

## ARTICOLI

**Un passo di lato  
e un balzo in avanti.  
La Brexit ha incentivato il  
Regno Unito ad abbracciare  
le “transizioni gemelle”,  
ma sono le riforme legali e  
regolamentaria poter rendere  
Global Britain un successo.**

---

**Bepi Pezzulli**

Dottore in giurisprudenza, Attorney at Law (NY Bar) e Solicitor (England and Wales)

**Raffaella Tenconi**

Economista

# Dialoghi di Diritto dell'Economia

---

## **Rivista diretta da**

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri, Filippo Sartori,  
Antonella Sciarrone Alibrandi

## **Direttori di area**

### **Attività, governance e regolazione bancaria**

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciruolo, Prof.ssa Carmela Robustella,  
Dott. Luca Lentini

### **Mercato dei capitali finanza strutturata**

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Dott. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo,  
Dott. Francesco Petrosino

### **Assicurazioni e previdenza**

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Dott. Giovanni Maria Berti De  
Marinis, Dott. Massimo Mazzola

### **Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati**

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro,  
Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

### **Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza**

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio  
Didone, Prof. Alessio di Amato

### **Fiscalità finanziaria**

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini, Dott. Ernesto Bagarotto

## Criteri di Revisione

I contributi inviati per la pubblicazione sui Dialoghi di Diritto dell'Economia – editoriali, articoli, note – sono sottoposti a una procedura di valutazione scientifica.

Dopo un primo vaglio della Direzione scientifica, ogni contributo è sottoposto ad uno o più revisori sulla base delle indicazioni dei Direttori d'Area.

La revisione viene effettuata con il sistema dell'anonimato: il Revisore non conosce l'identità dell'Autore, né l'Autore quella del Revisore.

Nel caso di giudizio positivo subordinato a modifiche o integrazioni suggerite dal Revisore, l'autore provvederà ad effettuare le correzioni entro quindici giorni.

L'accettazione dello scritto ai fini della pubblicazione sulla Rivista vincola l'Autore a non pubblicare altrove il contributo senza il consenso scritto dell'Editore.

## Sede della Redazione

Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza

Via Verdi, n. 53, 38122 TRENTO

**SOMMARIO** [\*; \*\*]: 1. Introduzione- 2. La transizione energetica: (i) la finanza verde e il *Nuclear Energy (Financing) Bill* e il modello RAB- 3. La transizione energetica: (ii) la strategia sull'eolico- 4. Innovazione non-tecnologica: la *Alternative Liquidity Facility* per la finanza islamica- 5. La transizione digitale: (i) le riforme al mercato dei capitali- 6. La transizione digitale: (ii) in via di sviluppo, l'integrazione tra finanza intermediata e finanza decentralizzata- 7. Conclusioni-

## 1. Introduzione

Sono passati due anni dalla data effettiva della Brexit. Per tutte le difficoltà che essa, secondo un numero di forse premature previsioni,<sup>1</sup> avrebbe dovuto causare, l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea non ha innescato alcuna significativa perdita permanente di capacità economica britannica; piuttosto, essa è emersa come un veicolo per tentare di riposizionare l'UK al vertice di una dirompente trasformazione dell'economia mondiale.<sup>2</sup>

---

\* Bepi Pezzulli ha conseguito il J.D. alla Columbia University e si è abilitato come Attorney-at-Law a New York, Avvocato in Italia e Solicitor in Inghilterra e Galles. Svolge analisi sull'impatto dell'innovazione sui mercati finanziari, la regolamentazione finanziaria, l'architettura finanziaria, la stabilità finanziaria, la governance e la gestione del rischio. Il suo interesse di ricerca è lo statecraft economico. In precedenza, ha lavorato presso Sullivan & Cromwell e Shearman & Sterling a New York e ha ricoperto vari ruoli di direzione legale e compliance presso BlackRock a Londra.

\*\* Raffaella Tenconi ha conseguito un M.Sc. in Global Market Economics alla London School of Economics. Ha fondato e dirige ADA Economics, una società di ricerca economica e politica con sede a Londra. La sua ricerca combina modelli econometrici e analisi sperimentale per valutare la reazione del settore privato ai cambiamenti della legislazione economica a livello europeo. In precedenza, ha lavorato come Senior Economist presso Bank of America Merrill Lynch e ha ricoperto vari ruoli di ricerca macroeconomica presso Wood & Co, Dresdner Kleinwort e Lombard Street Research.

1 V. in generale John Cassidy, *The Economic Arguments Against Brexit*, THE NEW YORKER (May 23, 2016), <https://www.newyorker.com/news/john-cassidy/the-economic-arguments-against-brexit>. Thomas Sampson et al., *Economists for Brexit: A Critique*, CENTRE FOR ECONOMIC PERFORMANCE, <https://cep.lse.ac.uk/pubs/download/brexit06.pdf>. Julia Rampen, *The 7 brilliant arguments Theresa May once made against Brexit*, THE NEW STATESMAN (October 26, 2016), <https://www.newstatesman.com/politics/the-staggers/2016/10/7-brilliant-arguments-theresa-may-once-made-against-brexit>. Rafal Kierzenkowski et al., *The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision*, OECD Economic Policy Paper No. 16 (April 2016), <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/5jm0lsvdkf6ken.pdf?expires=1645305430&id=id&accname=guest&checksum=8164CB69ADFEA76244CDCE6D482EF0BA>.

2 HM GOV'T, THE BENEFITS OF BREXIT. HOW THE UK IS TAKING ADVANTAGE OF LEAVING THE EU (January 2022), [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/1054643/benefits-of-brexit.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1054643/benefits-of-brexit.pdf).

---

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

A far data dalla Brexit, il governo britannico ha intrapreso un ciclo di profonda ricalibrazione della politica industriale, concepita per assicurare che l'UK sia *leader* e beneficiario delle “transizioni gemelle”.<sup>3</sup> Il termine “transizioni gemelle” descrive la Quarta Rivoluzione Industriale o Industria 4.0, basata sulla digitalizzazione dell'economia e sulla decarbonizzazione dell'economia attraverso l'impiego di tecnologia innovativa. In questo senso, essendo basate sul medesimo processo di trasformazione dell'economia, la transizione digitale e la transizione energetica sono transizioni gemelle.<sup>4</sup>

Nel nuovo paradigma economico, l'UK non è un concorrente diretto di USA o Cina, che hanno già costruito una posizione di vantaggio comparativo nella tecnologia sottostante. Più pragmaticamente, Londra punta a costruire una posizione di vantaggio strategico attraverso il trasferimento di capacità scientifica e tecnologica al settore industriale, allo scopo di costruire una economia basata sull'innovazione.<sup>5</sup> Poiché per conseguire questo obiettivo, il *first mover advantage* è fondamentale, il governo conservatore ha agito velocemente ed eseguito una revisione completa della strategia di politica industriale. La revisione strategica ha implicato un notevole sforzo a livello legale e regolamentare implementato attraverso legislazione e riforme.

Al di fuori dell'UE, l'UK è meglio posizionato per assicurarsi i benefici della nuova strategia, e può, in una certa misura, recuperare rilevanza per la sterlina, dopo che il GBP ha perso centralità nel commercio internazionale contro la lenta ma continua crescita di euro e renminbi come valute di riserva.<sup>6</sup>

Dal punto di vista britannico, cavalcare le transizioni gemelle significa rafforzare il ruolo della City di Londra quale hub globale di servizi finanziari e legali per influenzare lo sviluppo delle “*big six*” tecnologie digitali (*blockchain*, *big data*, intelligenza artificiale, *e-commerce*, realtà virtuale e *cloud*) e promuov-

---

3 Alan Warr, *Tech priorities for government leaders and departments for 2022*, GOVERNMENT BUSINESS, <https://governmentbusiness.co.uk/features/technology-priorities-government-leaders-and-departments-2022>.

4 *What is twin transitions?* INSIGHT (December 14, 2021), [https://www.insight-erasmus.eu/what-is-twin-transition/?utm\\_source=rss&utm\\_medium=rss&utm\\_campaign=what-is-twin-transition](https://www.insight-erasmus.eu/what-is-twin-transition/?utm_source=rss&utm_medium=rss&utm_campaign=what-is-twin-transition).

5 HM GOV'T, *GLOBAL BRITAIN IN A COMPETITIVE AGE: THE INTEGRATED REVIEW OF SECURITY, DEFENCE, DEVELOPMENT AND FOREIGN POLICY* (March 2021), [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/975077/Global\\_Britain\\_in\\_a\\_Competitive\\_Age\\_the\\_Integrated\\_Review\\_of\\_Security\\_\\_Defence\\_\\_Development\\_and\\_Foreign\\_Policy.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/975077/Global_Britain_in_a_Competitive_Age_the_Integrated_Review_of_Security__Defence__Development_and_Foreign_Policy.pdf).

6 INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE, RENMIN UNIVERSITY OF CHINA, *RMB INTERNATIONALIZATION REPORT 2021 – THE NEW DEVELOPMENT PATTERN OF DUAL CIRCULATION AND CURRENCY INTERNATIONALIZATION* (July 2021), <http://www.imi.ruc.edu.cn/docs/2021-09/7409bfbb66b7490d98c1722350908fe1.pdf>.

vere la loro adozione a livello globale.<sup>7</sup> Per consolidare la *leadership* globale, certi fattori-chiave sono necessari: una regolamentazione competente e sofisticata, una intermediazione finanziaria estesa e affidabile e una infrastruttura legale capace di sostenere la proliferazione di *crypto-assets* esistenti e futuri.<sup>8</sup> Soprattutto, sono necessarie fonti di energia abbondanti e resilienti, in mancanza delle quali la transizione digitale e la transizione energetica strozzano, piuttosto che incoraggiare, la crescita. Infine, serve una forza lavoro altamente specializzata, versata in tutti gli aspetti del balzo tecnologico, politicamente necessaria per rendere questa nuova realtà socialmente accettabile ed economicamente vantaggiosa per la maggioranza elettorale.

## **2. La transizione energetica: (i) la finanza verde e il Nuclear Energy (Financing) Bill e il modello RAB**

Con questo prisma in mente, l'UK ha intrapreso un programma di riforme legali e regolamentari, noto come agenda “*Global Britain*”, basato sul ruolo globale della *City* di Londra e sulla capacità dei mercati di finanziarie le riforme necessarie se attratti dai giusti incentivi.<sup>9</sup> Il Miglio Quadrato ha accettato la sfida della trasformazione economica: preso atto che essere il centro di gravità della finanza globale non sarebbe più sufficiente per favorire le ambizioni dell'agenda *Global Britain*, i mercati hanno incentivato il sistema industriale a rendersi flessibile, innovativo e resiliente agli *shocks*. Il rapporto annuale di *The CityUK*, la lobby dell'industria dei servizi finanziari, sullo stato dell'industria fornisce un'illustrazione del vantaggio competitivo che la *City* garantisce a Londra e all'UK.<sup>10</sup> Gli intermediari finanziari hanno svolto un ruolo cruciale durante la pandemia di Covid-19, mitigando lo *shock* economico causato dalla crisi sanitaria. Questo è accaduto grazie alla capacità dei mercati di adattarsi ai cambiamenti e di finanziare l'Erario. Secondo i dati di PWC, una società di revisione contabile, il settore dei servizi finanziari ha

7 Bepi Pezzulli and Raffaella Tenconi, *The Recovery of the City of London's Competitive Advantage in Global Capital Markets: Renouncing Inherited EU Law to Restore English Common Law*, 63 VA. J. INT'L L. ONLINE 33 (2021),

[https://static1.squarespace.com/static/5f0a3654a47d231c00ccd14f/t/6153b830a27eb461937703f7/1632876593009/Pezzulli+%26+Tenconi\\_The+Restoration+of+the+City+of+London%27s+Competitive+Advantage\\_Final+to+Author+092721.pdf](https://static1.squarespace.com/static/5f0a3654a47d231c00ccd14f/t/6153b830a27eb461937703f7/1632876593009/Pezzulli+%26+Tenconi_The+Restoration+of+the+City+of+London%27s+Competitive+Advantage_Final+to+Author+092721.pdf). See also

BARNABAS REYNOLDS, RESTORING UK LAW: FREEING THE UK'S GLOBAL FINANCIAL MARKET (Sheila Lawlor Ed., 2021).

8 Id.

9 V. Collection. *Global Britain: delivering on our international ambition*, COMMONW. & FOREIGN OFFICE (June 13, 2018, last updated September 23, 2019), <https://www.gov.uk/government/collections/global-britain-delivering-on-our-international-ambition#:~:text=Global%20Britain%20is%20about%20reinvesting,confident%20on%20the%20world%20stage>.

10 THECITYUK, SUPPORTING RECOVERY, SHAPING AN AGENDA FOR THE FUTURE. ANNUAL REPORT AND ACCOUNTS 2020-21 (September 2021), <https://www.thecityuk.com/assets/2021/Reports/dbb2406edd/Supporting-recovery-shaping-an-agenda-for-the-future-Annual-report-and-accounts-2020-21.pdf>.

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

contribuito £75,6 mld in tasse nell'ultimo anno fiscale, impiegando il 3% della forza lavoro (1,1 mln di addetti); numeri che costituiscono il 10% del gettito fiscale aggregato.<sup>11</sup>

I mercati sono stati straordinariamente ricettivi alla crisi, sviluppando nuovi prodotti e nuove specializzazioni, in linea con le priorità politiche generali e i cambiamenti geopolitici. A cominciare dalla finanza verde.

Il *London Stock Exchange* (LSE) è stata la prima grande Borsa valori a lanciare un segmento dedicato ai *green bonds*.<sup>12</sup> Lo speciale *Sustainable Bond Market* (SBM) comprende *green*, *sustainability* e *social bonds*.<sup>13</sup> Nell'ultimo anno, ci sono stati più di 240 *sustainable bonds* attivi quotati sul LSE offerti da più di 60 emittenti, che hanno raccolto £50 mld.<sup>14</sup> Secondo i dati di Morningstar, una società di analisi finanziaria, ci sono 20 fondi di *green bonds* distribuiti in UK;<sup>15</sup> tra i gestori, figurano Allianz, AXA, BNP Paribas, Credit Suisse, BlackRock, ISS and Mirova.<sup>16</sup> Sul lato *equity*, ci sono ora più di 125 *green funds*, *Exchange Traded Funds* (ETF) e ETS (strumenti per la negoziazione di emissioni di Co2) quotati sul LSE, che forniscono capitale privato per finanziare la transizione energetica.<sup>17</sup> La vitalità britannica contrasta con la crisi europea; mentre Londra si posiziona in cima al *Green Finance Index*;<sup>18</sup> il blocco a 27 appare attana-

11 CITY OF LONDON CORPORATION, THE TOTAL TAX CONTRIBUTION OF UK FINANCIAL SERVICES IN 2020, 13TH EDITION, <https://www.cityoflondon.gov.uk/assets/Business/total-tax-contribution-2020.pdf>.

12 Factsheet (February 19, 2021), Sustainable Bond Market (SBM), THE LONDON STOCK EXCHANGE GROUP, <https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/London%20Stock%20Exchange%20Sustainable%20Bond%20Market%20Factsheet%20effective%2019%20Feb%202021.pdf>.

13 Ibid.

14 2020 – A year of green milestones for the Sustainable Bond Market, LONDON STOCK EXCHANGE (January 6, 2021), <https://www.londonstockexchange.com/discover/news-and-insights/2020-year-green-milestones-sustainable-bond-market>.

15 Valerio Baselli, *Why Invest in Green Bonds?*, MORNINGSTAR (December 18, 2020), <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/208107/why-invest-in-green-bonds.aspx>.

16 Id.

17 LONDON STOCK EXCHANGE, NAVIGATING THE GREEN FINANCE LANDSCAPE (2019), [https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/lseg\\_green\\_finance\\_issuer\\_guide.pdf](https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/lseg_green_finance_issuer_guide.pdf).

18 Z/YEN, THE GLOBAL GREEN FINANCE INDEX 9 (APRIL 2022), [www.longfinance.net/programmes/financial-centre-futures/global-green-finance-index/](http://www.longfinance.net/programmes/financial-centre-futures/global-green-finance-index/).

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

gliato dall'emergenza dei prezzi energetici<sup>19</sup> e diviso sui criteri base della tassonomia verde.<sup>20</sup>

Londra ha adottato una strategia precisa. La scelta politica è stata quella di non lasciare l'onere di implementare la transizione energetica nelle mani dei soli mercati. L'UK ha impiegato denaro del contribuente per sussidiare l'innovazione nucleare. Lo sviluppo di uno dei primissimi *small modular reactors* (SMR) è stato finanziato con £210 mln di denaro pubblico trasferiti a Rolls-Royce SMR.<sup>21</sup> In associazione con una quota di capitale privato pari a £250 mln, l'investimento finanzia la fase 2 del progetto “Nucleare a basso costo” per renderlo operativo in UK.<sup>22</sup> Il nucleare a basso costo è fondamentale per creare una fonte di energia potenzialmente infinita, affidabile e pulita per consentire all'UK di ridurre la dipendenza dagli idrocarburi fossili e l'esposizione alla volatilità del prezzo del gas naturale.<sup>23</sup> I reattori nucleari di nuova generazione sono meno costosi da costruire rispetto agli impianti nucleari tradizionali, grazie alle dimensioni ridotte.<sup>24</sup> La componentistica modulare consente alle parti di essere prodotte in impianti specializzati e trasportate su gomma verso i siti nucleari, con un risparmio di tempi e costi.<sup>25</sup> Rolls Royce SMR stima che ogni mini-reattore nucleare è capace di fornire energia elettrica a 1 milione di case, l'equivalente di una città come Leeds.<sup>26</sup>

La partnership pubblico-privato con Rolls Royce è la più grande collaborazione ingegneristica mai formata in UK. Ed ha conseguenza significative: massimizza la capacità scientifica interna, crea nuova proprietà industriale, ricostruisce una supply chain domestica, e posiziona l'UK come leader globa-

19 Michael Winfrey et al., *The Energy Price Surge Is Squeezing Europe's Economy*, BLOOMBERG (January 12, 2022), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-01-12/the-energy-price-surge-is-squeezing-europe-s-economy>.

20 V. in generale *Questions and Answers on the EU Taxonomy Complementary Climate Delegated Act covering certain nuclear and gas activities*, EUROPEAN COMMISSION (February 2, 2022), [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA\\_22\\_712](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA_22_712). Nikolaus J. Kurmayer, *Germany considering lawsuit against EU taxonomy*, EURACTIV (February 8, 2022), <https://www.euractiv.com/section/energy/news/germany-considering-lawsuit-against-eu-taxonomy/>. Camilla Naschert, *Resist green label for natural gas, nuclear, EU taxonomy advisers say*, S&P GLOBAL (January 24, 2022), <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/resist-green-label-for-natural-gas-nuclear-eu-taxonomy-advisers-say-68541647>.

21 *UK backs new small nuclear technology with £210 million*, DEP'T FOR BUS., ENERGY & INDUS. STRATEGY (November 9, 2021), <https://www.gov.uk/government/news/uk-backs-new-small-nuclear-technology-with-210-million>.

22 Id.

23 Id.

24 Id.

25 Id.

26 Id.

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

le nell'innovazione nucleare. Il nucleare di nuova generazione è una tecnologia esportabile all'interno del network delle democrazie liberali che attribuisce ulteriore credibilità all'agenda *Global Britain*. Il CEO di Rolls Royce Warren East ha illustrato le prossime applicazioni industriali: “La tecnologia Rolls-Royce SMR – ha detto – è una soluzione di energia pulita che offre scalabilità per molteplici applicazioni industriali: in particolare, accanto alla produzione di energia elettrica, la produzione di idrogeno e carburanti sintetici”.<sup>27</sup> L'economia britannica, a differenza di altre, sta capitalizzando la transizione energetica. Il progetto SMR, si stima, può creare 40mila posti di lavoro tra addetti alla produzione e addetti all'export.<sup>28</sup>

Il progetto Nucleare a basso costo è stato deliberato mentre il Parlamento discuteva il *Nuclear Energy (Financing) Bill* che ha introdotto un nuovo modello di finanziamento per gli impianti di produzione nucleare, conosciuto come *Regulated Asset Base (RAB)*.<sup>29</sup> Il modello RAB è un metodo già usato in UK per il finanziamento di grandi infrastrutture, ad esempio acquedotti, ferrovie, reti per il gas e reti elettriche.<sup>30</sup> Due recenti applicazioni sono state il Terminal 5 dell'aeroporto di Heathrow e il *Thames Tideway Tunnel*.<sup>31</sup>

Tale modello viene utilizzato per incentivare gli investimenti privati in progetti pubblici, fornendo un ritorno sicuro sugli investimenti ai finanziatori.<sup>32</sup> Nell'ambito di questo meccanismo, le società energetiche gestiscono il progetto infrastrutturale, assumendo la proprietà degli *assets* e dei costi operativi.<sup>33</sup> In cambio, saranno in grado di raccogliere entrate, attraverso le bollette dell'elettricità, e potranno an-

27 *Funding secured to enable small modular reactor delivery to meet net zero*, ROLLS ROYCE SMR (November 8, 2021), <https://www.rolls-royce-smr.com/press/funding-secured-to-enable-small-modular-reactor-delivery-to-meet-net-zero>.

28 Id.

29 *A new generation of power generation - UK government legislates for RAB model to fund nuclear new builds*, SLAUGHTER & MAY (November 3, 2021), <https://my.slaughterandmay.com/insights/briefings/a-new-generation-of-power-generation-uk-government-legislates-for-rab-model-to-fund-nuclear-new-builds>.

30 *Future funding for nuclear plants*, DEPT FOR BUS., ENERGY & INDUS. STRATEGY (October 26, 2021), <https://www.gov.uk/government/news/future-funding-for-nuclear-plants>.

31 Umesh Ellichipuram, *UK unveils new funding model for nuclear power stations*, POWER TECHNOLOGY (October 27, 2021), <https://www.power-technology.com/news/uk-funding-model-nuclear/>

32 Id.

33 Sam Forsdick, *How do you solve a problem like Wylfa Newydd? Exploring the regulated asset base nuclear financing model*, NS ENERGY (January 22, 2019), <https://www.nsenergybusiness.com/features/regulated-asset-base-model-nuclear/>

che ricevere sussidi governativi.<sup>34</sup> Ciò garantisce un tasso di rendimento più lungo, che riduce il rischio di investimento per i progetti ad alta intensità di capitale, come la costruzione di centrali nucleari.<sup>35</sup> Nella nuova formulazione, la società appaltatrice non deve aspettare l'inizio della produzione di energia per cominciare a ricevere entrate, ma riceve un flusso di entrate regolamentate dal Governo in relazione alle sue attività di progettazione, costruzione, messa in servizio e funzionamento del progetto nucleare.<sup>36</sup>

Il modello incentiva l'investimento privato attraverso la riduzione del rischio e della volatilità degli introiti futuri. La nuova legge è concepita per attrarre maggiori investimenti privati domestici, al fine di ridurre i costi di costruzione, le bollette energetiche e la necessità di ricorso ad investimenti esteri. Inoltre, facilita la transizione energetica nel corso dei prossimi 20 anni, quando la domanda globale di energia è prevista in crescita e le fonti energetiche incontreranno colli di bottiglia per effetto della fine del ciclo di vita della capacità nucleare esistente.<sup>37</sup>

All'aumento della capacità nucleare, verrà associata l'adozione di una *smart grid* nazionale. Le “reti intelligenti” sono reti di fornitura elettrica che utilizzano dispositivi digitali di monitoraggio, comunicazione e automazione per rilevare e reagire alle variazioni di utilizzo. Le reti intelligenti sono in grado di reindirizzare l'energia in caso di guasto per consentire un più rapido ripristino delle forniture energetiche.<sup>38</sup> Esse sono composte da “microreti”. Le microreti sono reti elettriche che incorporano fonti di generazione e carichi normalmente collegati alla rete principale. Se necessario, le microreti possono funzionare anche in “modalità isola”, quando sono scollegate dalla rete principale.<sup>39</sup> Le microreti sono basate sulla tecnologia *blockchain* e consentono il *trading* di energia P2P, e pertanto contribuiscono all'efficienza della distribuzione energetica facendo incontrare sul l'eccesso e la penuria di energia.

34 Ibid.

35 Ibid.

36 DEP'T FOR BUS., ENERGY & INDUS. STRATEGY, RAB MODEL FOR NUCLEAR. GOVERNMENT RESPONSE TO THE CONSULTATION ON A RAB MODEL FOR NEW NUCLEAR PROJECTS (2020), [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/943762/Nuclear\\_RAB\\_Consultation\\_Government\\_Response-.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/943762/Nuclear_RAB_Consultation_Government_Response-.pdf).

37 *Nuclear Power in the UK*, UK PARLIAMENT (December 1,2001), <https://lordslibrary.parliament.uk/nuclear-power-in-the-uk/>

38 *Smart grids and Micro grids*, VATTENFALL, <https://network-solutions.vattenfall.co.uk/services/smart-grids-and-micro-grids>.

39 Id.

L'UK sta investendo miliardi nell'industria nucleare. Nella *Spending Review* recentemente presentata al Parlamento, il Cancelliere dello Scacchiere Rishi Sunak ha annunciato un bouquet di misure. Queste comprendono: (i) £1,7 mld di fondi pubblici per la costruzione *ex novo* di un nuovo impianto nucleare *full-scale*; (ii) un Fondo per la capacità nucleare da £120 mln per abbattere le barriere all'ingresso di nuovi entranti; (iii) un Fondo per l'innovazione nucleare da £385 mln, annunciato nel discorso del Primo Ministro Boris Johnson “*10 Point Plan for a Green Industrial Revolution*”.<sup>40</sup>

### **3. La transizione energetica: (ii) la strategia sull'eolico**

L'UK sta anche investendo massicciamente nell'eolico. Nuove turbine fornite dall'azienda danese Ørsted, sono capaci di generare 1.32GW di energia rinnovabile, e rendono Hornsea 2 il più grande impianto eolico offshore al mondo.<sup>41</sup> Assieme ad Hornsea 1, l'impianto è capace di produrre energia rinnovabile per 2,3 milioni di case.<sup>42</sup> Hornsea è anche un'operazione di marketing globale che esibisce la capacità ingegneristica britannica. L'impianto è localizzato a 89 km dalla costa orientale dell'UK; l'energia prodotta verrà trasportata dalle 165 turbine lungo 375 km di cavi fino alla *offshore substation* (oss) e da lì alla *reactive power compensation station* (RCS).<sup>43</sup> Poi convergerà dentro la rete elettrica nazionale via 390 km di cavi offshore e 40 km di cablaggio alla *Killingholme substation* nel Lincolnshire.<sup>44</sup>

Hornsey non è l'unico progetto attivo. In Scozia sono attivi il primo impianto eolico galleggiante al mondo (Hywind) nei pressi di Peterhead e il Progetto Beatrice, nel fiordo Moray.<sup>45</sup> Con essi, la Scozia produce già più di 4.5GW di energia rinnovabile. Ma Edimburgo continua ad innovare: la prima turbina Vestas

40 BECKY MAWHOOD ET AL., NUCLEAR ENERGY (FINANCING) BILL 2021-22 (January 7, 2022), <https://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/CBP-9356/CBP-9356.pdf>. HM GOV'T, THE TEN POINT PLAN FOR A GREEN INDUSTRIAL REVOLUTION (November 2020), [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/936567/10\\_POINT\\_PLAN\\_BOOKLET.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/936567/10_POINT_PLAN_BOOKLET.pdf).

41 Maryam Adeeb, *Ørsted's Hornsea 2 offshore wind farm generates 1st power*, S&P GLOBAL (December 21, 2021), <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/216-rsted-s-hornsea-2-offshore-wind-farm-generates-1st-power-68158307>.

42 *The world's biggest offshore wind farm, Hornsea 2, generates first power*, Ørsted (December, 21, 2021), <https://orsted.com/en/media/newsroom/news/2021/12/20211220460511>.

43 Ibid.

44 Ibid.

45 *Marine renewable energy*, CABINET SECRETARY FOR RURAL AFFAIRS AND ISLANDS, <https://www.gov.scot/policies/marine-renewable-energy/offshore-wind-energy/>.

V164-10.0 MW è stata installata a Seagreen, un impianto da 1.1GW.<sup>46</sup> Seagreen è in fase di espansione. Una volta completato, sarà capace di produrre 5,000 GWh di energia rinnovabile all'anno.<sup>47</sup> Tale capacità produttiva è sufficiente per fornire energia pulita a 1,6 mln di case e tagliare 1,6 mln di tonnellate di emissioni di carbonio.<sup>48</sup> Nucleare ed eolico consentiranno all'UK di raggiungere l'obiettivo Net Zero entro il 2050.<sup>49</sup>

#### **4. Innovazione non-tecnologica: la Alternative Liquidity Facility per la finanza islamica**

L'innovazione ha permesso all'UK di costruire una posizione di leadership in un altro segmento ad alta crescita dell'economia. Secondo i dati dell'*Islamic Finance Country Index* pubblicato su base annuale da Edbiz Consulting, l'UK è il più grande mercato di finanza islamica al di fuori del mondo musulmano.<sup>50</sup> 5 banche islamiche e altre 15 con un desk islamico detengono depositi per £6 mld.<sup>51</sup> Per aumentare questo segmento del mercato bancario, la *Bank of England* ha lanciato una linea di credito istituzionale, denominata *Alternative Liquidity Facility* (ALF), che permette al pool di liquidità islamico di essere fungibile con la liquidità domestica in GBP.<sup>52</sup> L'ALF è strutturata come una *wakalah*, cioè un fondo di debito. Le banche possono depositare contante nel fondo e ricevono un ritorno basato sull'andamento di un portafoglio sottostante composto di *sukuk*, bond islamici. Il fondo, ha spiegato la BOE, ha acquistato *sukuk* emessi dalla *Islamic Development Bank*.<sup>53</sup> La ISDB è una banca di sviluppo multilaterale *Shari'a-compliant* con un rating AAA. Quindi la ALF fornisce alle banche islamiche la “flessibilità necessaria ad adempiere ai requisiti di capitale *High Quality Liquid Assets* (HQLA) richiesti dalla normativa interna-

46 GLOBAL WIND ENERGY COUNCIL, GLOBAL OFFSHORE WIND REPORT (2021), <https://gwec.net/wp-content/uploads/2021/09/GWEC-Global-Offshore-Wind-Report-2021.pdf>.

47 *Seagreen reaches another milestone as 5100 tonne jacket installed*, SEAGREEN WIND ENERGY (January 5, 2022), <https://www.seagreenwindenergy.com/post/seagreen-reaches-another-milestone-as-5-100-tonne-jacket-installed>.

48 Adnan Durakovic, *Europe's First 10 MW Wind Turbine Stands Offshore Scotland*, OFFSHOREWIND.BIZ (December 8, 2021), <https://www.offshorewind.biz/2021/12/08/europes-first-10-mw-wind-turbine-stands-offshore-scotland/>.

49 HM GOV'T, NET ZERO STRATEGY: BUILD BACK GREENER (October 2021), [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/1033990/net-zero-strategy-beis.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1033990/net-zero-strategy-beis.pdf).

50 EDBIZ CONSULTING, ISLAMIC FINANCE COUNTRY INDEX (2020), <https://gifr.net/publications/gifr2020/ifci.pdf>.

51 BRITISH EMBASSY BISHEK, ISLAMIC FINANCE IN THE UK, [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/503491/2015047\\_Is\\_Fin\\_A5\\_AW\\_ENG\\_WEB.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/503491/2015047_Is_Fin_A5_AW_ENG_WEB.pdf).

52 *The Alternative Liquidity Facility*, BANK OF ENGLAND (December 2, 2021), <https://www.bankofengland.co.uk/news/2021/december/the-alternative-liquidity-facility>.

53 Ibid.

zionale Basilea III<sup>54</sup>, col che esse possono detenere riserve di attivi senza ricorrere al meccanismo degli interessi, ha dichiarato Andrew Hauser, *Executive Director, Markets* della BOE.<sup>55</sup> Threadneedle Street è stata la prima banca centrale occidentale ad offrire una linea di credito istituzionale di questa natura.<sup>56</sup>

Ci sono anche 7 ETF islamici per un controvalore di £6 mld<sup>57</sup> e 68 *sukuk* per un controvalore di £51 mld quotati sul LSE<sup>58</sup>, tra i quali una obbligazione sovrana del Tesoro britannico per £500 mln.<sup>59</sup>

L'introduzione dell'ALF, secondo quanto dichiarato da Rhys Phillips, *Head of Sterling Markets* della BOE “aiuta il settore della finanza islamica in UK a competere nel mondo musulmano e rafforza il ruolo dell'UK nella finanza globale”.<sup>60</sup>

Anche questa scelta è coerente con la strategia a lungo termine di diversificare l'economia britannica rispetto al mercato europeo, in previsione di continue tensioni sul commercio col blocco a 27 post Brexit e la possibilità di sostituirlo con commercio con regioni a più alta crescita nell'economia internazionale.

## **5. La transizione digitale: (i) le riforme al mercato dei capitali**

Nell'anno della pandemia, Londra ha conquistato la leadership europea nelle quotazioni in Borsa.<sup>61</sup>

54 Why Islamic finance has an important role to play in supporting the recovery from Covid – and how the Bank of England's new Alternative Liquidity Facility can help, speech by Andrew Hauser, given during UK Islamic Finance Week 2020, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2020/andrew-hauser-ifn-uk-onair-forum-and-report-2020>.

55 Id.

56 BANK OF ENGLAND, *supra* nota 52.

57 *Islamic Finance*, LONDON STOCK EXCHANGE GROUP, <https://www.lseg.com/sukuk>.

58 *Sukuk*, LONDON STOCK EXCHANGE, <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/debt/our-products/sukuk>.

59 *UK bolsters Islamic finance offering with second Sukuk*, HM TREASURY (March 25, 2021), [https://www.gov.uk/government/news/uk-bolsters-islamic-finance-offering-with-second-sukuk#:~:text=The%20UK%20has%20bolstered%20its,today%20\(25%20March%202021\).&text=%C2%A3500%20million%20of%20Sukuk%2C%20the%20Islamic%20equivalent%20of%20a,the%20Middle%20East%20and%20Asia](https://www.gov.uk/government/news/uk-bolsters-islamic-finance-offering-with-second-sukuk#:~:text=The%20UK%20has%20bolstered%20its,today%20(25%20March%202021).&text=%C2%A3500%20million%20of%20Sukuk%2C%20the%20Islamic%20equivalent%20of%20a,the%20Middle%20East%20and%20Asia).

60 BANK OF ENGLAND, *supra* nota 52.

61 Jack Barnett, *Exclusive: London rides wave of floats to snatch Europe listing crown*, CITYAM (December 20, 2021), <https://www.cityam.com/exclusive-london-rides-wave-of-floats-to-take-europe-listing-crown/#:~:text=London%20has%20ridden%20the%20crest,by%20consultancy%20KPMG%20has%20found>.

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

KPMG, una società di revisione contabile, ha riportato numeri precisi.<sup>62</sup> Ancora una volta, i risultati sono attribuibili a decisioni di politica industriale. A novembre 2020, il Cancelliere dello Scacchiere aveva annunciato nel suo discorso *“Future of Financial Services”*, tenuto alla Camera dei Comuni, l'intenzione di emendare i regolamenti di quotazione in Borsa, ed aveva incaricato Lord Jonathan Hill di preparare una proposta di riforma.<sup>63</sup> L'obiettivo affidato a Lord Hill era di elaborare una proposta di riforma ai regolamenti di quotazione in Borsa per attrarre a Londra imprese innovative e ad alta velocità di sviluppo alla ricerca di capitale di finanziamento alla crescita.<sup>64</sup>

La *UK Listing Review* aveva esaminato le modalità per migliorare la posizione dell'UK come destinazione internazionale per le IPOs, snellire il processo di raccolta di capitale per le imprese, e mantenere gli alti standard di *governance, shareholders rights* e trasparenza che costituiscono una parte del vantaggio competitivo di Londra.<sup>65</sup>

Le raccomandazioni della *Lord Hill Review* richiedevano: (i) la predisposizione di un report annuale inviato al Parlamento dal Cancelliere dello Scacchiere sullo stato dell'industria dei servizi finanziari; (ii) emendamenti ai regolamenti di quotazione in Borsa per permettere di quotare emittenti con classi di azioni duali e *special purpose acquisitions vehicles* (SPAC); (iii) la riduzione del flottante minimo; (iv) il riposizionamento del segmento standard del listino di Borsa; (v) una semplificazione dei requisiti applicabili al prospetto di quotazione; (vi) l'introduzione di tecnologia per aumentare la partecipazione del mercato *retail* al mercato dei capitali e migliorare l'efficienza del processo di raccolta; (vii) revisioni alla missione istituzionale della *Financial Conduct Authority* (FCA) in linea con la *Future Regulatory Framework Review*<sup>66</sup> per aggiungere il compito di aumentare l'attrattività dell'UK come giurisdizione commerciale e finanziaria.<sup>67</sup>

62 *2021 UK IPO volumes surge, defying market uncertainty and volatility*, KPMG (December 21, 2021), <https://home.kpmg/uk/en/home/media/press-releases/2021/12/2021-uk-ipo-volumes-surge-defying-market-uncertainty-volatility.html>.

63 The Chancellor of the Exchequer Rishi Sunak, *Future of Financial Services*, Volume 683: debated on Monday November 9, 2020. UK Parliament Hansard, <https://hansard.parliament.uk/commons/2020-11-09/debates/D5E911A9-1270-457F-9F6A-57AE5C272FBA/FutureOfFinancialServices>.

64 Id.

65 JONATHAN HILL, *UK LISTING REVIEW* (March 3, 2021), [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/966133/UK\\_Listing\\_Review\\_3\\_March.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/966133/UK_Listing_Review_3_March.pdf).

66 *Future Regulatory Framework (FRF) Review: Proposals for Reform*, HM TREASURY (November 9, 2021), <https://www.gov.uk/government/consultations/future-regulatory-framework-frf-review-proposals-for-reform>.

67 HILL, *supra* nota 65.

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

Il 19 aprile 2021, il Cancelliere dello Scacchiere ha annunciato l'impegno del governo in risposta alla *Lord Hill Review*.<sup>68</sup> Il governo ha comunicato la decisione di trasporre in legge tutte le raccomandazioni, inclusa la comunicazione annuale al Parlamento e gli emendamenti al prospetto di quotazione.<sup>69</sup>

Proprio la pubblicazione della *Lord Hill Review* a marzo 2021, ha aiutato la City a conseguire i risultati descritti. 113 imprese si sono quotate a Londra nell'arco del 2021, superando i livelli pre-pandemici, in un chiaro segno dell'efficacia della ripresa economica dopo l'abisso della crisi da Covid-19.<sup>70</sup> Nel 2019, le quotazioni a Londra furono 27<sup>71</sup>, mentre nel 2020, nel pieno della circolazione del virus cinese, le IPOs furono 26.<sup>72</sup>

Le nuove regole permettono agli emittenti con classi di azioni duali di quotarsi sul segmento premium e aprono la porta alla quotazione delle SPAC. Le SPAC hanno riscosso grande interesse a Wall Street; \$140 mld di investimenti in questi veicoli societari sono stati raccolti attraverso la quotazione a New York nel 2021.<sup>73</sup>

Le SPAC hanno una funzione positiva nell'economia.<sup>74</sup> L'attivazione di programmi di *quantitative easing* da parte di tutte le maggiori banche centrali, compresa la BOE, ha cambiato il panorama degli investimenti ed ha strutturalmente rafforzato gli investimenti in *equity* contro gli investimenti in debito. La di-

68 UK Listings Review: Government response, Statement made on April 19, 2021, UK Parliament, Written questions, answers and statements, <https://questions-statements.parliament.uk/written-statements/detail/2021-04-19/hcws919>.

69 HM TREASURY, UK LISTINGS REVIEW (November 19, 2020), <https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review>.

70 KPMG, *supra* nota 62.

71 PWC, IPO WATCH EUROPE ANNUAL REVIEW (2019), <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-q4-2019-annual-review.pdf>.

72 *London's IPO market proves resilient in 2020 despite COVID-19 and Brexit-related uncertainties*, PWC (December 17, 2020), <https://www.pwc.co.uk/press-room/press-releases/london-s-ipo-market-proves-resilient-in-2020-despite-covid-19-an.html>.

73 Megan J. Penick, *SPACs: Their Current Status and the Future of Regulation*, MICHELMAN & ROBINSON LLP (November 16, 2021), <https://www.mrllp.com/blog-spacs-their-current-status-and-the-future-of-regulation-megan-penick>.

74 V. *in generale* Max H. Bazerman and Paresh Patel, *SPACs: What You Need to Know*, HARV. BUS. REV. 99, no. 4 (July-August 2021), 102-111. Michael D. Klausner et al., *A Sober Look at SPACs*, YALE J. ON REG., 2022, Volume 39, Issue 1, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 559, NYU Law and Economics Research Paper No. 20-48, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 746/2021, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3720919> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3720919>

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

mensione, la profondità e la liquidità dei mercati azionari globali hanno acquisito importanza nel mondo del QE. Pat Mathewson nota che la grande domanda di SPAC nei mercati dei capitali si è verificata in un contesto di “ricerca del rendimento”<sup>75</sup> e di una carenza di risparmi a livello mondiale,<sup>76</sup> recentemente esacerbata dalla pandemia Covid-19. Inoltre, spiega Mathewson, la tendenza è funzione della domanda repressa da parte degli investitori, in particolare quelli al dettaglio, che cercano un'esposizione a settori di frontiera come i veicoli elettrici o la tecnologia spaziale e che tradizionalmente sono stati esclusi dal processo di IPO.<sup>77</sup> La domanda è inoltre guidata da ulteriori incentivi, come una struttura che fornisce un limite teorico a qualsiasi rischio di ribasso derivante dall'investimento e *warrant* per l'acquisto di azioni in futuro a un prezzo specifico.<sup>78</sup> E' vero che il *momentum* è in calo mentre la politica monetaria viene ricalibrata nel 2022-23. Tuttavia, la restrizione alla liquidità è una fase transitoria che non toglie importanza al *trend* secolare. Le SPAC possono favorire ed accelerare le consolidazioni industriali, che nel contesto globale sono una necessità per il successo, ma la loro sostenibilità a lungo termine dipenderà dalla qualità del management e dalla efficacia delle politiche di vigilanza.

I volumi delle IPOs potrebbero essere ulteriormente aiutati dall'entrata in vigore delle nuove regole proposte nella *Khalifa Review* mirate al settore *fintech*. Le nuove regole introducono un regime speciale per i visti nel settore tecnologico per attrarre talento globale ed aumentare la forza lavoro nel settore *fintech*, la istituzione di un *sandbox* per favorire la sperimentazione di nuova tecnologia, e l'istituzione del *Centre for Finance, Innovation, and Technology*, per migliorare il coordinamento tra gli agenti dell'ecosistema *fintech* e accelerarne la crescita.<sup>79</sup>

Sulla finanza digitale, Londra sta consolidando una posizione di *leadership* a livello globale. Secondo i dati del *Digital Economy Council* elaborate da *Dealroom*, nel 2021, le *fintechs* britanniche hanno raccolto

75 Pat Mathewson, *SPAC(e) In Focus – Finance at the Final Frontier*, LONDON ECONOMICS (March 7, 2022), che cita John Y. Campbell and Roman Sigalov, *Portfolio Choice with Sustainable Spending: A Model of Reaching For Yield*, NBER Working Paper Series, April 2020. Available at [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w27025/w27025.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27025/w27025.pdf).

76 Id., che cita Neil Irwin, *This is a Terrible Time for Savers*, THE NEW YORK TIMES, (August 9, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/08/09/upshot/terrible-time-for-savers.html>.

77 Id., che cita *What is a SPAC*, THE ECONOMIST, (April 13, 2021), <https://www.economist.com/the-economist-explains/2021/04/12/what-is-a-spac>

78 Bazerman and Patel, *supra* nota 74.

79 HM TREASURY, THE KHALIFA REVIEW OF UK FINTECH (February 26, 2021), [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/978396/KalifaReviewofUKFintech01.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/978396/KalifaReviewofUKFintech01.pdf).

---

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

£26 mld di *equity* dai fondi di *venture capital*.<sup>80</sup> Nel mentre, 116 unicorni hanno superato la soglia di £1 mld di capitalizzazione.<sup>81</sup> Il successo della politica industriale è anche funzionale al programma *Leveling Up* del governo: Cambridge è diventata il maggiore centro di alta tecnologia in UK, precedendo di poco Manchester, con Belfast, Cardiff and Edimburgo nella top 10 per capitale raccolto.<sup>82</sup>

La Brexit ha anche portato una significativa riallocazione di lavoro tra UK e UE. Tuttavia, questa è una prima fase, che è già seguita da una ri-accelerazione dell'espatrio verso l'UK di forza lavoro europea. La forza del mercato immobiliare è una evidenza del processo. Secondo i dati di Knight Frank, una società di consulenza immobiliare, il flusso di investimenti verso proprietà commerciali nel centro di Londra si è attestato a £3,8 mld al mese. Investitori USA hanno finanziato il 47% delle acquisizioni, seguiti da investitori domestici britannici per il 29% e investitori asiatici responsabili per l'11% dei volumi.<sup>83</sup> Il fatto che i fondi di *private equity* abbiano intensificato le proprie operazioni di investimento in questa fase del ciclo suggerisce un'aspettativa di una ulteriore crescita del mercato immobiliare.

## **6. La transizione digitale: (ii) in via di sviluppo, l'integrazione tra finanza intermediata e finanza decentralizzata**

Il ciclo di ricalibrazione della politica industriale non è ancora concluso. La prossima mossa potrebbe essere il lancio di una *Central Bank Digital Currency* (CBDC). In un'intervista con il quotidiano *CityAM*, l'ex cancelliere dello Scacchiere Philip Hammond ha chiesto una strategia di regolamentazione sulla cripto-finanza per mantenere il ruolo globale della City nel settore dei servizi finanziari.<sup>84</sup> Lord Hammond di Runnymede, che recentemente è entrato in Copper, una Borsa per la negoziazione e lo scambio di criptovalute, come *Senior Adviser*, ne fa una priorità geopolitica: le potenze emergenti vedono la

---

80 DEALROOM, 2021: LONDON TECH REACHES NEW HEIGHTS (2022).

81 Leah Montebello, *A quarter of the UK's unicorns were created in 2021 alone as the tech sector shines*, CITYAM (December 20, 2021), <https://www.cityam.com/a-quarter-of-the-uks-unicorns-were-created-in-2021-alone-as-the-tech-sector-shines/>.

82 *UK tech sector achieves best year ever as success feeds cities outside London*, DEP'T FOR DIGITAL, CULTURE, MEDIA & SPORT (December 20, 2021), <https://www.gov.uk/government/news/uk-tech-sector-achieves-best-year-ever-as-success-feeds-cities-outside-london>.

83 Leah Montebello, *US investors pump £1bn into Central London offices since September*, CITYAM (December 8, 2021), <https://www.cityam.com/us-investors-pump-1bn-into-central-london-offices-since-september/>.

84 Lily Russell Jones, *Crypto could give London a unique post-Brexit advantage says Hammond*, CITYAM (December 1, 2021), <https://www.cityam.com/crypto-could-give-london-a-unique-post-brexit-advantage-says-hammond/>.

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

cripto-finanza come un'opportunità per competere contro l'UK nel sistema finanziario internazionale.<sup>85</sup> Copper è un *first mover*. L'azienda integra finanza intermediata e finanza decentralizzata in un unico servizio e piattaforma di negoziazione e scambio, uno sviluppo che Lord Hammond vede come inevitabile.<sup>86</sup> L'avvertimento di Lord Hammond ha fatto eco alle preoccupazioni di Sir Jeremy Fleming. In una rara intervista con il *Financial Times*, il direttore del GCHQ, l'agenzia britannica di *signal intelligence* e di *cyber security*, ha parlato contro la Cina e la sua CBDC, il cripto-renminbi.<sup>87</sup> Sir Jeremy ha avvertito che il cripto-renminbi, già lanciato dalla *People's Bank of China*, è uno strumento di guerra ibrida. Le sue caratteristiche lo rendono capace di raccogliere informazioni alla fonte e in transito, e di controllare e filtrare le transazioni finanziarie. La Cina ha investito enormi risorse per promuovere il cripto-renminbi come strumento di pagamento durante le Olimpiadi invernali di Pechino.<sup>88</sup> Ogni visitatore straniero che abbia installato un *wallet* sul proprio telefono cellulare per utilizzare la criptovaluta cinese durante l'evento, ha fornito dati sensibili direttamente al Partito comunista cinese. Il cripto-renminbi non viene scambiato su una piattaforma decentralizzata, come fa il bitcoin, ma su una blockchain convalidata centralmente dalla PBOC. La posta in gioco è molto alta. La PBOC ha lanciato una strategia normativa sulla cripto-finanza, con l'obiettivo di influenzare le regole del sistema finanziario internazionale nel contesto tecnologico e digitale, nel tentativo di creare un ordine monetario internazionale alternativo alle valute fiat, alla supremazia del dollaro e al signoraggio delle banche centrali. In assenza di un quadro normativo condiviso, Pechino, facendo la prima mossa, potrebbe aver costruito un vantaggio competitivo. Da qui, è partita la modalità di massimo allarme.

Le preoccupazioni di Lord Hammond e Sir Jeremy sono condivise dalla BOE dal punto di vista della stabilità finanziaria. La *Old Lady* ritiene che la crescente integrazione delle criptovalute nel settore finanziario potrebbe rappresentare una minaccia per l'economia, già allo stato attuale delle cose.<sup>89</sup> Molto lavoro è ancora necessario per permettere al sistema finanziario intermediato di essere integrato in modo sicuro con il sistema basato su blockchain. Collegare i due è un passo evolutivo necessario, ma

<sup>85</sup> Id.

<sup>86</sup> Id.

<sup>87</sup> Roula Khalaf and Helen Warren, *UK spy chief raises fears over China's digital renminbi*, FINANCIAL TIMES (December 11, 2021), <https://www.ft.com/content/128d7139-15d6-4f4d-a247-fc9228a53ebd>.

<sup>88</sup> Jason Xue and Andrew Galbraith, *China ready to offer digital yuan payment services to Olympics visitors*, REUTERS (January 19, 2022), <https://www.reuters.com/world/china/china-ready-offer-digital-yuan-payment-services-olympics-visitors-2022-01-19/>.

<sup>89</sup> Is 'crypto' a financial stability risk? Speech by Jon Cunliffe, given at SIBOS on October 13, 2021, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2021/october/jon-cunliffe-swifts-sibos-2021>.

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

che solo pochi paesi sono credibilmente in grado, e disposti, a fare nel prossimo decennio. L'UK è quello che probabilmente avrà più successo. La tecnologia basata su *blockchain* potrebbe alla fine diventare il veicolo più efficace per sostenere la transizione ESG, in quanto costruirebbe la tracciabilità e la trasparenza dei dati necessari per gli standard ESG nei prossimi anni.

Parlando alla conferenza annuale SIBOS di SWIFT, il Vice governatore per la stabilità finanziaria Jon Cunliffe ha riferito che un numero crescente di intermediari finanziari sta occupando lo spazio della cripto-finanza. Il mercato globale delle criptovalute ha raggiunto 2,7 trilioni di dollari nel 2021, e 2,3 milioni di risparmiatori in UK possiedono criptovalute per un valore medio di £300.<sup>90</sup> Il Vice governatore Cunliffe sostiene quindi che è necessaria una regolamentazione urgente poiché i mercati si avvicinano al punto in cui “una correzione dei prezzi nel mercato finanziario decentralizzato potrebbe riversarsi su altri mercati e trasmettere il contagio agli intermediari finanziari”.<sup>91</sup> È quindi necessario concordare degli standard sia a livello nazionale che internazionale per permettere il lancio di una CBDC britannica, il “Bitcoin” nel gergo del Miglio Quadrato, ma anche la coesistenza di criptovalute pubbliche e private.

## 7. Conclusioni

Con la Brexit, l'UK ha fatto un passo di lato (in Europa) per fare un balzo in avanti (nel mondo). L'uscita dall'UE ha incentivato una revisione politica audace e riforme legali e regolamentari radicali che mirano a rendere l'UK il sistema legale e finanziario *leader* globale nelle transizioni gemelle. Piuttosto che focalizzarsi sulle complicazioni connesse alla separazione dall'Europa, l'agenda *Global Britain* aspira a rendere l'UK l'hub globale per i servizi finanziari e legali, al fine di influenzare la trasformazione dell'economia, e promuovere la distribuzione delle tecnologie digitali a livello globale. In tempi di VUCA,<sup>92</sup> la Brexit è stata una bussola in acque inesplorate.

L'agenda *Global Britain* globale va avanti rapidamente attraverso riforme legali e regolamentari. Il governo britannico ha già modificato porzioni significative di legislazione per posizionare il sistema giuri-

<sup>90</sup> Id.

<sup>91</sup> Id.

<sup>92</sup> VUCA è un acronimo - usato per la prima volta nel 1987, basato sulle teorie di leadership di Warren Bennis e Burt Nanus, adottato per descrivere la volatilità, incertezza, complessità e ambiguità delle situazioni emergenti. L'U.S. Army War College ha introdotto il concetto di VUCA per descrivere il mondo multilaterale risultante dalla fine della guerra fredda. V. U.S. Army Heritage and Education Centre, USAHEC Ask us a Question, *Who first originated the term VUCA (Volatility, Uncertainty, Complexity and Ambiguity)?* (November 22, 2021), <https://usawc.libanswers.com/faq/84869>.

---

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

dico inglese come un porto sicuro per l'innovazione e migliorare la competitività del sistema-paese. Le azioni più significative sono state la *Lord Hill Review* per quanto riguarda i mercati dei capitali; la *Khalifa Review* per quanto riguarda la transizione digitale, e l'*Alternative Liquidity Facility* della BOE per quanto riguarda la finanza alternativa. Il governo di Sua Maestà ha anche fatto passare in Parlamento il *Nuclear Energy (Financing) Bill*. La legge stabilisce un nuovo modello di finanziamento per i progetti nucleari, il *Regulated Asset Base*, al fine di accelerare la decarbonizzazione dell'economia britannica. L'industria ha fatto il resto; il *Sustainable Bond Market* della LSE si è dimostrato capace di mobilitare un grande pool di capitale privato per finanziare la transizione energetica. A sua volta, la capacità dei mercati di contribuire capitali ha portato il governo a continuare a promuovere la costruzione di parchi eolici e a puntare sull'energia nucleare, allontanando ulteriormente l'UK dalle difficoltà dell'UE, come evidenziato dalla gestazione contorta della tassonomia verde. In questo modo, l'UK ha anche decorrelato la sua economia dal rischio dell'Eurozona e spera di recuperare la rilevanza come valuta di riserva della sterlina, in parte persa a causa dell'aumento dell'EUR e del ruolo del CNY nel commercio internazionale.

L'UK ha anche utilizzato la crisi pandemica per ristrutturare la base produttiva e cambiare la geografia economica del paese. Il Cancelliere Rishi Sunak ha concepito un piano d'intervento in tre fasi: quella di sostegno immediato all'economia attraverso un'espansione del bilancio pubblico, quella di rientro del debito attraverso un piano di austerità fiscale, e quella della trasformazione industriale. Una parte degli interventi pubblici, pari al 15% del PIL, hanno avuto la funzione di accompagnare i segmenti produttivi obsoleti verso l'uscita dall'economia, finanziando con le risorse disponibili *una tantum* le parti colpite dalla potatura dei rami secchi. L'altra parte è andata a spese per investimento per rifocalizzare l'industria britannica su settori ad alto valore aggiunto, alta intensità tecnologica, ed alto grado di economia della conoscenza. All'esito della pandemia, l'economia UK sarà re-indirizzata sui servizi professionali, sul fintech (i servizi finanziari alimentati dall'intelligenza artificiale), sul manifatturiero avanzato (capacità produttiva amplificata dalla robotica), su agri-tech e food-tech (per garantirsi l'indipendenza alimentare), sulle tecnologie per l'efficienza energetica (lavorando in sinergia con il settore della finanza verde), e sulle *life sciences* (in particolare, la biologia sintetica per migliorare lo sviluppo di biofarmaci dalle cellule).

La Brexit appare essere uno sforzo su larga scala di ricalibrazione politica per riposizionare l'UK al vertice di una trasformazione altamente dirompente dell'economia mondiale.

Tutto questo non è neutrale dal punto di vista geopolitico. Mentre la Cina tenta di costruire un ordine monetario alternativo nel cyberspazio, facendo leva sulla tecnologia blockchain, la ricalibrazione politi-

---

**Un passo di lato e un balzo in avanti. La Brexit ha incentivato il Regno Unito ad abbracciare le “transizioni gemelle”, ma sono le riforme legali e regolamentari a poter rendere Global Britain un successo.**

Bepi Pezzulli e Raffaella Tenconi

ca dell'UK potrebbe condurre all'emissione di una criptovaluta britannica e al lancio di un'iniziativa globale per integrare il sistema finanziario intermediato con il sistema finanziario decentralizzato basato sulla *blockchain*.

Se questo dovesse accadere, i fatti convaliderebbero la teoria molto avversata di Friedrich von Hayek espressa in *The Denationalisation of Money*, 1976,<sup>93</sup> due anni dopo che allo studioso austriaco fu assegnato il Premio Nobel. Hayek prevedeva la coesistenza di moneta legale e moneta decentralizzata. Mentre il mondo affronta la vulnerabilità, l'incertezza, la complessità e l'ambiguità del XXI secolo, si è riscoperto il senno di poi.

---

93 FRIEDRICH VON HAYEK, *THE DENATIONALISATION OF MONEY* (1976).