel Parere del 5 novembre 2009 sul tema "*l'impatto dei fondi comuni di investimento chiusi (private equity), dei fondi comuni speculativi (hedge fund) e dei Fondi Sovrani sulle trasformazioni industriali in Europa*" affermò come "*numerosi governi OCSE hanno sottolineato l'importanza di controllare e possibilmente regolare i Fondi Sovrani. Si teme infatti che gli investimenti di questi fondi rappresentino una minaccia per la sicurezza nazionale, e la loro mancanza di trasparenza ha alimentato questa diatriba. Ciò provoca reazioni di protezionismo e di nazionalismo economico tra i paesi in cui tali investimenti vengono effettuati. Un'altra fonte di inquietudine è l'assenza del dovere di rendicontazione che potrebbe portare i Fondi Sovrani di investimento a distorcere o destabilizzare i mercati finanziari*" (Parere d'iniziativa n. 2010/C 128/10 del 5 novembre 2009).

- 36 Cfr. i *World Investment Report* dell'*United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD) degli anni 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008.
- 37 Tale tendenza risulta di tutta evidenza nei dati forniti nel 2003 dalla stessa UNCTAD, il cui report annuale riepilogativo delle regolamentazioni dei singoli stati circa gli investimenti dall'estero, dimostrava che tutti i paesi appartenenti all'OCSE erano sostanzialmente aperti agli investimenti stranieri diretti (anche) in campo finanziario. Più in particolare, se in passato talune restrizioni agli investimenti stranieri diretti si erano registrate nei settori delle risorse naturali, piantagioni, manifatturiero e, più recentemente, in quello della proprietà intellettuale (*cross border transfer of intellectual property*), viceversa detti investimenti diretti nel settore finanziario non avevano mai destato particolari preoccupazioni.
- 38 Cfr. prefazione dell'UNCTAD al *World Investment Report* del 2005: "*The conventional wisdom of developed countries as capital and technology exporters and developing countries as importers is gradually giving way to a more complex set of relationships. The geography of international investment flows is changing. Developing countries are emerging as outward investors, and their importance as recipients of foreign direct investment in more knowledge-intensive activities is increasing*". Sul tema della mutata geografia dei flussi di investimento diretti di quegli anni si vedano anche: COMMISSIONE EUROPEA, *Bilateral Trade Relations with Countries*, 2003; S. S. GOLUB, *Measures of Restrictions on Inward Foreign Direct Investment for OECD Countries*, OECD Economic Studies 36, 2003, 99; G. NICOLETTI, S. GOLUB, D. HAJKOVA, D. MIRZA, K.Y. YOO, *The Influence of Policies on Trade and Foreign Direct Investment*, OECD Economic Studies, 2003; B. COHEN, *Sovereign Wealth Funds and National Security: the Great Trade Off*, University of Santa Barbara, International Affairs 85, n. 4, 2009; M. SHEMIRANI, *Sovereign Wealth Fund and International Political Economy*, Ashgate, 2011, 2 ss.; R. GILPIN, *Global Political Economy of International Relations*, Princetown University Press, 1987; M. SORNARAJAH, *The International Law on Foreign Investment*, Cambridge University Press, 2010, 88 ss.; L. C. BACKER, *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State-Owned Enterprises and the Chinese Experience*, SSRN, 2010; U. BERNITZ e W-G. RINGE, *Company Law and Economic Protectionism*, Oxford, 2010; UNITED STATES GENERAL ACCOUNTABILITY OFFICE, *Laws and Policies Regulating Foreign Investments in 10 Countries*, febbraio 2008; M. LOSSANI, F. BERTONI e S. CHIARLONE, *Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri generali*, Brioschi, 2010; PRIGIONI, ZANNI, *I Fondi Sovrani e il nuovo ordine economico finanziario*, Rubbettino, 2008.
- 39 R. J. GILSON e C. J. MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, op. cit., supra nota 21.

della liberalizzazione finanziaria era proprio da ricollegarsi strettamente al fatto che i Fondi Sovrani risultavano essere "il risultato di una concentrazione di potere finanziario senza precedenti nei paesi emergenti"<sup>40</sup>.

Il fatto che tali normative nazionali a difesa delle imprese strategiche fossero state adottate essenzialmente per paura dei SWF si evince anche dalla Comunicazione<sup>41</sup> per "un approccio comune ai Fondi Sovrani"<sup>42</sup>, emanata all'epoca dalla Commissione europea.

La Commissione ha, infatti, rilevato che "all'interno della UE diversi Stati membri si interrogano sull'opportunità di reagire con strategie proprie [rispetto alla rapida espansione dei Fondi Sovrani]" e che "gli eventi recenti dimostrano che l'operato poco trasparente di alcuni Fondi Sovrani rischia di suscitare reazioni difensive (...). In effetti negli ultimi mesi diversi Stati membri sono stati incitati ad aggiornare la legislazione nazionale e a prendere in considerazione la possibilità di applicare deroghe ai principi di libera circolazione dei capitali e libertà di stabilimento".

La Commissione ha avvertito l'esigenza di intervenire per fornire dei criteri utilizzabili dagli Stati Membri impegnati a ridisegnare le proprie discipline nazionali tese a limitare gli investimenti dei Fondi Sovrani. Da un lato, ha richiamato gli Stati al rispetto dei principi di libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento contenuti nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea ("TFUE"). Dall'altro, ha chiarito come tali principi, nel quadro giuridico dell'Unione, non siano ricostruiti come libertà assolute. Difatti, se l'art. 63 del TFUE (già art. 56 del TCE) pone il principio generale per cui "sono vietate tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi"<sup>43</sup>, tale divieto viene temperato dalle disposizioni contenute nel successivo art. 65 TFUE (già art. 58 TCE) il quale afferma, tra l'altro, il diritto degli Stati di adottare misure in deroga a tale divieto se le restrizioni

40 P. SAVONA e P. REGOLA, *Il ritorno dello Stato padrone*, op. cit., supra nota 25, 32.

41 Come è noto le Comunicazioni sono classificabili come atti atipici di diritto secondario, non essendo contenuti nell'elenco dell'art. 288 TFUE (ex art. 249 del TCE); esse fanno parte del c.d. *soft law* comunitario, concetto di elaborazione dottrinale che racchiude tutti quegli atti astrattamente non vincolanti, ma, in ogni caso, produttivi di effetti giuridici. Nella tripartizione più raffinata che ha riguardo alla funzione che l'atto vuole svolgere si distingue tra: *pre-law* (strumenti preparatori di atti giuridici vincolanti quali Libri bianchi, Libri verdi), *post law* (strumenti di interpretazione di atti vincolanti quali linee guida, codici di condotta, comunicazioni interpretative) e *para law* (strumenti alternativi ad atti vincolanti quali raccomandazioni, pareri comunicazioni non interpretative), le Comunicazioni rientrano in tale ultima categoria in quanto veri e propri strumenti alternativi ad atti vincolanti, tanto che per parte della dottrina soltanto questa tipologia di atti sarebbe da considerarsi *soft law* dal momento che sarebbe "evidente lo scopo che si vuole raggiungere: dar vita ad un atto alternativo alla legislazione": vd. L. SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, Oxford, 2004, 112, A. POGGI, *Soft law nell'ordinamento comunitario. L'integrazione dei sistemi costituzionali europeo e nazionali*, Relazione tenuta al Convegno annuale dell'Associazione italiana dei costituzionalisti, Catania, ottobre 2005.

42 Caratteristica peculiare di tale Comunicazione è il suo approccio "bidirezionale" dal momento che con lo stesso atto la Commissione ha inteso rivolgersi tanto ai Paesi gestori dei Fondi Sovrani quanto agli Stati Membri destinatari degli investimenti, affermando che l'approccio corretto dovesse essere "quello di favorire un impegno coordinato per stabilire una serie di principi a garanzia della trasparenza, prevedibilità e responsabilità degli investimenti dei Fondi Sovrani".

43 Per restrizioni si intendono "le misure nazionali idonee a impedire o a limitare l'acquisizione di azioni nelle imprese interessate o che possano dissuadere gli altri Stati membri dall'investire nel capitale di queste ultime" (Sent. C. G. 23 ottobre 2007, causa C.122/05, Commissione/Repubblica federale di Germania).

risultano giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza<sup>44</sup>.

Per supportare gli Stati in questo lavoro di scrittura (o riscrittura) delle discipline atte a tutelare le imprese strategiche nazionali rispetto agli investimenti dei Fondi Sovrani, la Commissione ha richiamato gli orientamenti già espressi dalla Corte di Giustizia nella sua giurisprudenza consolidata in materia di *golden shares*<sup>45</sup>, *action spécifique*<sup>46</sup>, o, secondo l'ordinamento italiano, di poteri speciali dello Stato nelle società privatizzate<sup>47</sup>.

In tale contesto, la Corte di Giustizia ha enucleato il principio di diritto secondo cui gli interventi che l'Unione europea<sup>48</sup> e i singoli Stati Membri<sup>49</sup> decidono di

44 Le altre disposizioni che contengono eccezioni di tale genere sono contenute nell'art. 36 TFUE per i divieti e le restrizioni all'importazione o all'esportazione, nell'art. 45 TFUE per la libertà di circolazione dei lavoratori e nell'art. 52 TFUE per la libertà di stabilimento.

45 Termine utilizzato nella esperienza anglosassone per indicare quelle azioni di proprietà del Governo (*Special holder*), privilegiate nei diritti e riscattabile. La peculiarità del sistema anglosassone risiede nel fatto che nel Regno Unito non esiste una legge generale ed astratta applicabile a tutte le società privatizzate, ma singole leggi di privatizzazione di settore (*public utilities*) che attribuiscono ad ogni *golden share* posseduta dal Governo all'interno delle singole società privatizzate poteri diversi a seconda del settore di riferimento (Cfr. c. POSSE, *Privatizing public enterprises*, Oxford, 1991).

46 Termine utilizzato nell'esperienza francese per indicare i poteri (e le finalità per cui tali poteri possono essere esercitati) che la Legge (L. 86-912 e L. 93-923) ha voluto tipizzare ed attribuire al Governo in relazione a tutte le società privatizzate: si trattava del potere di esprimere il gradimento alle partecipazioni possedute da singoli azionisti (o da più soggetti agenti in concerto tra loro) superiori al 10%, la facoltà di nomina nel consiglio di amministrazione di uno o due rappresentanti dello Stato, ecc. (Cfr. P.G. MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Francia*, in *Le Privatizzazioni in Italia*, Milano, 1995, 264).

47 La giurisprudenza cui la Commissione fa riferimento è quella che prende le mosse dalla Sentenza 4 giugno 2002 – C-503/99 (Commissione/Belgio) riguardante la normativa belga che riconosceva allo Stato (nelle società *Distrigaz* e *Société nationale de transport par canalisations*) il diritto di nominare due rappresentanti del governo federale nell'ambito del consiglio d'amministrazione e il diritto di opposizione in relazione alle operazioni di cessione del controllo di una società (o di rami di azienda) o altri tipi di operazioni che potessero recare pregiudizio agli interessi nazionali. Si segnala che dal 2002 in poi ben 8 Stati Membri (tra i cui Francia, Germania, Regno Unito e Spagna), invocando la tutela delle proprie imprese strategiche, avevano introdotto normative a tutela della strategicità delle imprese che prevedevano poteri speciali, *golden shares* o *action spécifique*, per il tramite della tutela dell'ordine pubblico; di queste normative, soltanto quella belga, ha superato il vaglio di compatibilità con le disposizioni comunitarie operato dalla Corte di Giustizia. In ordine cronologico, si segnalano: Sentenza 4 giugno 2002 – C- 483/99, Commissione/Francia, Sentenza 4 giugno 2002 – C- 503/99, Commissione/Belgio, Sentenza 12 maggio 2003 – C - 98/01, Commissione/Regno Unito, Sentenza 13 maggio 2003 – C- 463/00, Commissione/Spagna, Sentenza 28 settembre 2006 – C- 282/04 e C- 283/04 Commissione/Paesi Bassi, Sentenza 23 ottobre 2007 – C- 112/05, Commissione/Germania, Sentenza 22 dicembre 2008 – C- 161/07, Commissione/Austria, Sentenza 26 marzo 2009 – C- 326/07, Commissione/Italia, Sentenza 10 novembre 2011 – C- 212/09, Commissione/Portogallo.

48 Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione (...) "*Per un approccio comune europeo ai Fondi Sovrani*", cit., *supra* nota 1, par. 3.1: "*Come stabilito dall'articolo 57, paragrafo 2, del TCE: in primo luogo la Comunità può adottare a maggioranza qualificata misure concernenti i movimenti di capitali provenienti da paesi terzi che comportano investimenti diretti. In secondo luogo non è escluso che la Comunità possa introdurre, all'unanimità, misure per limitare gli investimenti diretti. Il regolamento sulle fusioni consente agli Stati membri di adottare le opportune misure per tutelare interessi legittimi diversi dalla concorrenza. Tali misure devono essere necessarie, non discriminatorie e proporzionate oltre che compatibili con altre disposizioni del diritto comunitario. Sono considerati interessi legittimi la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione, le norme prudenziali; la Commissione può considerare legittimi altri interessi che le sono notificati e che essa esamina singolarmente. L'art. 64 del TFUE, oggi vigente, ha parzialmente riformulato l'art. 57 TCE, disponendo, al comma 2 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, adottano le misure concernenti i movimenti di capitali provenienti da paesi terzi o ad essi diretti, in relazione a investimenti diretti, inclusi gli investimenti in proprietà immobiliari, lo stabilimento, la prestazione di servizi finanziari o l'ammissione di valori mobiliari nei mercati finanziari. 3. In deroga al paragrafo 2, solo il Consiglio, deliberando secondo una procedura legislativa speciale, all'unanimità e previa consultazione del Parlamento europeo, può adottare misure che comportino un regresso del diritto dell'Unione per quanto riguarda la liberalizzazione dei movimenti di capitali diretti in paesi*

effettuare per limitare gli investimenti stranieri, devono necessariamente perseguire la finalità di tutela dell'ordine pubblico o della sicurezza nazionale, e, che conseguentemente le "motivazioni di natura puramente economica" non possono mai giustificare alcuna deroga al rispetto delle libertà comunitarie.

Nel caso specifico degli acquisti di partecipazioni di controllo nel capitale sociale di imprese strategiche nazionali effettuate dai Fondi Sovrani, la minaccia all'ordine pubblico consiste nella stessa possibilità del trasferimento del suo controllo in capo a investitori esteri<sup>50</sup>. Per tale ragione le discipline nazionali finalizzate ad impedire (o sottoporre a condizioni) tali acquisti sono da considerarsi, astrattamente, compatibili con i dettami comunitari.

Analogamente a quanto accaduto per le normative contenenti poteri speciali in capo agli Stati nei confronti delle società privatizzate, all'astratta legittimità deve affiancarsi una disciplina concreta che rispetti una serie di criteri, anch'essi consolidati nella giurisprudenza comunitaria. In particolare, per giustificare una deroga al rispetto del divieto di porre restrizioni alla libertà di capitali, è necessario che la minaccia del pregiudizio all'interesse nazionale sia grave e attuale, che lo strumento previsto rispetti i canoni della proporzionalità e che i criteri applicativi siano precisi, chiari e non arbitrari<sup>51</sup>.

La posizione della Commissione europea, peraltro, risulta in linea anche con quanto statuito dall'OCSE nel 2008 che, fedele al mandato del G7, aveva completato il quadro della regolazione internazionale presentando le proprie Linee Guida indirizzate ai paesi destinatari degli investimenti dei Fondi Sovrani<sup>52</sup>.

*terzi o provenienti da essi". Ad esso si aggiunge l'art. 66 TFUE (ex articolo 59 del TCE), il quale dispone 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, può prendere nei confronti di paesi terzi, e se strettamente necessarie, misure di salvaguardia di durata limitata, per un periodo non superiore a sei mesi".*

49 Afferma, a tal proposito la Commissione che i singoli Stati Membri "dispongono di strumenti che potrebbero essere usati per controllare e condizionare gli investimenti dei Fondi Sovrani o di tutti gli altri investitori e possono, inoltre, mettere a punto altre misure per affrontare situazioni particolari che dovessero presentarsi, nella misura in cui dette misure siano compatibili con il Trattato, proporzionate e non discriminatorie e non siano in contrasto con obblighi assunti a livello internazionale".

50 A titolo esemplificativo non possono sfuggire i pericoli – condivisi dalla stessa Commissione – che potrebbero derivare da una carenza di approvvigionamento di prodotti petroliferi ed energetici o da una discontinuità nell'erogazione di servizi pubblici, nonché le delicate tematiche connesse alla sicurezza degli impianti e delle reti dei servizi pubblici essenziali, alla difesa nazionale, alla sicurezza militare e alle emergenze sanitarie.

51 In sintesi può dirsi che la Commissione con la Comunicazione in esame riafferma il proprio favor per un mercato interno aperto anche agli investimenti transfrontalieri (compresi quelli dei Fondi Sovrani), ma al contempo avverte l'esigenza di "rassicurare" gli Stati sul fatto che sia l'Unione che ciascuno di loro ha a disposizione degli "strumenti specifici per formulare risposte adeguate alle sfide o ai rischi" (c.d. Principio di utilizzo degli strumenti esistenti; v. Comunicazione op. cit., supra nota 1, 11) che tali investimenti potrebbero portare alla sicurezza o all'interesse pubblico. Qualche mese dopo, nel luglio del 2008, il Parlamento Europeo nella citata Risoluzione, proprio al fine di coadiuvare gli Stati nella ricerca di soluzioni compatibili con le disposizioni comunitarie aveva chiesto alla Commissione Europea di "condurre un'analisi degli strumenti di cui l'Unione Europea dispone (ad esempio obblighi di trasparenza, diritti di voto, diritti degli azionisti e "golden share") per poter reagire in qualche modo nel caso di problemi di proprietà dovuti all'intervento degli SWF". Per un approfondimento sul tema vd. S. MEZZACAPO, *The So-called "Sovereign Wealth Funds": Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, Commissione europea, Economic Paper n. 378, aprile 2009.

52 Il Comitato Investimenti dell'OCSE ha presentato le "Linee guida sulle politiche dei Paesi riceventi nei confronti dei Fondi Sovrani" ("*Guidance on Recipient Country Policies Towards SWFs*") nel corso della tavola rotonda ministeriale

La scelta dell'OCSE nella redazione dei principi che compongono le Linee Guida è stata peculiare, dal momento che non sono stati introdotti principi di comportamento nuovi, specifici per i Fondi Sovrani; al contrario l'OCSE ha richiesto agli Stati destinatari degli investimenti dei Fondi Sovrani di applicare anche nei confronti di questi ultimi l'insieme di principi internazionali che regolano i rapporti tra un dato paese e un qualsiasi investitore straniero<sup>53</sup>.

La conseguenza è stata l'estensione ad un fenomeno nuovo, o comunque in forte crescita, quale quello degli investimenti effettuati dai Fondi Sovrani, di alcuni di principi consolidati quali: il principio di non discriminazione<sup>54</sup>, di trasparenza<sup>55</sup>, di progressiva liberalizzazione<sup>56</sup>, di non peggioramento (*standstill*)<sup>57</sup> e di liberalizzazione unilaterale<sup>58</sup>.

## 5 Le normative nazionali a tutela delle imprese strategiche

### 5.A Discipline previste in paesi non appartenenti all'Unione Europea

Nel 2007, a seguito dei sopra citati tentativi di acquisizioni di partecipazioni in imprese strategiche da parte di Fondi Sovrani (cfr. i casi sopracitati China National Offshore Oil Corporation e Dubai Ports World)<sup>59</sup>, il Congresso degli Stati Uniti decise

sui Principi di Santiago l'11 ottobre 2008. Il procedimento che ha condotto i Ministri di 33 Paesi OCSE all'approvazione di tale documento è stato particolarmente laborioso: inizialmente è stato presentato un primo Progetto, accompagnato dalla redazione di un Rapporto condiviso (il primo Progetto, *Freedom of Investment, National Security and Strategic Industries* e il Rapporto, *Sovereign Wealth Fund (Swfs) and Recipient Country Policies*, sono consultabili sul sito web dell'IWG). Successivamente, nel giugno del 2008, si è giunti all'approvazione di una Dichiarazione contenente l'impegno degli Stati destinatari a preservare e migliorare il clima favorevole nei confronti degli investimenti dei Fondi Sovrani, nonché delle Linee Guida, ufficializzate nell'ottobre dello stesso anno.

- 53 Tali principi sono contenuti nel *Code of Liberalisation of Capital Movements*, adottato nel 1961 e nella *Declaration on International Investment and Multinational Enterprises*, del 1976, rivista nel 2000.
- 54 Il rispetto di tale principio impone agli Stati di impegnarsi ad applicare anche nei confronti degli investitori stranieri, pur se residenti in paesi non OCSE, lo stesso trattamento previsto per quelli domestici.
- 55 Con tale principio si richiede agli Stati di far sì che nei casi in cui sia necessario derogare al principio della libera circolazione dei capitali, ogni misura restrittiva (che può consistere nella predisposizione di una normativa o di un meccanismo procedurale) sia trasparente, ovvero sia oggetto di una preventiva informazione, accessibile e completa, a disposizione dei soggetti destinatari.
- 56 Nell'estendere tale principio nei confronti dei Fondi Sovrani, gli Stati OCSE si impegnano ad eliminare, progressivamente e gradualmente, le barriere esistenti alla circolazione di capitali.
- 57 Tale clausola comporta l'impegno degli Stati a non porre in essere nuove limitazioni, a meno che non siano strettamente necessarie e proporzionali rispetto al fine perseguito.
- 58 Attraverso l'estensione di tale principio, si richiede che lo Stato che procede all'eliminazione delle barriere esistenti lo faccia nei confronti di tutti i Paesi, senza distinzione tra chi nei suoi confronti applica una misura analoga e chi no. La *ratio* di tale principio, tipico della regolamentazione OCSE, risiede nella velocizzazione del percorso di eliminazione delle barriere nonché nel perseguimento di una sorta di "rincorsa" all'introduzione di *best practices*. Sottolineano, a tal punto, le Linee Guida stesse come "*avoidance of reciprocity is an important OECD policy tradition. The OECD instruments are based on the philosophy that liberalisation is beneficial to all, especially the country which undertakes the liberalisation*".
- 59 La modifica normativa è legata alle "*on long-unresolved issues concerning the role of foreign investment in the nation's overall security framework and the methods that are being used to assess the impact of foreign investment on the nation's defense industrial base, critical infrastructure, and homeland security*": così J.K. JACKSON, *The Committee on Foreign Investment in the United States*, in *Congressional Research Service - Report for Congress*, aggiornato al 29 luglio 2010; nello stesso senso, per tutti, A. GUACCERO, E.J. PAN, M. CHESTER, *Investimenti stranieri e Fondi Sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Riv. Soc.*, 2008, 1370.

di modificare la sezione 721 (comunemente denominata '*Exon-Florio amendment*'<sup>60</sup>) del *Defense Production Act* del 1950, attraverso l'emanazione del *Foreign Investment and National Security Act* (FINSAs)<sup>61</sup>.

In virtù del citato *Exon-Florio amendment* del 1988 il Presidente degli Stati Uniti già disponeva del potere di sospendere o vietare qualsiasi acquisizione, scalata o fusione da parte di soggetti stranieri avente ad oggetto imprese statunitensi ed idonea a minare la sicurezza nazionale (c.d. *covered transactions*)<sup>62</sup>.

Con la modifica del 2007 tale normativa fu ulteriormente rafforzata, prevedendo anche la sottoposizione di tutte le "*covered transactions*" (ossia le operazioni che comportano il passaggio del controllo di una impresa statunitense a favore di un soggetto straniero) operate da investitori stranieri *state-backed* (ovvero partecipati da un governo straniero o che operano nel suo interesse<sup>63</sup>) al controllo di un apposito organismo, il *Committee on Foreign Investment in the US* (CFIUS)<sup>64</sup>. Tale attività di *review* effettuata dal CFIUS presenta un carattere molto più capillare e diffuso rispetto al potere attribuito al Presidente anche in relazione al fatto che la sola circostanza che l'investitore straniero sia *state-backed* fa scattare automaticamente il controllo.

Il CFIUS è tenuto a redigere un rapporto sull'acquisizione straniera nel termine di 30 giorni dalla data in cui ne viene ufficialmente a conoscenza (salva la proroga di 45 giorni nel caso si rendano necessarie ulteriori indagini). Al termine del procedimento il CFIUS può chiedere al Presidente degli Stati Uniti di pronunciarsi sull'operazione, nel qual caso quest'ultimo ha 15 giorni per decidere se proibire o sospendere l'operazione. Nell'ambito del procedimento di scrutinio degli investimenti stranieri, lo stesso Congresso (proprio in virtù dell'esperienza maturata nei citati casi di tentate acquisizioni da parte di Fondi Sovrani) ha voluto riservarsi una sorta di potere di supervisione sul processo autorizzatorio, in tal modo limitando la discrezionalità del CFIUS<sup>65</sup>.

60 L'*Exon-Florio amendment*, identificabile con il Codice 50 U.S.C. App. 2170, introdusse la Sezione 721° al *Defense Production Act* del 1950. Per tali modifiche si rinvia a *United States Government Accountability Office – GAO, Defense Trade: Enhancements to the Implementation of Exon-Florio Could Strengthen the Law's Effectiveness*, GAO-05-686 (Washington, D.C.: Sept. 28, 2005) nonché *Report on Defense Trade "Implementation of Exon-Florio"*, 2005, 06-135T.

61 FINSAs, PL 110-49, 121 Stat. 246, entrato in vigore il 24 ottobre 2007.

62 Discipline del genere esistevano già in precedenza nel settore aeronautico e nucleare (*Code of Federal Regulation*, Title 14, Part 47 e 42 U.S.C.A. §2133, d) nonché nel settore finanziario in relazione all'acquisizione di partecipazioni nelle banche commerciali (*Bank Holding Company Act* del 1956, 12 U.S.C. §1841 e ss.).

63 M.E. PLOTKIN, *Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds: Using the Market and the Committee on Foreign Investment in the United States Together to Make the United States More Secure*, in *The Yale Law Journal*, 2008, 91; J. O'BRIEN, *Barriers to Entry: Foreign Direct Investment and the Regulation of Sovereign Wealth Fund*, in *Engineering a Financial Services Bloodbath*, 2009; CEMISS, CENTRO MILITARE DI STUDI STRATEGICI, *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e della sicurezza*, 2008, 20.

64 Il CFIUS, costituito nel 1975 con compiti di monitoraggio, è composto dal Segretario del Tesoro degli Stati Uniti, che lo presiede, e dai responsabili dei Dipartimenti Giustizia, Sicurezza Interna, Commercio, Difesa, Energia, Dipartimento di Stato, Ufficio del Commercio, Ufficio della Politica Scientifica e Tecnologica. Le procedure relative all'esercizio del potere di veto presidenziale sono state solo aggiornate e chiarificate con le modifiche introdotte dal *Foreign Investment and National Security Act* del 2007 (FINSAs, PL 110-49, 121 Stat. 246).

65 In precedenza il Canada era intervenuto mediante l'introduzione di una disciplina protezionistica (*Investment Canada Act* del 1985) che, però, non faceva espresso riferimento alla tutela delle imprese nazionali strategiche. Tale normativa prevede sia obblighi di notifica a carico di soggetti stranieri che intendono investire in Canada, sia il potere del Governo di vietare gli investimenti stranieri di notevole entità che non portano, a suo giudizio, un beneficio

Nel febbraio del 2008 anche l'Australia (a seguito del dibattito politico scaturito a valle della sopra citata acquisizione di un rilevante pacchetto della società Rio Tinto da parte della società cinese Chinalco, una *State-owned enterprise*) è intervenuta per rafforzare la propria disciplina in materia di tutela delle imprese strategiche nazionali rispetto agli investimenti dei Fondi Sovrani. Il Ministro del Tesoro ha emanato, a tal proposito, delle *Guidelines for Foreign Government investment proposals*, dirette a specificare la disciplina generale degli investimenti esteri vigente<sup>66</sup>, con espresso riferimento agli investimenti effettuati dai SWF o dalle loro società controllate (c.d. *state owned enterprises*).

Rispetto alla disciplina generale che prevedeva che ogni investimento straniero volto all'acquisizione di partecipazioni in aziende australiane<sup>67</sup> fosse previamente notificato ad una Commissione governativa, il *Foreign Investment Review Board* (FIRB), che esaminava il progetto e lo trasmetteva al Ministro del Tesoro per l'approvazione definitiva, le Linee Guida specifiche sui Fondi Sovrani hanno previsto una serie di criteri che guidassero il Ministro nella valutazione.

Nel presupposto che tali investitori "*potrebbero non operare solamente per le normali motivazioni commerciali e potrebbero perseguire obiettivi politici o strategici contrari all'interesse nazionale*"<sup>68</sup> le Linee Guida hanno richiesto al Ministro del Tesoro di compiere una valutazione più approfondita sulla compatibilità dell'operazione rispetto agli interessi nazionali, quando l'intenzione di investimento fosse da

netto al Paese (apposite esenzioni sono definite nella Parte II, art. 10 e ss., dell'*Investment Canada Act*). Con riferimento agli obblighi di notifica, l'*Investment Canada Act* prevede che i soggetti stranieri che acquisiscono il controllo di un'impresa o che intraprendano una nuova attività in Canada debbano notificarlo al "*Director of investments*", persona designata dal Ministro (appositamente nominato dal Governatore Generale per l'attuazione dell'*Investment Canada Act*) con il compito di assisterlo e consigliarlo nell'esercizio delle sue funzioni. La notifica deve avvenire prima che l'investimento sia realizzato e, comunque, non oltre 30 giorni dalla sua realizzazione (Part III, art. 11 e segg.). Con riferimento al potere di veto del Governo, l'*Investment Canada Act*, nella Parte IV (art. 14 e ss.) definisce i casi in cui gli investimenti volti all'acquisizione del controllo da parte di soggetti stranieri sono soggetti a riesame (cd. "*reviewable investments*"). In particolare, un investimento volto all'acquisizione di un'impresa canadese è soggetto a *review* se il valore delle attività acquisite è uguale o superiore alle seguenti soglie (*threshold*): a) per investitori non-WTO: 5 milioni di dollari canadesi in caso di acquisizione diretta e di 50 milioni di dollari in caso di acquisizione indiretta. Tale regola prevede anche una eccezione. La soglia di 5 milioni di dollari si applica anche in caso di acquisizione indiretta se il valore degli *assets* dell'attività canadese acquisita è superiore al 50% del valore degli *assets* della transazione globale; b) per gli investitori WTO la soglia relativa agli investimenti volti all'acquisizione diretta viene individuata annualmente (nel 2011 la soglia era di 312 milioni di dollari canadesi), mentre le acquisizioni indirette non sono soggette a *review*. Possono inoltre rientrare nella categoria degli investimenti *reviewable* anche investimenti soggetti a notifica che, seppure di importo inferiore alle soglie sopra indicate: a) avvengano in settori legati alla tradizione culturale o all'identità nazionale (art. 15) secondo il giudizio del "*Governor in council*" (il Governatore generale, ossia il rappresentante della Regina in Canada); b) possano arrecare danno alla sicurezza nazionale; in questo caso sarà il Ministro ad inviare all'investitore straniero che intende acquisire il controllo di un'attività canadese o intraprendere una nuova attività in Canada in ipotesi lesiva della sicurezza nazionale un avviso di avvio della *review* dell'investimento (v. *Investment Canada Act*, Parte IV.1). Quando un investimento è *reviewable*, il soggetto straniero deve inoltrare una domanda al *Director* contenente una serie di informazioni (art.17). Il *Director* deve riferire al Ministro del materiale ricevuto nel corso della *review*, in modo che il Ministro possa valutare i benefici netti derivanti dall'investimento, alla luce di appositi elementi definiti nel *Company Act* (art. 19 e art. 20).

66 Si tratta del *Foreign Acquisitions and Takeovers Act* del 1975 e nel suo regolamento attuativo, il *Foreign Acquisition and Takeovers Regulations* del 1989. Come già chiarito nella nota n. 41 le Linee Guida rappresentano una categoria di *soft law*, e specificamente uno strumento di interpretazione di atti vincolanti.

67 Nonché ogni investimento di carattere immobiliare, residenziale o commerciale.

68 Comunicato ufficiale del Ministro del Tesoro australiano, Hon Wayne, che accompagna la presentazione delle Linee Guida in data 17 febbraio 2008 (in <http://ministers.treasury.gov.au>).

ascriversi a soggetti legati a governi stranieri<sup>69</sup> e consistesse nell'acquisto di una partecipazione pari o superiore al 10% del capitale sociale.

Si è previsto, in particolare, che per pervenire a tale decisione in merito alla contrarietà o alla conformità dell'operazione rispetto all'interesse nazionale, il Ministro del Tesoro debba prendere in considerazione una serie di criteri: per quanto riguarda il fondo, la sua indipendenza di scelta (rispetto al governo che lo finanzia) e il rispetto delle norme e degli standard di comportamento; per quanto concerne l'operazione oggetto di notifica, la valutazione sul suo impatto sulla concorrenza, sulle entrate pubbliche e sulla sicurezza nazionale nonché sugli obiettivi della società *target* australiana.

Nell'alveo della nuova regolamentazioni a tutela delle imprese nazionali strategiche rispetto agli investimenti stranieri si inserisce l'esperienza della Federazione Russa. In tale Stato, sin dal 2004<sup>70</sup>, esisteva un meccanismo di difesa consistente nella sottrazione di una serie di imprese e società (*organizzazioni commerciali*) ritenute strategiche per il Paese<sup>71</sup> dalle norme sul fallimento e sulle privatizzazioni. Il potere riconosciuto dalla legge al Presidente di integrare tale lista in qualsiasi momento<sup>72</sup> aveva, di fatto, rappresentato un forte disincentivo per qualunque investitore straniero dal tentare una scalata ostile su imprese russe.

Nel maggio del 2008 una Legge Federale<sup>73</sup>, tenuto conto del mutato contesto internazionale dei flussi finanziari, è intervenuta a dettare una nuova normativa in tema di limitazioni agli investimenti stranieri in imprese russe strategiche.

Innanzitutto si è proceduto ad una nuova definizione della strategicità attraverso il riferimento a settori particolarmente rilevanti per l'interesse nazionale quali, tra gli altri, la difesa, l'industria crittografica, le attività connesse alla sicurezza, l'industria aerospaziale, aeronautica e nucleare, nonché la produzione e la vendita di beni e servizi connessi ai monopoli naturali<sup>74</sup>.

La nuova normativa si è mossa su un duplice versante: da un lato ha previsto un obbligo di notificazione ad un'Agenzia governativa a carico degli investitori stranieri allorché questi ultimi vengano a detenere una partecipazione pari o superiore al cinque per cento di una società strategica russa. Dall'altro ha previsto la necessità di una vera e propria approvazione governativa della transazione nel caso la società russa *target* svolga un'attività di importanza ritenuta dalla legge strategica per la difesa e la sicurezza nazionale e la transazione comporti inoltre l'acquisto, in

69 Tra i quali si riconducono anche quelli nei quali questi possiedono il 15% delle partecipazioni.

70 Decreto Presidenziale 4 agosto 2004.

71 La lista comprendeva 514 imprese possedute interamente dallo Stato e 549 società in cui quest'ultimo deteneva una partecipazione di maggioranza.

72 Prerogativa più volte utilizzata dal Presidente, dal momento che a partire dal 2004 ad oggi la lista è stata più volte modificata, aggiungendo o eliminando dalla lista delle imprese strategiche diversi soggetti.

73 Legge Federale n. 57-FZ del 5 maggio 2008 ("*On Procedures for Foreign Investment in Companies of Strategic Importance for National Defense and Security*"), pubblicata il 7 maggio 2008 sulla Rossiiskaya Gazeta.

74 Sono considerati strategici anche i settori della ricerca geologica e/o esplorazione e estrazione di risorse naturali, industria ittica, produzione e vendita di metalli e leghe, televisione, radio, servizi di telecomunicazione, editoria e stampa.

capo all'investitore straniero, del controllo (diretto o indiretto) o della proprietà di una quota rilevante del capitale<sup>75</sup>.

Da ultimo si segnala come anche la Repubblica Popolare Cinese abbia, nel 2011, avvertito l'esigenza di affrontare il tema del controllo delle proprie imprese strategiche nei confronti degli investimenti stranieri, attraverso l'emanazione della *Security Review Notice*<sup>76</sup>. Tale atto prevede che le proposte di acquisizione o investimento che, da un lato, attribuiscono ad un investitore straniero il controllo di società cinesi strategiche<sup>77</sup> e, dall'altro, possano avere delle implicazioni per la sicurezza nazionale devono essere notificate al Ministro del Commercio e possono essere sottoposte a *review* da parte di un *panel* interministeriale<sup>78</sup>. Se al termine dell'istruttoria dovesse risultare accertato che la transazione ha, o possa avere, un impatto negativo sulla sicurezza nazionale il *panel* è legittimato a richiedere all'investitore straniero di predisporre misure idonee ad eliminare tale effetto ed eventualmente anche vietare la transazione<sup>79</sup>.

## 5.B Discipline dettate in Francia e Germania

La Francia, nell'ambito del sopra menzionato mutato contesto internazionale dei flussi di investimenti finanziari diretti che ha caratterizzato gli anni dal 2003 al 2007, è stato il primo Paese europeo che ha deciso di introdurre una normativa a difesa delle imprese strategiche nazionali dagli investimenti stranieri<sup>80</sup>.

75 Un'attenzione particolare è dedicata alle imprese che detengono depositi di risorse naturali, ritenuti di importanza federale. Per queste vige una regola speciale, maggiormente restrittiva per i soggetti stranieri che intendano investire: l'autorizzazione governativa riguarda, infatti, ogni acquisto che superi la soglia del 10% delle partecipazioni.

76 "*Notice of the General Office of the State Council on Establishment of a Security Review System for the Merger and Acquisition of Domestic Enterprises by Foreign Investors*", pubblicata il 12 febbraio 2011 ed entrata in vigore il 5 marzo 2011. Tale atto rappresenta il primo passo verso l'implementazione dell'art. 31 della Legge cinese contro i monopoli (*Anti-Monopoly Law* - AML).

77 Anche in Cina la strategicità di un'impresa è collegata al settore industriale nel quale essa opera. Sono ritenute strategiche le imprese che lavorano nel settore degli armamenti militari, della difesa e della sicurezza nazionale, nonché in quello energetico, delle risorse, delle infrastrutture e dei servizi di trasporto e le imprese situate nelle vicinanze di complessi militari strategici o "sensibili".

78 In questo *panel* sono particolarmente rilevanti le posizioni assunte dal Ministro del Commercio e dalla Commissione Nazionale per lo Sviluppo e le Riforme. I rappresentanti di altri Ministeri e Agenzie sono chiamati a partecipare, di volta in volta, alla singola revisione a seconda del settore cui si riferisce l'acquisizione notificata.

79 Ciò avviene attraverso il ri-trasferimento dei beni e delle azioni dall'investitore/acquirente straniero al venditore cinese.

80 La Francia è stata indotta ad accelerare questo processo di revisione normativa nazionale in tema di investimenti stranieri anche in virtù della decisione della Corte dei Giustizia Europea del 14 marzo 2000 (Caso C-54/99 – Church of Scientology) con cui era stata sostanzialmente accertata un contrasto tra la normativa nazionale francese (che prevedeva l'autorizzazione per determinati investimenti stranieri in Francia) e il Trattato della Comunità Europea: la legge francese "*defined the investments concerned only in general terms, as investments of a sort calling into question public order and public safety, so that interests parties could not recognize specific circumstances in which prior authorization is necessary*". Inoltre, come già accennato (vd. *supra*, pagg. 19 e 20), la Corte di Giustizia aveva ritenuto la normativa francese che prevedeva l'applicazione dell'*action spécifique* (art. 2, nn. 1 e 3, del decreto 13 dicembre 1993, n. 93-1298) incompatibile con il diritto comunitario per violazione delle norme sulla libertà di movimento di capitali e di stabilimento (Sentenza 4 giugno 2002 – C- 483/99, Commissione/Francia). Sul tema degli effetti degli investimenti dei Fondi Sovrani sui mercati di capitali con particolare riferimento alla Francia si veda: H. RAYMOND, *The Effect of Sovereign Wealth Funds' Involvement on Stock Markets*, Banque de France, *Occasional paper*, novembre 2008.

La disciplina francese ha seguito una duplice direttrice: da un lato ha previsto la possibilità di monitorare ed, eventualmente, vietare le acquisizioni di alcune imprese strategiche; dall'altro ha dettato una serie di obblighi generali in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti e degli obiettivi di investimento (elemento, quest'ultimo, particolarmente innovativo)<sup>81</sup>.

Sotto il primo profilo, nel 2005, con il decreto n. 1739/05<sup>82</sup> (attuativo dell'articolo L. 151-3 del Codice Monetario e Finanziario), l'ordinamento francese ha previsto l'autorizzazione da parte del Ministero dell'economia agli investimenti e alle acquisizioni in attività ritenute "strategiche" da parte di "una persona fisica residente in uno Stato non facente parte della Comunità europea, da un'impresa la cui sede sociale è situata in uno dei suddetti Stati o da una persona fisica di nazionalità francese che vi risiede" che consentano di:

- a) acquisire il controllo di un'impresa la cui sede sociale è situata in Francia;
- b) acquisire direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, un ramo di attività di un'impresa la cui sede sociale è situata in Francia;
- c) oltrepassare la soglia di detenzione diretta o indiretta del 33,3% del capitale o dei diritti di voto di un'impresa la cui sede sociale è situata in Francia.

81 Già questa normativa, infatti, pur non parlando espressamente dei Fondi Sovrani tende a garantire la *disclosure* proprio degli elementi più "critici" rinvenuti negli investimenti dei fondi, ovvero la trasparenza delle loro partecipazioni e, soprattutto, degli obiettivi perseguiti, per scongiurare il rischio di investimenti politico-strategici.

82 Decreto 30 dicembre 2005 n. 1739, "Sulla regolazione dei rapporti finanziari con l'estero e l'applicazione dell'articolo L. 151-3 del codice monetario e finanziario". L'art. 151-3 e 4 del Codice Monetario e Finanziario francese prevede (nella sua traduzione in lingua inglese) che: "Article L. 151-3. - I. Foreign investment in any activity in France which, even if only occasionally, is part of the exercise of public authority or pertains to one of the following domains is subject to prior approval from the Minister for the Economy:

a) Activities likely to jeopardise public order, public safety or national defense interests

b) Research in, and production or marketing of, arms, munitions, or explosive powders or substances.

A decree issued following consultation with the Conseil d'Etat specifies the nature of the above activities.

II. - The approval granted may have special conditions attached to it to ensure that the planned investment does not jeopardise the national interests referred to in I.

The decree referred to in I specifies the conditions which may be attached to the approval.

III. - If the Minister for the Economy finds that a foreign investment is being, or has been, made in violation of the prescriptions of I or II, he may order the investor to desist from proceeding with the transaction, to alter the nature thereof or to restore the status quo ante at his own expense.

Such an order cannot be given until formal notice has been served on the investor to make his observations known within fifteen days.

If the aforementioned order is not complied with, the Minister for the Economy may, having given the investor an opportunity to present his observations on the allegations against him within a time limit of at least fifteen days, and without prejudice to restoration of the status quo ante, impose a financial penalty on him, the amount of which shall not be more than double that of the irregular investment. The amount of the financial penalty shall be proportional to the seriousness of the violations committed. The amount of the penalty shall be recovered in the same way as the State's foreign tax and property debts.

Such decisions qualify for a remedy of full jurisdiction.

The decree referred to in I shall determine the implementing regulations of III.

Article L. 151-4. - Any undertaking, agreement or contractual clause which directly or indirectly gives rise to a foreign investment in an activity referred to in I of Article L. 151-3 when that investment has not received the prior authorisation required under c) of 1. of Article L. 151-2 is null and void".

In linea di massima l'ordinamento francese nel fornire la definizione di "impresa strategica" fa riferimento ad un elemento oggettivo: il settore industriale in cui la società opera. Tale settore però (e così anche l'ambito di applicazione della relativa normativa) viene identificato in modo diverso a seconda che l'investitore provenga da uno degli Stati Membri dell'Unione europea ovvero sia extra-comunitario: nel secondo caso il range dei settori ritenuti strategici è definito in maniera più ampia<sup>83</sup>.

Il procedimento autorizzatorio si apre con la richiesta di autorizzazione<sup>84</sup> avanzata dall'investitore. A partire dalla data di presentazione della domanda il Ministro dell'economia ha l'onere di comunicare la propria decisione in merito all'acquisizione entro il termine di due mesi, scaduto il quale la richiesta si intende autorizzata.

Il Ministro, pronunciandosi sulla domanda, deve anche valutare se la salvaguardia degli interessi nazionali possa essere assicurata subordinando l'autorizzazione a condizioni relative: i) alla continuazione delle attività, alla salvaguardia delle capacità industriali e di ricerca e sviluppo; ii) alla sicurezza degli approvvigionamenti; iii) all'esecuzione di impegni contrattuali dell'impresa domestica relativi ai settori individuati nella legge (pubblica sicurezza, difesa nazionale, ricerca, produzione o commercio di armi, munizioni ed esplosivi).

Sempre nel 2005 la Francia è intervenuta anche su un secondo versante, richiedendo agli investitori provenienti da paesi stranieri di garantire la trasparenza non solo delle partecipazioni rilevanti detenute ma anche dei propri obiettivi di investimento.

Durante il recepimento delle disposizioni contenute nella Direttiva *Transparency* (n. 2004/109/CE) ha, così, introdotto un obbligo di *disclosure* aggiuntivo a carico dell'investitore che raggiunge una determinata soglia di partecipazione in una società francese. In particolare, a seguito del superamento delle soglie del 10% e del 20% del capitale o dei diritti di voto, il soggetto tenuto all'obbligo della comunicazione della partecipazione rilevante (ex art. 9 Direttiva) deve, anche, rendere pubblici gli obiettivi che si propone di raggiungere nei 12 mesi successivi; in particolare è tenuto a dichiarare se agisce in concerto con altri, se intende acquisire il controllo della società e se intende nominare uno o più membri all'interno degli organi di amministrazione o di controllo (Art. L. 233-7, al. VII, *Code de Commerce*).

Nel caso in cui tali dichiarazioni d'intenti siano omesse o disattese, su iniziativa del presidente della società, di un azionista o dell'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF), può essere applicata la medesima sanzione prevista per l'omissione della comunicazione della partecipazione rilevante, ovvero la sospensione, totale o parziale,

83 Nel primo caso (investitore comunitario) i settori strategici sono i seguenti: difesa, antiterrorismo, ricerca e produzione di agenti patogeni e di armi chimiche, tecnologie per le intercettazioni, tecnologie dell'informazione e sicurezza privata, gioco d'azzardo; nel caso in cui gli investimenti provengano da soggetti residenti in paesi extra-comunitari ai citati settori se ne aggiungono altri: criptologia, attività classificate come segreto militare, produzione e commercio di armi e esplosivi, forniture al Ministero della Difesa.

84 In caso di dubbio l'investitore può chiedere in via preventiva al Ministro se per l'investimento che intende effettuare debba aprirsi il procedimento autorizzatorio.

dei diritti di voto inerenti alla partecipazione posseduta (Art. L. 233-14 *Code de Commerce*)<sup>85</sup>.

Come anticipato, a seguito della tentata acquisizione del luglio 2008 della Hapag-Lloyd da parte della NOL (Neptune Orient Lines) controllata dal fondo Temasek di Singapore, anche la Germania è intervenuta per disciplinare la tutela delle proprie imprese strategiche<sup>86</sup>.

Il 24 aprile 2009, attraverso la modifica dell'*Aussenwirtschaftsgesetz* (AWG)<sup>87</sup> e dell'*Aussenwirtschaftsverordnung* (AWV)<sup>88</sup>, il Governo federale ha introdotto la possibilità di monitorare ed eventualmente vietare gli investimenti effettuati in Germania da soggetti non residenti all'interno dell'Unione Europea o dei Paesi aderenti all'Associazione Europea del libero scambio (*European Free Trade Association - EFTA*)<sup>89</sup>. Tale divieto riguarda le operazioni che consistono nell'acquisizione di un'impresa tedesca o nell'acquisto di una partecipazione superiore al 25% dei diritti di voto<sup>90</sup> se e in quanto tali operazioni possano "*compromettere l'ordine pubblico o la sicurezza della Repubblica federale della Germania*" (Sec. 7, par. 2, item 6, AWG).

Secondo le nuove norme il Ministero dell'economia e della tecnologia, previa notifica all'investitore dell'avvio dell'attività investigativa, ha il potere di compiere il controllo sulle operazioni citate<sup>91</sup> nel termine di tre mesi dalla data di conclusione dell'accordo di acquisizione o di acquisto della partecipazione rilevante.

Se il Ministero accerta che l'acquisizione viola l'ordine pubblico o la sicurezza può proibire l'operazione entro due mesi dall'avvio dell'istruttoria e, in tale evenienza, il relativo atto viene risolto di diritto, anche se residua in capo all'investitore la possibilità di impugnare la decisione davanti al giudice. Al contrario, decorso tale termine senza che si sia addivenuti ad una pronuncia, l'acquisizione diventa definitiva.

Si segnala, inoltre, il fatto che la legge consente all'investitore straniero di richiedere una pronuncia preventiva al Ministero, finalizzata all'accertamento dell'inesistenza di interessi pubblici che ostino all'acquisizione.

85 Nel 2010, la Francia è nuovamente intervenuta, modificando l'articolo 233-7 del *Code du commerce*, con le Leggi 22 ottobre 2010 n. 2010-1249 e n. 2010-1250.

86 Come accennato (vd. *supra*, pag. 19), peraltro, nel 2007 la Corte di Giustizia (sentenza 23 ottobre 2007 – C- 112/05, Commissione/Germania) aveva ritenuto incompatibile con il diritto comunitario, per violazione delle norme sulla libertà di movimento di capitali e di stabilimento, la disciplina che prevedeva poteri speciali in capo allo Stato nella Volkswagen a seguito della sua avvenuta privatizzazione (artt. 2, co. 1 e 4, co.1, legge n. 3 del 21 luglio 1960).

87 *Foreign Trade and Payments Act*.

88 *Regulation Implementing the Foreign Trade and Payments Act*.

89 Si tratta dei residenti in Islanda, Liechtenstein, Norvegia e Svizzera.

90 Sect. 52, *Regulation Implementing the Foreign Trade and Payments Act* (*Foreign Trade and Payment Regulation - AWW*).

91 Non esistendo un obbligo di notificazione al Ministero in capo alle parti, il Ministero viene a conoscenza delle acquisizioni o tramite notizie di pubblico dominio o tramite un'informativa che gli viene resa dalla *Bundeskartellamt - BKartA* (*Federal Cartel Office - FCO*) competente alla vigilanza sulle concentrazioni e dalla *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - Bafin* (*Federal Financial Supervisory Authority*).

La Sect. 52 dell'AWV prevede anche che l'acquisizione da parte di un soggetto non residente (o da parte di una società in cui un soggetto non residente detiene più del 25% dei diritti di voto) di una società domestica può essere vietata dal Ministero (entro un mese dall'operazione) se essa riguarda i seguenti settori strategici: produzione o sviluppo di armi da guerra, produzione o sviluppo di motori di particolare progettazione o specifici meccanismi di carri armati da guerra<sup>92</sup> o altri veicoli militari a motore, sistemi di crittografia per la trasmissione di informazioni governative riservate riconosciute dal Federal Office for Information Security Technology.

Il *Securities Trading Act* (WpHG) tedesco detta anche, una disciplina generale in materia di trasparenza delle partecipazioni azionarie rilevanti, secondo la quale chiunque superi (o scenda sotto) le soglie partecipative del 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% o 75% dei diritti di voto di una società quotata, ha l'obbligo di comunicare immediatamente (e comunque entro quattro giorni di mercato aperto) l'acquisto alla *Supervisory Authority* e all'emittente. Inoltre, qualunque investitore si trovi a superare la soglia del 10% del capitale con diritto di voto deve informare – entro 20 giorni di mercato – l'emittente, circa gli obiettivi sottostanti all'acquisto e l'origine dei fondi utilizzati per l'acquisizione, comunicando, altresì, sempre entro 20 giorni, eventuali modificazioni degli obiettivi dichiarati<sup>93</sup>.

In ogni caso l'acquirente deve comunicare se il suo investimento è finalizzato a implementare obiettivi ritenuti strategici o a trarre mero profitto, se intende acquisire ulteriori partecipazioni con diritto di voto nella società, se intende esercitare una influenza dominante sull'organo di amministrazione o rimuovere alcuni dei suoi componenti o dell'organo di controllo e, infine, se intende perseguire un cambiamento nella struttura di capitale della società, in particolare per quanto attiene al rapporto tra i fondi propri e i fondi 'esterni' e la politica dei dividendi<sup>94</sup>. Fino a quando tali dichiarazioni non sono rese l'acquirente non può esercitare i diritti di voto<sup>95</sup>.

## 6 Il caso italiano

Il caso italiano presenta delle peculiarità rispetto a quelli sinora analizzati.

L'Italia, diversamente dalla Francia e dalla Germania, anche negli anni di massima espansione dell'operatività dei SWF, ha preferito non dettare una disciplina generale a tutela delle imprese strategiche nazionali<sup>96</sup> intervenendo in tal senso soltanto recentemente, con l'emanazione del Decreto Legge 15 marzo 2012 n. 21<sup>97</sup>.

92 Elencate nella Parte B dell'Allegato alla sezione 1, paragrafo 1, del *War Weapons Control Act*.

93 *Securities Trading Act - Wertpapierhandelsgesetz - WpHG - Part. 4 - Section 21.*

94 v. Sect. 27, Part. 4, del WpHG.

95 v. Sect. 28, Part. 4, del WpHG.

96 Invero nel novembre del 2008 era stato presentato un disegno di legge di iniziativa parlamentare (D.d.l. n. 1214, XVI Legislatura, 18 novembre 2008) riguardante precipuamente gli acquisti dei Fondi Sovrani in imprese strategiche, ma tale atto non è mai giunto alla discussione in Aula. La proposta intendeva introdurre "nei confronti dei Fondi Sovrani gestiti da Stati non aderenti all'Unione europea o all'Associazione europea di libero scambio (EFTA), il divieto di assu-

In precedenza l'ordinamento italiano (al pari di quelli di diversi altri Paesi europei) aveva proceduto, con la legge n. 474/1994<sup>98</sup>, come modificata dalla Legge n. 230/03<sup>99</sup>, ad attribuire allo Stato una serie di *poteri speciali* nei confronti delle c.d. società privatizzate finalizzati alla tutela degli interessi nazionali.

Tali imprese, nei confronti delle quali il Ministro dell'economia e delle finanze (già Tesoro) era competente ad esercitare i poteri speciali, furono individuate con D.P.C.M.<sup>100</sup>, tra quelle "*controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi*" (art. 2). Alle stesse era stato imposto di provvedere a deliberare, per mezzo dell'assemblea straordinaria e prima di ogni atto che determinasse la perdita del controllo, l'introduzione nei propri statuti di una clausola che espressamente attribuisse al Ministro dell'economia e delle finanze la titolarità di uno o più poteri speciali tra quelli contenuti nella legge 474/1994<sup>101</sup>.

*mere partecipazioni rilevanti o di controllo nei settori o nelle imprese operanti in settori strategici dell'economia nazionale". In particolare si proponeva l'aggiunta di un nuovo comma all'art. 25 della legge 287/90, in materia di concorrenza, finalizzato a vietare "agli enti o alle imprese di Stati non aderenti all'Unione europea o all'Associazione europea di libero scambio (EFTA) di assumere partecipazioni rilevanti o di controllo, che eccedano comunque il 20 per cento del capitale sociale, nelle imprese operanti in settori strategici dell'economia nazionale. A tal fine, il Ministro dell'economia e delle finanze provvede a sottoporre a verifica le operazioni di cui al presente comma, entro i primi tre mesi dalla stipula dell'obbligazione all'acquisto, ovvero dalla pubblicazione della decisione sulla presentazione dell'offerta, ovvero dalla comunicazione sull'acquisizione del controllo. L'acquirente estero di cui al presente comma è tenuto a trasmettere al Ministro dell'economia e delle finanze la documentazione completa inerente l'acquisto. Entro due mesi dal ricevimento della documentazione il Ministro dell'economia e delle finanze, sentito il Consiglio dei ministri, nel caso in cui ritenga che dall'operazione di acquisto in oggetto possa derivare un pericolo per l'ordine pubblico e per la sicurezza nazionale, con proprio decreto, provvede a vietare l'acquisto".*

- 97 P. SAVONA e P. REGOLA, *Il ritorno dello stato padrone*, op. cit., supra, nota 25, affermano che mentre in "altri paesi la discussione sul ruolo e gli obiettivi degli investimenti sovrani si è sviluppata intorno a rilevanti acquisizioni, il dibattito in Italia si è inserito come parte di una più ampia discussione sugli impatti dell'attuale crisi finanziaria nel mercato internazionale". Da un lato, infatti, l'Italia ambisce a rafforzare la capacità del proprio sistema di attrarre capitali e, quindi, anche gli investimenti dei Fondi Sovrani e dall'altro la maggiore presenza di tali investitori all'interno del mercato nazionale, ha inevitabilmente condotto a dover affrontare le criticità già riscontrate negli altri ordinamenti, quale, *in primis*, l'esigenza di tutelare le proprie imprese strategiche.
- 98 Decreto Legge 31 maggio 1994 n. 332, convertito in Legge 30 luglio 1994, n. 474, recante "*Norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni*", noto come "*Legge sulle Privatizzazioni*". Inizialmente fu integrato, al fine di conformarlo ad alcune indicazioni della Commissione Europea che aveva indicato un possibile profilo di incompatibilità con le disposizioni del Trattato in materia di libertà di stabilimento, di prestazione di servizi e di circolazione di capitali, con il D.P.C.M. del 4 maggio 1999 (poi trasposto nell'art. 66 della Legge Finanziaria 23 dicembre 1999, n. 488), riproposto compiutamente con il D.P.C.M. 11 febbraio 2000.
- 99 La Legge 24 dicembre 2003, n. 350 ha profondamente modificato la struttura e i presupposti dei poteri speciali introdotti dal Legislatore nel 1994 indicando alcuni parametri di riferimento in relazione alle concrete modalità di esercizi di alcune delle prerogative 'statali' nei confronti delle società privatizzate; C. SAN MAURO, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Luiss University Press, 2003, 92, afferma che "*l'elemento caratterizzante dell'intera riforma prima facie può essere ricondotto ad una peculiarità essenziale che il legislatore da inteso conferire ai poteri speciali (...): essi sono e devono essere interpretati come poteri che non tendono a incidere sulla gestione ordinaria delle imprese privatizzate ma esclusivamente su quelle modificazioni dell'atto costitutivo o comunque su quelle operazioni societarie in grado di ledere o pregiudicare gli interessi vitali dello Stato*".
- 100 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.
- 101 L'art. 2 definiva in questo modo detti poteri speciali: 1) opposizione all'assunzione da parte dei soggetti nei confronti dei quali può essere introdotto un limite al possesso azionario ai sensi del successivo art. 3; 2) opposizione alla conclusione di patti o accordi di cui all'articolo 122 del TUF, 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 dell'economia e delle finanze con proprio decreto); 3) veto, debitamente motivato in relazione al

Il richiamato intervento normativo del 1994 è da ascrivere al più generale tema della tutela dei fondamentali interessi statali a rilevanza generale, sancita, per la materia economica, dagli artt. 41 e 43 della Costituzione, nonché dagli artt. 2458 e 2461 del codice civile del 1942 (oggi sostituiti, ma solo formalmente, dagli artt. 2449 e 2451 a seguito dell'entrata in vigore della riforma delle società di capitali introdotta dal D.Lgs. n. 6 del 2003)<sup>102</sup>.

La disciplina contenuta nel citato decreto legge (come modificata dalla Legge n. 350/03 al fine di adeguarla alle prime indicazioni della Commissione europea e, poi, specificati dall'art. 1, comma 2, del D.P.C.M. 10 giugno 2004), è stata oggetto di una prima procedura di infrazione all'interno del già citato filone giurisprudenziale in materia di *golden shares*, *action spécifique* e poteri speciali (vd. *supra* pagg. 19-21).

Secondo la Commissione i criteri di esercizio dei poteri speciali apparivano generici, imprecisi e privi di un nesso evidente con la tutela dell'ordine pubblico. Accogliendo tali censure, la Corte ha condannato l'Italia per la violazione delle disposizioni inerenti la libertà di movimento di capitali e di stabilimento<sup>103</sup>. L'Italia è pertanto intervenuta nuovamente, precisando i criteri di esercizio dei poteri speciali con il D.P.C.M. 20 maggio 2010 (modificativo di quello del 2004), ma anche nei confronti di tale decreto la Commissione ha aperto una nuova procedura di infrazione<sup>104</sup>.

Sulla base di queste premesse, come anticipato, il Governo è recentemente intervenuto dettando una disciplina generale "*in materia di poteri speciali sugli assetti*

concreto pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato, all'adozione di delibere rilevanti per l'impresa (quali: scioglimento della società, trasferimento dell'azienda, fusione, scissione, trasferimento della sede sociale all'estero, cambiamento dell'oggetto sociale, modifica dello statuto in merito alla soppressione o alla modifica dei poteri speciali); 4) nomina di un amministratore senza diritto di voto. Inoltre, l'art. 3, rubricato "altre clausole statutarie" prevedeva che le imprese individuate con D.P.C.M., nonché le banche e le imprese assicurative, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici, potessero introdurre nello statuto un limite massimo di possesso azionario non superiore al cinque per cento riferito al singolo socio, al suo nucleo familiare ed al gruppo di appartenenza (per tale intendendosi il soggetto, anche non avente forma societaria, che esercita il controllo, le società controllate e quelle controllate da uno stesso soggetto controllante, nonché le società collegate).

102 Gli artt. 41 e 43 della Costituzione italiana impongono, da un lato, che le diverse attività economiche delle imprese - siano esse pubbliche o private - rispondano all'utilità sociale o a finalità di preminente interesse generale e, dall'altro, che l'iniziativa economica non venga svolta in modo da recare danno alla sicurezza. Gli artt. 2458 e 2461 del codice civile del 1942, viceversa, rappresentano il quadro normativo di riferimento in ambito codicistico con riferimento alle fattispecie di società a partecipazione pubblica e società di interesse nazionale. Come è stato detto, con tali norme si è riconosciuta un'eccezionale rilevanza corporativa ad un atto extrasociale soprattutto laddove è stato riconosciuta l'esistenza di un interesse pubblico alla nomina di membri degli organi di gestione e controllo da parte di soggetti non legati alla società dal necessario vincolo partecipativo (M.T. CIRENELI, *Le società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Trattato delle S.p.a.* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1992, Vol. 8, 9. Sul tema anche: C. SAN MAURO, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, op. cit. *supra* nota 100, 16; V. DONATIVI, *Amministratori e sindaci di nomina pubblica nelle S.p.a.*, Milano, 2000; G. DI CHIO, *Società a partecipazione pubblica*, in *Digesto com.*, XIV, 15, 1997; G. VISENTINI, *Partecipazioni pubbliche in società di diritto comune e di diritto speciale*, Milano, 1979; F. GALGANO, *Pubblico e privato nella regolazione dei rapporti economici*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, vol. I, *La Costituzione Economica*, Padova, 1977; G. MINERVINI, *Amministratori nominati dallo Stato o da enti pubblici*, in *Banca e Borsa*, 1954, I, 714).

103 Sentenza 26 marzo 2009 - C. 326/07, Commissione/Italia, nella quale la Corte aveva ritenuto non conforme alle disposizioni comunitarie la definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali da parte dello Stato italiano, così come attuati dall'art. 1, comma 2, del D.P.C.M. 10 giugno 2004.

104 La procedura di infrazione è la n. 2009/2255, cui è seguito il deferimento dell'Italia alla Corte di Giustizia in data 24 novembre 2011.

societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni"<sup>105</sup> (Decreto legge 15 marzo 2012 n. 21, convertito, con modificazioni, nella legge 11 maggio 2012, n. 56) il quale, una volta attuato mediante gli appositi regolamenti, sostituirà definitivamente la disciplina di cui alla L. 474/1994.

Una novità recata dalla nuova disciplina riguarda la relazione annuale alle Camere che il Presidente del Consiglio è tenuto a trasmettere loro entro il 30 giugno di ogni anno circa le attività svolte sulla base dei poteri speciali, con particolare riferimento ai "casi specifici e agli interessi pubblici che hanno motivato l'esercizio di tali poteri" (art. 3 bis, L. 56/12).

Rispetto alla previgente disciplina (che si rivolgeva solo alle società privatizzate), la nuova presenta un ambito di applicazione più ampio dal momento che si riferisce a tutte le imprese ritenute *strategiche* operanti:

- a) nei comparti della difesa e della sicurezza nazionale (art. 1, L. 56/12) e
- b) nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni (art. 2, L. 56/12).

Più in particolare la strategicità di una impresa è riconosciuta, nel primo caso (sub lett. a), quando le imprese *svolgono attività di rilevanza strategica* e, nel secondo caso (sub lett. b), quando *detengono attivi strategici* [(per tali intendendosi le "reti e impianti, ivi compresi quelli necessari ad assicurare l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali [e] beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale" (art. 2, co. 1)]<sup>106</sup>.

La legge ha riconosciuto allo Stato italiano poteri speciali nei confronti delle imprese strategiche che operano nei settori della difesa e sicurezza esercitabili allorché sussista la minaccia di un grave pregiudizio agli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale.

Tali poteri sono i seguenti:

**1. Il potere di imporre specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici e al controllo delle esportazioni nei confronti di chiunque acquisti una partecipazione in imprese strategiche.**

Chiunque acquisisca una partecipazione in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale è tenuto a notificare l'acquisizione entro 10 giorni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, trasmettendo nel contempo "le informazioni necessarie, comprensive di descrizione generale del progetto di acquisizione, dell'acquirente e del suo ambito di operatività" per le valuta-

<sup>105</sup> L'intervento normativo, riconducibile alle materie "sicurezza dello Stato", "ordinamento civile e penale" e "giustizia amministrativa", è riservato dall'articolo 117, secondo comma, lettere d) e l) della Costituzione, alla legislazione esclusiva dello Stato.

<sup>106</sup> La più esatta definizione dei concetti di *attività di rilevanza strategica* e di *attivi strategici* sono state rimesse a fonti secondarie cui la legge fa espressamente rinvio: ossia a successivi D.P.C.M. e regolamenti che verranno aggiornati con cadenza non superiore al triennio (v. art. 1, comma 1, e 2, comma 1, L. 56/12).

zioni di competenza della Presidenza stessa (art. 1, comma 5). Per gli acquisti di partecipazioni in società strategiche quotate, l'obbligo di notifica scatta soltanto se l'acquirente abbia superato, ai sensi dell'art. 120 del TUF, la soglia del 2% del capitale sociale e "sono successivamente notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 1%, 5%, 10%, 15%, 20% e 25% (art. 1 co. 5 L. 56/12).

Ricevuta la notifica, il Governo ha 15 giorni di tempo per eventualmente imporre all'investitore - previa valutazione dell'esistenza di una minaccia grave per gli interessi essenziali della difesa e delle sicurezza<sup>107</sup> - il rispetto di alcune condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici e al controllo delle esportazioni<sup>108</sup>.

Dalla data di acquisto della partecipazione sino alla conclusione del procedimento de quo i diritti di voto e qualsiasi altro diritto non avente contenuto patrimoniale connessi alle azioni o quote che rappresentano la partecipazione rilevante, sono sospesi.

Sono previste sanzioni amministrative pecuniarie (salvo che i fatti non costituiscano reato) nei confronti dell'acquirente che non osservi le condizioni imposte<sup>109</sup>.

## ***2. Il potere di veto rispetto all'adozione di delibere da parte dell'assemblea dei soci o del consiglio di amministrazione di una impresa strategica.***

Con esso, il Presidente del Consiglio dei Ministri può inibire l'adozione di alcune tipologie di delibere rilevanti per l'impresa strategica in materia di fusioni, scissioni, trasferimenti di azienda o di rami di essa o di società controllate, trasferimenti all'estero della sede sociale, mutamenti dell'oggetto sociale, scioglimento della società, modifica di clausole statutarie in materia di diritto di voto, cessione di diritti reali o di utilizzo relativo a beni materiali o immateriali o assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego.

Per consentire l'esercizio di tale potere la Legge n. 56/12 prevede che l'impresa sia tenuta a notificare alla Presidenza del Consiglio una informativa completa sul progetto di delibera o sull'atto da adottare<sup>110</sup>, in modo da consentire al Governo la valutazione preventiva della minaccia agli interessi essenziali dello Stato, in base ai seguenti criteri:

107 Valutando, alla luce della potenziale influenza dell'acquirente sulla società anche in ragione della entità della partecipazione acquisita, sia l'adeguatezza dell'acquirente (tenendo conto delle modalità di finanziamento dell'acquisizione, della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dello stesso, nonché del progetto industriale ecc.), sia "l'esistenza, tenuto conto anche delle posizioni ufficiali dell'Unione europea, di motivi oggettivi che facciano ritenere possibile la sussistenza di legami fra l'acquirente e paesi terzi che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale o che hanno assunto comportamenti a rischio nei confronti della comunità internazionale, desunti dalla natura delle loro alleanze, o hanno rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche o con soggetti ad esse comunque collegati" (art. 1, comma 3, L. 56/12).

108 Le condizioni possono riguardare gli aspetti della sicurezza degli approvvigionamenti, di quella delle informazioni e dei trasferimenti tecnologici e controllo delle esportazioni.

109 In caso di violazioni alle disposizioni di cui sopra è prevista nei confronti dell'acquirente una sanzione amministrativa pecuniaria pari al doppio del valore dell'operazione e, comunque, non inferiore all'uno per cento del fatturato realizzato nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio.

110 Informativa rispetto alla quale, specifica l'art. 4, non deriva né per la Presidenza del Consiglio né per l'impresa alcun obbligo di notifica al mercato ai sensi dell'art. 114 del TUF.

- a. la rilevanza strategica dei beni o delle imprese oggetto di trasferimento e l'idoneità dell'assetto risultante dall'operazione a garantire la sicurezza nazionale<sup>111</sup>;
- b. l'adeguatezza dell'acquirente, ovvero la sua capacità economica e finanziaria, le modalità di finanziamento e la capacità a far fronte agli obblighi contrattuali in corso;
- c. la presenza di eventuali indici che fanno presumere un rapporto dell'acquirente con paesi terzi "che non riconoscono i principi di democrazia o dello Stato di diritto, che non rispettano le norme del diritto internazionale" o dei quali si possono desumere "alleanze o rapporti con organizzazioni criminali o terroristiche".

La decisione della Presidenza del Consiglio di porre il veto rispetto all'operazione deve essere comunicata all'impresa entro 15 giorni dalla data di notifica dell'informativa di cui sopra<sup>112</sup>. È previsto inoltre che, in virtù dei canoni di ragionevolezza e proporzionalità, il Governo, in luogo del veto, possa imporre all'impresa specifiche condizioni qualora ciò risulti sufficiente per la tutela degli interessi coinvolti.

Le delibere o gli atti adottati in violazione delle prescrizioni imposte dalla legge o dal Governo sono nulli e alla società (così come alla controparte) può essere, altresì, ingiunto di ripristinare a proprie spese la situazione anteriore. Salvo che il fatto non costituisca reato, infine, nei confronti di chiunque non osservi le disposizioni della legge n. 56/2012, sono previste sanzioni amministrative pecuniarie<sup>113</sup>.

***3. Il potere di opposizione all'acquisto, in imprese strategiche e da parte di un soggetto diverso dallo Stato o da enti pubblici italiani o da questi controllati, di una partecipazione tale da compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale.***

Attraverso l'esercizio di tale potere il Governo ha la possibilità di opporsi ad un acquisto – di qualsiasi entità<sup>114</sup> – che nel caso specifico possa comportare una minaccia ai beni tutelati.

Anche in tale caso i diritti connessi alla partecipazione sono sospesi sino al termine del procedimento e le delibere, eventualmente adottate, sono nulle. Inoltre,

111 La sicurezza viene intesa sotto vari profili: "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" (art. 1 comma 2, L. 56/12).

112 La norma specifica che nel caso in cui il termine sia trascorso invano, senza che sia intervenuta alcuna comunicazione da parte della Presidenza, la delibera deve ritenersi conforme all'interesse nazionale e, pertanto, può essere approvata. Per quanto riguarda il termine di 15 giorni il Presidente del Consiglio può decidere di sospenderlo, per una sola volta nel caso in cui ritenga necessario acquisire informazioni supplementari dall'impresa, la quale è tenuta a renderle entro dieci giorni dalla richiesta.

113 Tale sanzione può arrivare fino al doppio del valore dell'operazione e, comunque, non può essere inferiore all'uno per cento del fatturato cumulato realizzato nell'ultimo anno dalle imprese coinvolte nell'operazione.

114 Diversamente rispetto alla normativa previgente che prevedeva il potere di opposizione in riferimento alle sole "partecipazioni rilevanti", ovvero superiori al 5% (art. 2, co. 1 lett. a, d.l. 332/94), la legge n. 56/2012 fa riferimento ad una partecipazione che, nel caso specifico, qualunque sia la sua entità, possa compromettere la sicurezza. Per compiere tale valutazione, la legge specifica che si computano le quote detenute dall'investitore direttamente, indirettamente, per interposta persona o anche da terzi con i quali egli sia legato da un patto parasociale (ai sensi dell'art. 122 del TUF o del 2341bis c.c.).

nel caso in cui il Governo eserciti il potere di opposizione, l'acquirente non potrà esercitare i diritti di voto connessi alla partecipazione acquistata e dovrà cederla entro un anno<sup>115</sup>.

I poteri speciali riconosciuti allo Stato dalla Legge 56/12 in relazione alle imprese strategiche che operano nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni sono invece i seguenti:

*a. Il potere di veto in relazione a qualsiasi delibera (atto od operazione) di società strategica che detiene uno o più attivi strategici e che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione*<sup>116</sup>.

Tali delibere devono essere notificate alla Presidenza del Consiglio entro 10 giorni dalla loro approvazione e comunque prima che vi sia data attuazione. Successivamente a tale notifica si apre un procedimento del tutto analogo a quello sopra descritto in relazione ai poteri speciali esercitabili nei confronti delle imprese strategiche che operano nei settori della difesa e sicurezza.

Con decreto del Presidente del Consiglio (adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri, da trasmettere contestualmente alle Commissioni parlamentari competenti) il Governo può porre il proprio veto rispetto alle delibere (atti o operazioni) sopra menzionate che diano luogo a una "situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale di settore di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e della continuità negli approvvigionamenti" (art. 2, comma 3, L. 56/12). Nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni, pertanto, il legislatore ha voluto circoscrivere e limitare i poteri del Governo alle sole "situazioni eccezionali", diversamente da quanto ha fatto con riferimento ai settori della difesa e sicurezza nazionale<sup>117</sup>.

*b. Il potere di vietare (in "casi eccezionali di rischio") l'acquisto di partecipazioni in società che detengono attivi strategici da parte di un soggetto 'esterno all'Unione Europea'<sup>118</sup> o di sottoporre l'efficacia dello stesso acquisto alla*

115 Qualora non ottemperasse a tale ordine, 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 (alienazione o annullamento delle azioni o quote delle società controllante).

116 Si tratta delle 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 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" (art. 2, comma 2, della L. 56/12).

117 Dal punto di vista procedimentale può notarsi un'ulteriore differenza rispetto alla disciplina delle imprese strategiche operanti nel settore difesa/sicurezza, dal momento che il D.P.C.M. che dispone il veto nei confronti di una certa delibera deve essere adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri e, contestualmente, trasmesso alle Commissioni parlamentari competenti.

118 Per tale intendendosi "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" (art. 2, comma 5, L. 56/12).

*condizione che l'acquirente assuma impegni diretti a garantire la tutela degli interessi essenziali dello Stato.*

Detto potere, che può essere esercitato ogniqualvolta l'acquisto sia di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società ai sensi dell'art. 2359 c.c.<sup>119</sup>, consiste (oltre che nel porre il veto, anche) nel condizionare l'efficacia dell'acquisto all'assunzione da parte l'acquirente di impegni diretti a garantire la tutela degli interessi nazionali (ritenuti essenziali) coinvolti.

Anche in questo caso l'acquisto della partecipazione deve essere notificato dall'acquirente alla Presidenza del Consiglio entro 10 giorni unitamente ad ogni informazione utile alla descrizione generale del progetto di acquisizione, dell'acquirente e del suo ambito di operatività.

Fino alla notifica (e, successivamente, fino al decorso del termine per l'eventuale esercizio del potere di opposizione o di imposizione di impegni), sono sospesi i diritti di voto e quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale connessi alle azioni o quote che rappresentano la partecipazione rilevante. Decorsi i predetti termini l'operazione può essere effettuata.

## 7 Conclusioni

I Fondi Sovrani, ossia fondi di investimento istituiti o posseduti da un Governo, un'autorità monetaria nazionale o, comunque, da un'agenzia pubblica, hanno vissuto, negli ultimi anni, un periodo di forte sviluppo.

Circa il 70% di quelli esistenti sono stati costituiti, infatti, dopo il 2000, soprattutto nei Paesi ricchi di petrolio o di materie prime, ovvero nell'area medio-orientale e asiatica, nella quale sono attualmente concentrati circa il 60% dei SWF esistenti.

L'aumento del prezzo delle materie prime ha consentito a tali Paesi di accrescere notevolmente le risorse destinate ai Fondi Sovrani: il patrimonio gestito dai Fondi Sovrani è passato infatti da 2.000 a 4.600 miliardi di dollari Usa nel periodo 2007- 2011, arrivando a rappresentare circa il 6% del PIL mondiale.

Tale aumento di risorse, unitamente alla svalutazione del dollaro (fatto che, nel medesimo periodo, ha indotto i Fondi Sovrani a ridurre l'esposizione verso i titoli di stato Usa), ha reso i Fondi Sovrani più propensi a diversificare i propri portafogli e a investire maggiormente in azioni.

Tali cambiamenti nelle strategie di investimento e alcuni tentativi di acquisizione di imprese strategiche negli Stati Uniti, in Australia e in Germania, hanno

119 Ai fini del computo della partecipazione si tiene conto anche delle partecipazioni detenute da terzi che partecipano con l'acquirente ad un patto parasociale (122 TUF o 2341 bis, c.c.).

suscitato crescenti attenzioni da parte dei Governi e delle istituzioni internazionali verso l'attività dei Fondi Sovrani.

Se, infatti, l'operatività dei Fondi Sovrani può avere effetti positivi sui mercati finanziari, in termini di maggiore liquidità e stabilità, uno dei maggiori timori che gli Stati destinatari degli investimenti hanno avvertito è relativo alla possibilità che taluni investimenti non siano effettuati per motivazioni economiche ma per finalità politico/strategiche dei Governi gestori dei Fondi Sovrani.

Vi sono evidenze che proprio questi timori hanno portato all'introduzione in molti Paesi di normative a difesa dei settori strategici nazionali.

Numerosi Stati, infatti, sono intervenuti con normative nazionali che consentono loro di monitorare costantemente i progetti di investimento dei Fondi Sovrani all'interno delle proprie imprese strategiche, con possibilità di porre delle condizioni, di sospenderne l'efficacia sino all'approvazione o, nei casi di minaccia grave agli interessi nazionali, di vietarli definitivamente. Discipline di questo genere sono state adottate, in particolare, dagli Stati Uniti e dall'Australia.

In ambito europeo, la possibilità di limitare la libera circolazione dei capitali deve risultare compatibile con i principi del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea e, in particolare, con le norme che prevedono il diritto degli Stati Membri di derogare al divieto di porre restrizioni per tutelare la sicurezza o l'ordine pubblico nazionale.

Per questa via, è l'eventuale trasferimento del controllo di un'impresa strategica che può, a determinate condizioni, risultare una minaccia per la sicurezza nazionale e in tale prospettiva va valutata la compatibilità con la disciplina comunitaria delle normative nazionali a tutela dei settori strategici, quali quelle emanate in Francia, in Germania e, recentemente, in Italia.

## Bibliografia

- L.C. BACKER, *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State-Owned Enterprises and the Chinese Experience*, SSRN, 2010.
- C. BALDING, *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, HSBC School of Business, 2008.
- F. BASSAN, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Edward Elgar Publishing, 2011.
- F. BASSAN, *Una regolazione per i Fondi Sovrani*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2009.
- U. BERNITZ e W-G. RINGE, *Company Law and Economic Protectionism*, Oxford, 2010.
- CEMISS, CENTRO MILITARE DI STUDI STRATEGICI, *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e della sicurezza*, 2008.
- F. CHONG, *Foreign Superpowers Eye Australia*, in *The Australian*, 18 febbraio 2008.
- M.T. CIRENELI, *Le società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Trattato delle S.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 1992, Vol. 8.
- B. COHEN, *Sovereign wealth funds and national security: the great trade off*, in *University of Santa Barbara, International Affairs* 85, n. 4, 2009.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Bilateral Trade Relations with countries*, 2003.
- G. DI CHIO, *Società a partecipazione pubblica*, in *Digesto com.*, XIV, 15, 1997.
- V. DONATIVI, *Amministratori e sindaci di nomina pubblica nelle S.p.a.*, Giuffrè, 2000.
- D.W. DREZNER, *Sovereign wealth funds and the (in)security of global finance*, in *Journal of International Affairs*, 1, 2008.
- FMI, *Stabilization and Saving Funds for Non-renewable resources: Experience and Fiscal Policy Implications*, Occasional Paper, 2001.
- FMI, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, 29 febbraio 2008.
- FMI, *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, Working Paper, 2009.
- FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI e MONITOR GROUP (a cura di BARBARY, BORTOLOTTI, FOTAK, MIRACKY), *Sovereign Wealth Fund Investment Behaviour, Semi-Annual Report, January-June 2010*, 2010.
- FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI e MONITOR GROUP (a cura di BORTOLOTTI, MIRACKY), *Back On Curse. Sovereign Wealth Funds Activity 2009*, 2010.
- F. GALGANO, *Pubblico e privato nella regolazione dei rapporti economici*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, vol. I, La Costituzione Economica, Cedam, 1977.
- R. GILPIN, *Global Political Economy of International Relations*, Princetown University Press, 1987.

- R.J. GILSON e C.J. MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, in *Stanford Law Review*, 2008.
- S.S. GOLUB, *Measures of Restrictions on Inward Foreign Direct Investment for OECD Countries*, *OECD Economic Studies* 36, 2003.
- A. GUACCERO, E.J. PAN, M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA - Europa*, in *Riv. Soc.*, 2008.
- G.C. HUFBAUER, Y. WONG, K. SHETH, *US-China Trade Disputes: Rising Tide, Rising Stakes*, in *Policy Analyses in International Economics* n. 78, Peterson Institute for International Economics, 2006.
- IFSWF, *IFSWF Members' Experiences in the Application of the Santiago Principles*, 7 luglio 2011.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles"*, 2008.
- J.K. JACKSON, *The Committee on Foreign Investment in the United States*, in *Congressional Research Service - Report for Congress*, 29 luglio 2010.
- LONDON STOCK EXCHANGE GROUP, *Delivering on our Strategy. Getting in Shape, Leveraging our Assets, Developing Opportunities*, Annual Report, 2011.
- M. LOSSANI, F. BERTONI, S. CHIARLONE, *Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri generali*, Brioschi, 2010.
- P.G. MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Francia*, in *Le Privatizzazioni in Italia*, Milano, 1995.
- S. MEZZACAPO, *The so-called "Sovereign Wealth Funds": Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, Commissione europea, Economic Paper n. 378, aprile 2009.
- G. MINERVINI, *Amministratori nominati dallo Stato o da enti pubblici*, in *Banca e Borsa*, 1954, I, 714.
- A. MONK, *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance*, in *New Political Economy*, 2009.
- MONITOR GROUP, *Braving the New World: Sovereign Wealth Fund Investment in the Uncertain Times of 2010*, 2011.
- MONITOR GROUP, *Assessing the Risks: the Behaviors of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy*, 2008.
- G. NICOLETTI, S. GOLUB, D. HAJKOVA, D. MIRZA, K.Y. YOO, *The Influence of Policies on Trade and Foreign Direct Investment*, *OECD Economic Studies*, 2003.
- J. O'BRIEN, *Barriers to Entry: Foreign Direct Investment and the Regulation of Sovereign Wealth Fund*, in *Engineering a financial services bloodbath*, 2009.
- OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Report, 2008.

- M.E. PLOTKIN, *Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds: Using the Market and the Committee on Foreign Investment in the United States Together To Make the United States More Secure*, in *The Yale Law Journal*, 2008.
- A. POGGI, *Soft law nell'ordinamento comunitario, L'integrazione dei sistemi costituzionali europeo e nazionali*, Relazione tenuta al Convegno annuale dell'Associazione italiana dei costituzionalisti, Catania, ottobre 2005.
- C. POSSE, *Privatizing Public Enterprises*, Oxford, 1991.
- PREQIN, *Preqin Sovereign Wealth Fund Review*, 2011.
- H. RAYMOND, *The Effect of Sovereign Wealth Funds' Involvement on Stock Markets*, Banque de France, Occasional paper, novembre 2008.
- PRIGIONI e ZANNI, *I Fondi Sovrani e il nuovo ordine economico finanziario*, Rubbettino, 2008.
- C. SAN MAURO, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Luiss University Press, 2003.
- P. SAVONA e P. REGOLA, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi Sovrani e il grande negoziato globale*, Rubbettino, 2009.
- L. SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, Oxford, 2004.
- M. SHEMIRANI, *Sovereign Wealth Fund and International Political Economy*, Ashgate, 2011.
- M. SORNARAJAH, *The International Law on Foreign Investment*, Cambridge University Press, 2010
- E.M. TRUMAN, *Sovereign Wealth Fund Acquisition and Other Foreign Government Investments in the United States: Assessing the Economic and National Security Implications*, in audizione presso la *Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs* del Senato Usa, 14 novembre 2007.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD), *World Investment Report*, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008.
- G. VISENTINI, *Partecipazioni pubbliche in società di diritto comune e di diritto speciale*, Milano, 1979.



## Recenti pubblicazioni

- 3** – luglio 2012  
**Discussion papers** I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici  
*di S. Alvaro, P. Ciccaglioni*
- 2** – dicembre 2011  
**Discussion papers** L'*overpricing* dei *covered warrant*: evidenze per il mercato italiano  
*di E. Ciccone, L. Giordano, R. Grasso*
- 70** – ottobre 2011  
**Quaderni di finanza** Women on boards in Italy  
*di M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti*
- 69** – luglio 2011  
**Quaderni di finanza** L'impatto della frammentazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati europei  
*di S.F. Fioravanti, M. Gentile*
- 68** – maggio 2011  
**Quaderni di finanza** La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori.  
Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità  
*Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010*
- 1** – febbraio 2011  
**Discussion papers** I *credit default swap*.  
Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario  
*di L. Amadei, S. Di Rocco, M. Gentile, R. Grasso, G. Siciliano*
- 67** – luglio 2010  
**Quaderni di finanza** Le obbligazioni emesse da banche italiane.  
Le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori  
*di R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano*
- 4** – aprile 2010  
Position papers Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo
- 66** – gennaio 2010  
**Quaderni di finanza** Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori  
*retail*. Le indicazioni di *policy* della finanza comportamentale  
*di N. Linciano*

- 65** – dicembre 2009  
**Quaderni di finanza** Il rapporto tra le Sgr e gli "esperti indipendenti" nella fase di valutazione degli *asset* dei fondi immobiliari
- 3** – ottobre 2009  
**Position papers** Gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti  
*Gruppo di lavoro Consob-Banca d'Italia*
- 2** – ottobre 2009  
**Position papers** Trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash-settled*
- 64** – luglio 2009  
**Quaderni di finanza** Le scelte di portafoglio degli investitori *retail* e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria  
*di M. Gentile, G. Siciliano*
- 1** – maggio 2009  
**Position papers** *Short selling*
- 63** – aprile 2009  
**Quaderni di finanza** Un approccio quantitativo *risk-based* per la trasparenza dei prodotti d'investimento *non-equity*  
*a cura dell'Ufficio Analisi Quantitative – Consob*
- 62** – settembre 2008  
**Quaderni di finanza** La crisi dei mutui *subprime*.  
 Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza  
*di N. Linciano*
- 61** – gennaio 2008  
**Quaderni di finanza** Il *marketing* dei fondi comuni italiani. Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza  
*di F.M. De Rossi, D. Gariboldi, G. Leggieri, A. Russo*
- 60** – giugno 2007  
**Quaderni di finanza** Indagine sulla trasparenza informativa e sui profili di correttezza comportamentale connessi all'offerta di classi di quote e di azioni relative ad OICR esteri commercializzati in Italia
- 59** – ottobre 2006  
**Quaderni di finanza** Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito  
*di M. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano*
- 58** – maggio 2005  
**Quaderni di finanza** L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli.  
 Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari  
*di N. Linciano, G. Siciliano, G. Trovatore*