

Quaderni giuridici

La nuova via della seta e gli investimenti esteri
diretti in settori ad alta intensità tecnologica

Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie

S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

20

gennaio 2019

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 su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

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

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Walter Palmeri, Fabio Vasselli

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Marchesi Grafiche Editoriali Spa (Roma)

www.marchesigrafiche.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica

Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie

S. Alvaro* M. Lamandini** A. Police*** I. Tarola****

Abstract

Da tempo l'Europa rappresenta la principale destinazione mondiale degli *investimenti esteri diretti*, anche in ragione del fatto che l'Unione europea - cui spetta la competenza esclusiva in questa materia ai sensi dell'art. 207 del TFUE - ha da sempre accolto favorevolmente tali forme di investimento in virtù dei notevoli benefici che gli stessi apportano all'economia e, conseguentemente, all'occupazione.

Anticipando una normativa europea in corso di approvazione, il legislatore italiano (con la L. n. 172 del 2017) ha voluto ricomprendere, tra gli altri, anche il settore delle infrastrutture finanziarie all'interno del perimetro degli interessi essenziali (strategici) del nostro Paese ai fini dell'esercizio del *golden power*. La circostanza - alla luce anche della prospettiva imminente della Brexit che configurerebbe gli investitori britannici come soggetti extra-Ue - non sembra suscettibile di determinare effetti pregiudizievoli per la indisturbata continuità operativa delle infrastrutture finanziarie italiane in quanto il quadro normativo e quello di vigilanza applicabile sono già conformati per garantire che le società che gestiscono le infrastrutture di mercato italiano siano ben equipaggiate e adeguatamente strutturate per svolgere i compiti e le responsabilità loro assegnati dalla legge e garantire la trasparenza e l'ordinata condotta delle negoziazioni indipendentemente dal soggetto (UE o non UE) che detiene la maggioranza delle azioni delle società che 'posseggono' tali infrastrutture. Il quadro normativo e di vigilanza esistente consente già (e richiede) alle autorità competenti di sorvegliare e, ove necessario, intervenire laddove le società che gestiscono le infrastrutture di mercato risentano di cambiamenti significativi riguardanti sia l'azionariato che le persone che comunque abbiano un'influenza significativa sulla società, sia l'organo di gestione, sia la struttura organizzativa interna dell'impresa, sia, infine, la stessa capacità di resilienza dell'infrastruttura. Le infrastrutture di mercato italiane hanno avuto infatti da sempre l'obbligo di istituire e mantenere una struttura organizzativa e societaria progettata per garantire la piena responsabilità e l'*accountability* delle principali funzioni svolte quali *market operators*. E la Consob ha costantemente e attentamente monitorato la *governance* e le disposizioni organizzative poste in essere proprio al fine di impedire che, in futuro, si potessero concretizzare situazioni lesive per la protezione degli investitori e per i mercati ordinati.

JEL Classifications: F2, F52, G15, K22.

Keywords: say-on-pay, remuneration, shareholder activism, institutional investors, corporate governance, concentrated ownership, shareholders' meeting.

* Responsabile Ufficio Studi Giuridici, Divisione Studi Consob, ** Professore ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Bologna, *** Professore ordinario di Diritto Amministrativo nell'Università di Roma "Tor Vergata", **** Responsabile Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato, Divisione Mercati Consob. Si ringrazia il Prof. Filippo Annunziata per le osservazioni e gli utili commenti. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici.

Indice

Premessa	5
PARTE PRIMA	
La storia della normativa italiana a difesa di interessi fondamentali: una sintesi	6
1 Dalla legge sulle privatizzazioni alla legge sui poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale	6
2 La forte crescita dei Fondi Sovrani e la regolazione nei settori strategici nei primi anni di questo secolo. La posizione della Commissione europea e della Corte di giustizia	15
3 La normativa italiana del 2012 ed i poteri speciali attribuiti al Governo	21
4 La nuova via della seta e gli investimenti diretti in imprese strategiche europee	25
5 La posizione della Commissione europea del 2017 rispetto agli investimenti esteri diretti	35
6 La nuova disciplina italiana del 2017	40
PARTE SECONDA	
I poteri speciali dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie	43
1 Le infrastrutture finanziarie del mercato italiano	43
2 La privatizzazione delle infrastrutture finanziarie italiane degli anni 90' del secolo scorso e la 'ri-pubblicizzazione' di talune funzioni dopo la crisi del 2007	50
3 Le infrastrutture finanziarie italiane di fronte alla Brexit	61
Conclusioni	65
Bibliografia	71

Premessa

L'articolo 14 della legge 4 dicembre 2017, n. 172 (di conversione del D.L. 16 ottobre 2017, n. 148) recante *disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili*, ha inserito il comma 1-ter all'art. 2 della legge 11 maggio 2012, n. 56 (c.d. legge sul *golden power*)¹. Con tale nuovo comma 1-ter il legislatore italiano ha voluto ricomprendere, tra gli altri, anche il settore delle *infrastrutture finanziarie* all'interno del perimetro degli interessi essenziali (strategici) del nostro Paese ai fini dell'esercizio del *golden power*.

È la prima volta che in Italia ed in Europa i poteri speciali dello Stato entrano nel settore finanziario per disciplinare gli investimenti esteri diretti. Non è così negli Stati Uniti dove il settore finanziario è sempre stato visto come un settore strategico nazionale, all'occorrenza da salvaguardare².

La legge n. 172 si pone peraltro in linea con due recenti atti della Commissione europea, ossia la *Proposta di regolamento che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea*³ e la *Comunicazione "Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando nel contempo gli interessi fondamentali"*⁴. Seppure la materia degli investimenti esteri diretti⁵ costituisca parte integrante della politica commerciale europea, settore nel quale l'Unione europea ha competenza esclusiva⁶ la Corte di Giustizia ha da tempo ed in più occasioni riconosciuto ai singoli Stati Membri di controllare con propria legge gli investimenti esteri diretti per motivi di sicurezza o di ordine pubblico (articolo 65 del TFUE).

A tal riguardo, come precisato nella giurisprudenza della Corte europea, sebbene gli Stati membri fruiscano di una discrezionalità nel determinare le esigenze di ordine pubblico e pubblica sicurezza conformemente alle necessità nazionali⁷, tali interessi pubblici non possono essere determinati in maniera unilaterale senza alcun controllo da parte delle istituzioni dell'UE e devono essere interpretati in modo restrittivo: possono essere invocati solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave a uno degli interessi fondamentali della collettività.

L'intervento normativo dei singoli Stati Membri è tornato di recente al centro dell'interesse (e la stessa Commissione europea si è fatta promotrice di un'iniziativa diretta ad introdurre maggiore coordinamento tra gli Stati membri sul punto attraverso una disciplina europea sostanzialmente di cornice) in considerazione

1 Legge di conversione del d.l. 15 marzo 2012, n. 21 rubricato "norme in materia di poteri speciali sugli assetti 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".

2 Cfr. Bank Holding Company Act del 1956 e Exon-Florio Amendment del 1988 e Foreign Investment and National Securities Act del 2007.

3 COM(2017)487 final.

4 COM(2017)494 final.

5 Gli investimenti esteri diretti sono movimenti di capitali a norma dell'articolo 63 del TFUE. L'articolo vieta tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi.

6 Cfr. artt. 3 e 207 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

7 Causa C-265/95, Commissione/Francia ("Fragole"), punto 33.

del notevole incremento di casi in cui investitori stranieri, e in particolare fondi sovrani, hanno cercato di acquisire attività strategiche che permettono loro di controllare o influenzare imprese europee le cui attività sono cruciali per la sicurezza e l'ordine pubblico. Tra queste vi sono attività connesse al funzionamento o alla fornitura di tecnologie, infrastrutture e fattori produttivi, informazioni sensibili e, appunto, le infrastrutture finanziarie.

Con il presente studio si ripercorre sinteticamente la "tormentata" storia della normativa italiana a tutela degli interessi fondamentali e strategici a rilevanza generale, muovendo dalla legge del 1933 che subordinò le iniziative industriali dei privati all'autorizzazione del Governo, per passare alla Legge sulla privatizzazione del 1994, alla Legge sui poteri speciali dello stato del 2012, per giungere sino alla recente modifica di quest'ultima legge di fine 2017. A ciò è dedicata la prima parte del lavoro. Nella seconda parte si individua la fattispecie 'infrastruttura finanziaria' per trarne alcune considerazioni in ordine alla nuova disciplina della Legge n. 172 del 2017. Più in particolare verranno analizzati i limiti che incontra il *golden power* in tale ambito e si cerca di offrire qualche riflessione preliminare circa la portata delle nuove norme in relazione agli effetti che la Brexit potrà avere sulle infrastrutture di *trading*.

L'evoluzione della normativa italiana “a difesa” di interessi fondamentali: una sintesi

PARTE
PRIMA

1 Dalla legge sulle privatizzazioni alla legge sui poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale.

L'esigenza di tutelare gli interessi fondamentali a rilevanza generale di un paese tramite un intervento dello Stato sull'economia caratterizza da sempre la gran parte degli ordinamenti giuridici e tra questi anche quello italiano.

Sin dal 1933 l'Italia - con finalità sia protezionistiche che dirigistiche di chiara matrice ideologica - subordinò le iniziative industriali dei privati all'autorizzazione del Governo (legge n. 141 del 12 gennaio 1933) e scelse per l'esercizio dell'impresa pubblica la forma dell'ente pubblico anziché della società per azioni (R.d.l. 23 gennaio 1933, n. 5 recante la costituzione dell'IRI)⁸.

Nel dopoguerra, invece, il codice civile disegnò due diversi istituti mutuati dal *diritto comune* per l'esercizio delle imprese pubbliche in Italia: l'ente pubblico economico assoggettato allo statuto generale dell'imprenditore, da un lato, e, dall'altro, la società per azioni controllata o partecipata dallo Stato (o da altro ente pubblico), sottoposta al regime generale delle società per azioni⁹.

Il codice civile del 1942, seppur avesse dettato uno statuto generale dell'impresa cui ricondurre tanto i soggetti privati quanto i soggetti pubblici e non avesse introdotto una disciplina organica delle partecipazioni pubbliche - così creando un sistema dominato da una filosofia concorrenziale - fece sopravvivere l'interesse pubblico (quale interesse *extra* sociale) all'interno della disciplina comune delle società negli articoli 2458 e 2561¹⁰ in materia di società con partecipazioni dello Stato o di enti pubblici (con l'attribuzione della facoltà di nominare in via *extra* assembleare amministratori e sindaci), nonché nell'art. 2451 in materia di società per azioni di interesse nazionale (che rende applicabile a tali società la disciplina della società per azioni nei limiti in cui essa risulti compatibile "con le disposizioni delle leggi speciali che stabiliscono per tali società una particolare disciplina circa la gestione sociale, la trasferibilità delle azioni, il diritto di voto e la nomina degli amministratori, dei sindaci e dei dirigenti").

8 Le ragioni sottostanti a tale scelta sono ben individuate, tra gli altri, da: F. Guarnieri, *Battaglie economiche fra le due guerre*, Bologna, 1988; E. Cianci, *Nascita dello Stato imprenditore in Italia*, Milano, 1977 e N. Irti, *Dall'ente pubblico economico alla società per azioni*, in *Le privatizzazioni in Italia - saggi, leggi e documenti* (a cura di P. Marchetti), Milano, 1995, p. 31 e ss.

9 Irti, *op.cit.*, p. 36.

10 Oggi sostituiti, ma solo formalmente, dagli artt. 2449 e 2450 a seguito dell'entrata in vigore della riforma del diritto delle società di capitali di cui al D. Lgs. n. 6 del 2003.

La Costituzione del 1947, pur confermando il primato della iniziativa economica privata su quella pubblica, ha rifiutato al contempo il principio della eccezionalità dell'intervento pubblico sancendo che l'iniziativa economica non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale, o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana (art. 41 Cost.) e che, a fini di utilità generale, la legge può riservare originariamente, o trasferire allo Stato o ad enti pubblici, determinate imprese che si riferiscano a servizi pubblici essenziali o a fonti di energia o a situazioni di monopolio ed abbiano carattere di preminente interesse generale (art. 43 Cost.)¹¹.

Nei primi anni '90 del secolo scorso, dopo la caduta dei regimi dell'Est e la crisi del socialismo reale e, con essa, dell'idea dello Stato produttore in grado di garantire benessere, iniziò il periodo delle c.d. privatizzazioni, caratterizzato dalla trasformazione degli enti pubblici economici in società per azioni nonché dalla vendita delle imprese pubbliche ai privati. Con il d.l. 11 luglio 1992, n. 333¹² furono trasformate in società per azioni l'IRI, l'ENI, l'INA, l'ENEL e, con il d.l. 23 aprile 1993, n. 118¹³, fu soppresso il Ministero delle partecipazioni statali. Si trattò della c.d. privatizzazione formale, ossia della privatizzazione dell'assetto giuridico degli enti pubblici economici. Con il d.l. 31 maggio 1994, n. 332¹⁴ l'Italia iniziò la fase di c.d. privatizzazione sostanziale, ossia di privatizzazione dell'assetto proprietario delle menzionate imprese. In questo modo lo Stato, pur riservandosi il ruolo di regolatore del mercato, si sottopose *in toto* al regime privatistico della società per azioni.

In ogni caso l'ordinamento italiano - nel quadro più generale della tutela dei fondamentali interessi statali a rilevanza generale ed al pari di quanto avevano fatto diversi altri paesi europei - aveva proceduto, con la legge n. 474/1994 (come modifi-

11 Sull'ampissimo tema, per tutti, si vedano: G. Minervini, Amministratori nominati dallo Stato o da enti pubblici, in Banca borsa e tit.cred., 1954, I, p. 714 e ss.; M. Casanova, Svolgimento delle imprese pubbliche in Italia: impresa pubblica ed impresa privata nella costituzione, in Riv.soc., 1967, p. 746; F. Galgano, Pubblico e privato nella regolazione dei rapporti economici, in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia (diretto da F. Galgano), vol. I, La costituzione economica, Padova, 1977, p. 126 e ss.; B. Visentini, Partecipazioni pubbliche in società di diritto comune e di diritto speciale, Milano, 1979; M.T. Cirenei, Le società per azioni a partecipazione pubblica, in Trattato delle società per azioni (a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale), vol. 8, Torino, 1992, in part. P. 13 e ss.; R. Restuccia, La tutela costituzionale dell'iniziativa economica e l'intervento pubblico nelle attività imprenditoriali, in Dir. econ., 1994, p. 157 e ss.; R. Costi, Privatizzazione e diritto delle società per azioni, in Giur. comm., 1995, I, p. 77; S. Cassese, La nuova Costituzione economica, Roma-Bari, 2000; V. Donativi, Amministratori e sindaci di nomina pubblica nelle spa, Milano, 2000; N. Irti, L'ordine giuridico del mercato, Roma, 2003, p. 145 e ss.; C. San Mauro, Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali, Roma, 2004; F. Santonastaso, Dalla "golden share" alla "poison pill": evoluzione o involuzione del sistema?, in Giur. comm., 2006, I, p. 383; S.M. Carbone, Golden share e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale, in Dir. Comm. Internaz., 2009, p. 503; M. Clarich, Le società partecipate dallo Stato e dagli enti locali fra diritto pubblico e diritto privato, in Le società a partecipazione pubblica (a cura di F. Guerrera), Torino, 2010, p. 1 e ss.; C. Ibba, Le società a partecipazione pubblica: tipologia e discipline, in Le società pubbliche (a cura di C. Ibba, M.C. Malaguti e A. Mazzoni), Torino, 2011; id., Società pubbliche e riforma del diritto societario, in Riv. soc., 2005, p. 1 ss.; id., L'impresa pubblica in forma societaria fra diritto privato e diritto pubblico, in Analisi giuridica dell'economia, 2015, p. 409; M. Clarich, Le società partecipate dallo Stato e dagli enti locali fra diritto pubblico e diritto privato, in Le società a partecipazione pubblica (a cura di F. Guerrera), Torino, 2010, p. 1 e ss.

12 Convertito nella l. 8 agosto 1992, n. 359.

13 Convertito nella l. 23 giugno 1993, n. 202.

14 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".

cata dalla Legge n. 230/03)¹⁵, 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., 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 474/1994¹⁶.

In altre parole, anche a seguito di tale processo di privatizzazione lo Stato italiano (imitando in questo la legislazione inglese in materia di privatizzazioni che, con la *golden share*, ebbe lo scopo dichiarato di permettere al governo di impedire scalate non desiderate di soggetti stranieri, o cambiamenti di controllo societari non voluti), con la Legge 474/1994 ha stabilito che, prima del passaggio del controllo al mercato, le società privatizzate operanti nel settore della difesa, dei trasporti e delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi dovessero introdurre nei propri statuti clausole che attribuivano al Ministero del Tesoro, d'intesa con quello del Bilancio e dell'Industria taluni poteri speciali¹⁷.

- 15 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 esercizio di alcune delle prerogative 'statali' nei confronti delle società privatizzate; C. San Mauro, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, 2003, 92, ritiene che "l'elemento caratterizzante dell'intera riforma *prima facie* può essere ricondotto ad una peculiarità essenziale che il legislatore ha 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".
- 16 Il cui art. 2 individuava nel seguente modo i menzionati 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 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).
- 17 Si tratta dei poteri di: a) gradimento all'assunzione di partecipazioni rilevanti (superiori alla ventesima parte del capitale sociale) con divieto di esercizio del voto in attesa del gradimento; b) gradimento alla costituzione di patti parasociali in cui venga rappresentata almeno la ventesima parte del capitale sociale, c) veto all'adozione di delibera di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, ecc. Per un (primitivo) commento alla legge e per un suo inquadramento storico si vedano, tra i tanti, G. Rossi, *Privatizzazione e diritto societario*, in *Le privatizzazioni in Italia - saggi, leggi e documenti* (a cura di P. Marchetti), Milano, 1995, p. 125 e ss.; F. Bonelli, *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Milano, 1996; P.G. Jaeger, *Problemi attuali delle privatizzazioni in Italia*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 989; G. Oppo, *Diritto privato e interessi pub-*

La specialità di detti poteri derivava dal fatto che il Ministero del Tesoro, pur non essendo più titolare del pacchetto azionario di maggioranza, manteneva una posizione di privilegio nella conduzione societaria, al fine di vigilare e tutelare il pubblico interesse nelle (ormai) ex aziende pubbliche.

Da quegli anni in poi e sino ad oggi la materia della tutela degli interessi pubblici è stata influenzata in tutta Europa da due principali elementi: da un lato, la proliferazione di leggi nazionali a tutela di interessi strategici, spesso quale conseguenza dell'avvertita "minaccia" che si è talora ritenuto di rinvenire negli investimenti esteri diretti, specialmente se aventi origine in paesi extraeuropei e, soprattutto (ma non solo) quando rappresentati da Fondi sovrani e, dall'altro lato, il vaglio compiuto su queste normative - specie nella misura in cui si applicassero anche agli investimenti intra-europei provenienti da investitori di altri Stati Membri - dalla Corte di Giustizia europea in base ai principi fissati dal Trattato istitutivo della Unione europea.

Per brevemente descrivere l'*acquis* comunitario in materia, è sufficiente rilevare che, come accennato, uno dei tratti qualificanti del Trattato di Lisbona è stato quello di attribuire alla *competenza esclusiva* dell'Unione la materia dell'investimento diretto straniero, riconoscendovi una componente essenziale della politica commerciale comune. L'art. 207 TFUE lo prevede specificamente disponendo che:

"1. La politica commerciale comune è fondata su principi uniformi, in particolare per quanto concerne le modificazioni tariffarie, la conclusione di accordi tariffari e commerciali relativi agli scambi di merci e servizi, e gli aspetti commerciali della proprietà intellettuale, gli investimenti esteri diretti, l'uniformazione delle misure di liberalizzazione, la politica di esportazione e le misure di protezione commerciale, tra cui quelle da adottarsi nei casi di dumping e di sovvenzioni. La politica commerciale comune è condotta nel quadro dei principi e obiettivi dell'azione esterna dell'Unione."

E' questo il punto di approdo di un lungo percorso di allargamento dell'ambito di operatività del principio di libera circolazione dei capitali¹⁸. Ed invero, dopo essere stata a lungo il "cugino povero"¹⁹ delle altre libertà fondamentali, la libera circolazione dei capitali si è vista riconoscere, a seguito della direttiva sui movimenti di capitale del 1988, da un lato, l'efficacia diretta dalla sentenza della Corte di Giustizia nel caso *Bordessa*²⁰ e, dall'altro lato, valore *erga omnes*, di libertà fondamentale, cioè, invocabile, a differenza delle altre libertà, anche da investitori extra-UE. Quest'ultimo risultato, ancora espresso come un mero impegno politico di *best effort* degli Stati membri all'art. 7 della direttiva del 1988, veniva in particolare sancito dalla riforma di Maastricht del Trattato CE, dando così vita ad un diritto

blici, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, p. 25 ss.; S. Cassese, *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 1995, in part. p. 97 e ss.

18 A. Dimopoulos, *EU Foreign Investment Law*, Oxford, 2011, p. 16 ss.; L. Mola, *Which role for the EU in the development of international investment law?* SIEL working paper n.26/08.

19 W. Schön, *Der Kapitalverkehr mit Drittstaaten und das Internationale Steuerrecht*, in *Festschrift für Franz Wassermeyer*, Monaco, 2005, 491.

20 Corte di Giustizia, sentenza del 23 febbraio 1995, casi riuniti C-358/93 e C-416/93.

direttamente invocabile²¹. Esso trova conferma ora nell'art. 63 TFUE. La Commissione, già nel luglio 2010, facendosi carico della competenza esclusiva attribuita all'Unione dall'art. 207 TFUE, ha precisato, con una comunicazione²², la sua linea d'azione in materia di flussi di investimento da e verso l'estero, presentando - al contempo - una proposta di regolamento volti, per una parte, a preservare la validità dei quasi 1200 accordi bilaterali di investimento (c.d. BIT) già sottoscritti, prima dell'accentramento delle competenze in sede di Unione, dai singoli Stati membri e, per altra parte, a dettare un adeguato regime transitorio. La Comunicazione della Commissione - pur dando atto che "la relazione tra investimento diretto straniero e crescita economica e benessere collettivo è complessa" - esprimeva l'avviso che: (a) l'investimento diretto "in uscita" offre un significativo contributo positivo alla competitività dell'industria europea incrementandone la produttività senza per questo determinare, nell'aggregato un impatto negativo sull'occupazione) (diversa essendo, naturalmente, la situazione vista in relazione a più ristrette aree geografiche), e (b) l'investimento diretto "in entrata" crea posti di lavoro, ottimizza l'allocazione di risorse, dà luogo a trasferimenti di tecnologia e di capacità tecnica, aumenta la concorrenza e gli scambi. Da queste premesse, la Comunicazione concludeva che l'Europa

"trae beneficio della sua apertura al resto del mondo (...) e non può permettersi di prendere un posto secondario nella competizione globale per attrarre e promuovere investimenti da e verso ogni parte del mondo".

Su questa base, la Commissione chiariva di voler fondare la sua politica comune in materia di investimenti diretti su di un approccio definito "a due vie": (a) da un lato, continuando a mantenere l'Europa un ambiente economico "aperto", che accoglie gli investitori stranieri e valorizza il loro contributo all'economia europea; (b) dall'altro lato, operando al contempo al fine di assicurare che gli investitori europei possano trovare condizioni di investimento all'estero su di un piano di equivalenza (*level playing field*), "che assicuri condizioni uniformi e ottimali di investimento mediante la progressiva abolizione di tutte le restrizioni allo stesso".

A dispetto della sua, apparentemente incondizionata, natura di principio generale, la libera circolazione dei capitali e l'apertura dell'economia europea all'investimento diretto straniero, quale è riflessa nella politica commerciale comune, non è tuttavia una regola senza eccezioni. Ne esaminiamo qui di seguito le principali.

a) La libera circolazione dei capitali può anzitutto trovare limiti, ai sensi dell'art. 65, comma 1, lett. b) TFUE, in esigenze di sicurezza e di ordine pubblico e - secondo una consolidata giurisprudenza della Corte di Giustizia - in motivi imperativi di interesse generale. Il punto emerge con martellante monotonia da una giurisprudenza ormai molto consolidata della CGUE. Emblematico il caso deciso il 22 ottobre 2013 dalla Grande Sezione nelle cause riunite C-105 a C-107/12, *Staat der Nederlanden c. Essent*, in cui si chiedeva alla Corte di chiarire se fosse o meno compatibile con il Trattato una legge nazionale che recasse un divieto di privatizzazione per i gestori

21 S. Hindelang, *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment*, Oxford, 2009, p. 38.

22 V. Comunicazione della Commissione, *Towards a comprehensive European international investment policy*, COM(2010)343 final, Bruxelles, 7 luglio 2010.

dei sistemi di distribuzione di energia elettrica o gas. La Corte ha qui avuto modo di precisare che:

(1) in assenza, nel TFUE, di una definizione della nozione di "movimenti di capitale" ai sensi dell'art. 63, paragrafo 1, TFUE, va riconosciuto un valore indicativo alla nomenclatura dei movimenti dei capitali di cui all'allegato I della direttiva 88/361/CEE del Consiglio del 24 giugno 1988 per l'attuazione dell'art. 67 Trattato CE. La Corte ha quindi dichiarato che costituiscono movimenti di capitale ai sensi dell'art. 63, paragrafo 1, TFUE in particolare gli investimenti c.d. "diretti", ovvero *gli investimenti sotto forma di partecipazione ad un'impresa attraverso un possesso di azioni che consenta di partecipare effettivamente alla sua gestione e al suo controllo*, nonché gli investimenti c.d. "di portafoglio", ovvero gli investimenti sotto forma di acquisto di titoli sul mercato dei capitali effettuati soltanto per realizzare un investimento finanziario, senza intenzione di influenzare la gestione e il controllo dell'impresa (punto 40 motivazione; v. in precedenza CGUE, 28 settembre 2006, in causa C-282/04 e C-283/04, Commissione/Paesi Bassi, punto 19; CGUE 8 luglio 2010, in causa C-171/08, Commissione/Portogallo, punto 49);

(2) in relazione a tali due forme di investimento, devono ritenersi "restrizioni", ai sensi dell'articolo 63, paragrafo 1, TFUE *i provvedimenti nazionali* che possono impedire o limitare l'acquisto di azioni nelle imprese interessate, o che possono dissuadere gli investitori di altri Stati membri dall'investire nel capitale delle stesse (v. già prima, CGUE, 4 giugno 2002, in causa C-367/98, Commissione/Portogallo, punti 45 e 46; 4 giugno 2002, in causa C-483/99, Commissione/Francia, punto 40; 13 maggio 2003, in causa C-463/00, Commissione/Spagna, punti 61 e 62; 13 maggio 2003, in causa C-98/01, Commissione/Regno Unito, punti 47 e 49; 2 giugno 2005, in causa C-174/04, Commissione/Italia, punti 30 e 31 nonché la già citata Commissione/Paesi Bassi, punto 20); si noti che la restrizione quantitativa all'investimento opera come restrizione non solo nei confronti del potenziale investitore, ma anche come restrizione nei confronti dell'emittente, che vede in tal modo ostacolata la propria raccolta di capitali e limitata l'acquisizione delle sue azioni (punto 42 della sentenza, che richiama CGUE, 21 dicembre 2011, in causa C-271/09, Commissione/Polonia, punti 51 e 52);

(3) la libera circolazione dei capitali può essere limitata da una normativa nazionale solamente laddove sia giustificata da uno dei motivi indicati nell'art. 65 TFUE, ovvero da motivi imperativi di interesse generale ai sensi della giurisprudenza della Corte (punto 50 della sentenza; v. anche sentenza 14 febbraio 2008, in causa C-274/06, Commissione/Spagna, punto 35 e Commissione/Polonia, cit., punto 55). Non costituiscono motivi imperativi di interesse generale quelli di "natura puramente economica" (v. già sentenze 16 gennaio 2003, in causa C-388/01, Commissione/Italia, punto 22 e 17 marzo 2005, in causa C-109/04, Kranemann, punto 34), mentre possono essere tali quelli "di ordine economico che perseguono un obiettivo di interesse generale" (emblematica in tal senso la sentenza 11 settembre 2008, in causa C-141/07, Commissione/Germania, punto 60). La tutela dei consumatori costituisce, invece, un motivo imperativo di interesse generale (v. già sentenze 13 settembre 2007, in causa C-260/04, Commissione/Italia, punto 27; 29 novembre 2007, in causa

C-393/05, Commissione/Austria, punto 52 e 18 novembre 2010, in causa C-458/08, Commissione/Portogallo, punto 89). Si noti, peraltro, che tali interessi devono essere indicati a priori, e che i provvedimenti che li fanno valere devono essere adeguatamente motivati e sindacabili in sede giurisdizionale.

b) Una seconda limitazione deriva, secondo la giurisprudenza consolidata della Corte, dalla relazione tra libertà fondamentali, e in particolare, per quanto qui interessa, dal rapporto tra diritto di stabilimento e libera circolazione dei capitali. La CGUE ha, infatti, da tempo fatto proprio un orientamento che esclude dalla portata e dall'efficacia diretta del principio di libera circolazione dei capitali - per ricondurla solo al diritto di stabilimento - una particolare sub-specie di investimento diretto straniero extra-UE, e cioè quello funzionale all'acquisizione del controllo o, comunque, di sicure prerogative di governo della società partecipata. La CGUE reputa, infatti, che misure nazionali che limitano o disciplinano l'investimento connotato da tale scopo attengono, in prevalenza, alle modalità di esercizio del diritto di stabilimento e, solo in via secondaria, alla libera circolazione dei capitali, con conseguente assorbimento del loro regime giuridico in quello del primo (c.d. *center of gravity approach*). In tal modo, essendo prevista la valenza *erga omnes* della sola libera circolazione dei capitali ma non del diritto di stabilimento non può invocarsi da parte dell'investitore del paese terzo l'incompatibilità della misura nazionale restrittiva con il Trattato. E' questo un principio inizialmente affermato in una serie di casi in materia fiscale - a partire dal caso *Bachmann*²³ - ma poi esteso oltre questo ambito, nella relazione tra libera circolazione dei capitali e libera prestazione dei servizi nel caso *Fidium Finanz*²⁴ - andando di avviso contrario alle conclusioni dell'avvocato generale Stix Hackl²⁵ e, infine, in relazione all'investimento diretto, nel caso *Baars*²⁶. In quest'ultimo caso, la Corte ha precisato che, a suo avviso, ai sensi dell'art. 52 (2) Trattato CE "la libertà di stabilimento comprende la costituzione e gestione di imprese e in particolare di società" sicché "si avvale del suo diritto di stabilimento il cittadino di uno Stato membro che detenga nel capitale di una società stabilita in un altro Stato membro una partecipazione *tale da conferirgli una sicura influenza sulle decisioni della società e da consentirgli di indirizzarne le attività*". In quel caso, per vero, la Corte non aveva tuttavia ritenuto necessario affrontare la questione se si applicasse anche il principio di libera circolazione di capitali (e ciò benché l'Avvocato Generale Alber le avesse suggerito di farlo senza distinguere tra investimento diretto e investimento di portafoglio ai fini della libera circolazione dei capitali). E' stato, dunque, nel caso *Cadbury Schweppes* (27) che la Corte ha, per la prima volta, espressamente applicato in via esclusiva il diritto di stabilimento agli investimenti diretti finalizzati

23 Corte di Giustizia, 28 gennaio 1992, causa C-204/90, in specie al paragrafo 34 ("l'art. 67 non vieta le restrizioni che non riguardino i trasferimenti di capitali ma che sono la conseguenza indiretta di restrizioni riguardanti altre libertà fondamentali". Peraltro, come correttamente evidenziato dall'Avvocato Generale Misho nelle sue conclusioni del 17 settembre 1991, al paragrafo 31, in quello specifico caso, il nesso causale tra le disposizioni nazionali controverse e la circolazione di capitali era "troppo tenue e indiretta").

24 Corte di Giustizia, sentenza del 3 ottobre 2006, causa C-452/04.

25 Conclusioni presentate il 16 marzo 2006, causa C-452/04.

26 Corte di Giustizia, 13 aprile 2000, causa C-251/98.

27 Corte di Giustizia, sentenza 12 settembre 2006, causa C-196/04, in specie paragrafi 32 e 33.

all'esercizio di una sicura influenza della società partecipata, con esclusione della concorrente applicazione della libera circolazione dei capitali, affermando che eventuali effetti restrittivi alla libera circolazione dei capitali e dei servizi di una disciplina nazionale che limiti il diritto di stabilimento "sarebbero l'inevitabile conseguenza dei limiti allo stabilimento e non giustificerebbero un esame autonomo di detta legislazione nazionale alla luce di tali diverse libertà". Questo orientamento è stato successivamente ribadito in più casi. Basterà qui ricordare le sentenze 23 ottobre 2007 nel caso C-112/05 Commissione c. Germania (caso *Volkswagen I*) (28) e 26 marzo 2009 in causa C-327/07 Commissione c. Repubblica Italiana, dove la Corte ha ribadito l'avviso che gli investimenti diretti stranieri che si sostanziano nell'assunzione di una partecipazione in una società stabilita in uno Stato membro "tale da consentire all'investitore straniero una sicura influenza sulle decisioni di tale società e da consentirgli di indirizzarne le attività" ricadono "nell'ambito di applicazione *ratione materiae* delle disposizioni del Trattato relative alla libertà di stabilimento". Vanno, invece, valutate alla luce delle disposizioni del Trattato relative alla libera circolazione dei capitali, a giudizio della Corte, solo quelle misure che attengono a investimenti aventi lo scopo di stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra il finanziatore e l'impresa cui tali fondi sono destinati per l'esercizio di un'attività economica", precisandosi che "tale obiettivo presuppone che le azioni detenute dall'azionista conferiscano a quest'ultimo la possibilità di partecipare effettivamente alla gestione di tale società o al suo controllo". Viceversa, sempre ad avviso della Corte, conformemente a quanto già statuito nel caso *Holböck*²⁹, la normativa nazionale che ponga restrizioni all'investimento diretto straniero può rientrare nell'ambito di applicazione sia delle norme sulla libertà di stabilimento sia di quelle sulla libera circolazione dei capitali, le quali (solo) in tal caso hanno applicazione parallela, allorché essa "non è destinata ad applicarsi esclusivamente alle partecipazioni tali da conferire una sicura influenza sulle decisioni di una società e da consentire di indirizzarne le attività ma che si applichi indipendentemente dalla partecipazione detenuta". Insomma e per concludere sul punto, anche alla luce della più recente giurisprudenza, la relazione tra diritto di stabilimento e libera circolazione dei capitali va colta – secondo la Corte – in un rapporto di specialità reciproca in funzione di una connotazione qualitativa del potere corporativo associato ai diritti conferiti dalla partecipazione; là dove il potere sia di "sicura influenza" si applica il solo di diritto di stabilimento; là dove il potere sia più blando, ossia di mera partecipazione effettiva ovvero, addirittura, di mera partecipazione finanziaria, si applica la libera circolazione dei capitali (v., assai chiaramente, sentenza 21 ottobre 2010, in causa C-81/09, *Idryma Typou*, punto 48; sentenza 28 settembre 2006, in causa C-282/04 e C-283/04, Commissione/Paesi Bassi, punti 42 e 43). Entrambe le libertà possono applicarsi solo in quei casi in cui la normativa nazionale fissi restrizioni destinate ad applicarsi indipendentemente dall'entità della partecipazione detenuta, e che dunque possono interessare indistintamente sia la partecipazione di sicura influenza, sia quella effettiva, sia quella finanziaria (v. Commissione/Portogallo, cit., punto 44; Commissione/Paesi Bassi, cit., punto 43, ove

28 Su tale caso v. per tutti, G.J. Vossenstien, *Volkswagen: The State of Affairs of Golden Shares, General Company Law and European Free Movement of Capital*, in ECFR, 1/2008, p. 115.

29 Corte di Giustizia, sentenza 24 maggio 2007, causa C-157/05.

l'osservazione che, riscontrata la violazione della libera circolazione dei capitali, ne deriva automaticamente anche la violazione del diritto di stabilimento, ove entrambe le libertà vengano in gioco). In termini concreti, tutto ciò significa che, ad esempio, un investimento di portafoglio di un fondo sovrano dell'1% in una banca *significant* situata in uno Stato Membro, e un investimento diretto del 5% nella medesima banca, godono della protezione della libera circolazione dei capitali, invocabile in via diretta anche dall'investitore extra-EU, sicché le restrizioni eventualmente introdotte dal diritto nazionale o dal diritto secondario europeo, per poter essere validamente opposte, devono essere compatibili con il TFEU. Ove, di contro, il fondo sovrano assumesse una partecipazione del 20% (almeno a giudicare dal precedente di CGUE, 8 novembre 2012, in causa C-244/11, Commissione/Grecia, punti 23-25) o di controllo, la fattispecie refluirebbe nel diritto di stabilimento, con la conseguenza che eventuali restrizioni rispetto all'investitore extra-UE non potrebbero essere contestate dallo stesso invocando tale libertà, che non è munita di efficacia *erga omnes* e non spetta, dunque a, chi non sia cittadino europeo.

c) Va infine, per completezza, ricordato che - in una serie di procedimenti avviati dalla Commissione nei confronti di Austria, Danimarca, Finlandia e Svezia in relazione ad accordi bilaterali d'investimento da questi Stati conclusi con paesi terzi i quali concedevano diritti *incondizionati* allo stabilimento degli investitori dei paesi terzi senza prevedere le eccezioni alla libera circolazione dei capitali previste dal Trattato - la Corte di Giustizia ha riscontrato l'incompatibilità degli stessi con il diritto europeo dal momento che ciò può impedire in futuro all'Unione di adottare le misure restrittive che pur il Trattato consente³⁰. *Ciò conferma per altra via che l'apertura europea agli investimenti stranieri non è, né vuole o può essere, assolutamente incondizionata.*

2 La forte crescita dei Fondi Sovrani e la regolazione nei settori strategici nei primi anni di questo secolo. La posizione della Commissione europea e della Corte di Giustizia.

Negli anni che vanno dal 2005 al 2007 la forte crescita dei flussi di investimenti esteri diretti³¹ e, soprattutto, quelli effettuati dai Fondi Sovrani - con la loro accresciuta rilevanza sui mercati finanziari evidenziata da alcuni tentativi di scalata ostile³² prima che la crisi finanziaria del 2008 li "trasformasse" in molti casi in prov-

30 V. Corte di Giustizia, sentenza del 3 marzo 2009, causa C-205/06, Commissione c. Austria; sentenza del 3 marzo 2009, causa C-249/06, Commissione c. Svezia; sentenza del 19 novembre 2009, causa C-118/07 Commissione c. Repubblica della Finlandia.

31 Secondo i dati di Copenhagen Economics, *Impact of EU outward FDI - Final report*, 20 maggio 2010, nel 2007 il flusso degli investimenti esteri diretti in Europa aveva raggiunto il livello record di quasi 1.500 miliardi di euro.

32 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 (Società petrolifera 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 Corpora-

videnziali investitori nel contesto di "amichevoli" operazioni di ricapitalizzazione delle banche, se non addirittura di salvataggio - portò all'attenzione delle organizzazioni internazionali e degli Stati nazionali alcuni problemi legati all'operatività di questa tipologia di fondi istituiti o posseduti da un Governo, un'autorità monetaria nazionale o da una agenzia pubblica³³.

Le principali preoccupazioni legate all'operatività di questi fondi furono rappresentate dalla scarsa trasparenza circa la dimensione dei capitali gestiti, la composizione dei portafogli, gli obiettivi degli investimenti, il rischio di comportamenti che possano configurare abusi di mercato, nonché il pericolo di investimenti motivati da ragioni politiche o strategiche³⁴.

Per ciò che concerne il pericolo di investimenti motivati da ragioni "strategiche", la principale fonte di timori che si registrò a livello internazionale fu rappresentata dalla possibilità che gli obiettivi perseguiti dai Fondi Sovrani non fossero di natura esclusivamente economica o di semplice massimizzazione del valore degli investimenti, ma finalizzati ad assicurarsi il possesso di tecnologie avanzate, a guadagnare l'accesso a risorse naturali o a migliorare la competitività delle imprese nazionali concorrenti di quelle partecipate.

Di una più ampia riflessione su tali aspetti (sia positivi che negativi) legati al maggior peso acquisito dai Fondi Sovrani nei mercati internazionali si fecero 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, tra cui 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"³⁵.

tion³³. 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), 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. In particolare per gli investimenti di Fondi sovrani cinesi di quegli anni negli Stati Uniti e in Australia si vedano: 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 e F. Chong, *Foreign Superpowers Eye Australia*, in *The Australian*, 18 febbraio 2008.

33 Sul tema si rinvia a S. Alvaro e P. Ciccaglioni, *I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, Consob, Discussion Paper n. 3, luglio 2012 a cui il presente paragrafo fa ampio richiamo.

34 Al 31 dicembre 2016 gli *asset under management* da parte dei fondi sovrani risultava pari secondo una stima effettuata dal Sovereign Fund Institute del 19 aprile 2017 a circa 5.624 miliardi di dollari degli Stati Uniti. Per approfondimenti su e su si rinvia alla pubblicazione dell'Sovereign Investment Lab dell'Università Bocconi diretto dal Prof. B. Bortolotti e dal titolo *Hunting Unicorns - Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016* disponibile al sito internet: <http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/e0b6bbe1-4df0-4d6c-b866-20eb5f38bac9/2016+SWF+Annual+Report.pdf?MOD=AJPERES&CID=IYfVHE7&CID=IYfVHE7>.

35 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, dal FMI stesso e da diverse altre istituzioni internazionali tra le quali la Banca Mondiale e la Commissione europea. Tale gruppo di lavoro ha elaborato una sorta di

Le preoccupazioni riguardanti il rischio che i Fondi sovrani potessero effettuare investimenti in imprese strategiche diedero altresì il via, in tutto il mondo, a processi politico-legislativi finalizzati all'introduzione di nuove discipline nazionali (o alla revisione di quelle già esistenti) in materia di investimenti esteri diretti a tutela delle imprese nazionali ritenute strategiche³⁶. Tra gli Stati che in quegli anni introdussero nuove normative volte a controllare gli investimenti esteri diretti figurano gli Stati Uniti³⁷, l'Australia³⁸, la Federazione Russa³⁹, la Repubblica Popolare Cinese⁴⁰, la Francia⁴¹, la Germania⁴² e l'Italia (di cui si tratterà appresso).

"codice" di condotta, (o, meglio, un insieme di "principi di comportamento") 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.

- 36 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, 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), viceversa, tra il 2005 e il 2006 il numero delle nuove azioni politiche restrittive, piuttosto che liberalizzatrici risultava aumentato di circa il 20% annuo. In quegli anni introdussero normative volte a tutelare le imprese strategiche gli Stati Uniti (con il *Foreign Investment and National Security Act* del 2007), l'Australia (con le *Guidelines for Foreign Government investment proposal* del Ministero del Tesoro del 2008), la Federazione Russa (che la Legge federale n. 57-FZ *On Procedures for Foreign Investment in Companies of Strategic Importance for National Defence and Security* del 5 maggio 2008), la Repubblica Popolare Cinese (con la *Security Review Notice* del 12 febbraio 2011), la Francia (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*) e la Germania (con la modifica dell'*Aussenwirtschaftsgesetz* e dell'*Aussenwirtschaftsverordnung* del 24 aprile 2009). Il tema è stato affrontato, tra gli altri da: L.C. Backer, *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State-Owned Enterprises and the Chinese Experience*, SSRN, 2010; F. Bassan, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Edward Elgar Publishing, 2011; *Id.*, *Una regolazione per i fondi sovrani*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2009, p. 95; *id.*, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2014, p. 57ss.; U. Bernitz e W.G. Ringe, *Company Law and Economic Protectionism*, Oxford, 2010; CEMISS, Centro Militare 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; B. Cohen, *Sovereign wealth funds and national security: the great trade off*, in *University of Santa Barbara, International Affairs* 85, n. 4, 2009; D.W. Drezner, *Sovereign wealth funds and the (in)security of global finance*, in *Journal of International Affairs*, 1, 2008; 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; D. Siniscalco, *Governi alle porte: crisi del credito e fondi sovrani*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2008, p. 75; A. Guacero, E.J. Pan, M. Chester, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA - Europa*, in *Riv. Soc.*, 2008; J.K. Jackson, *The Committee on Foreign Investment in the United States*, in *Congressional Research Service – Report for Congress*, 29 luglio 2010; J. O'Brien, *Barriers to Entry: Foreign Direct Investment and the Regulation of Sovereign Wealth Fund*, in *Engineering a financial services bloodbath*, 2009; 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*, audizione presso la Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs del Senato Usa, 14 novembre 2007.
- 37 Nel 2007, a seguito di alcuni citati tentativi di acquisizioni di partecipazioni in imprese strategiche da parte di Fondi Sovrani, il Congresso degli Stati Uniti decise di modificare la sezione 721 (comunemente denominata 'Exon-Florio amendment' 60) del Defense Production Act del 1950, attraverso l'emanazione del Foreign Investment and National Security Act (FINSIA, PL 110-49, 121 Stat. 246, entrato in vigore il 24 ottobre 2007). 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*). 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) al controllo di un apposito organismo, il Committee on Foreign Investment in the US (CFIUS). 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. Sul tema in dottrina si vedano: J.K. Jackson, *The Committee on Foreign Investment in the United States*, in Congressional Research Service - Report for Congress, aggiornato al 16 gennaio 2018; 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; A. Guacero, E.J. Pan, M. Chester, *Investimenti stranieri e Fondi Sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Riv. Soc.*, 2008, 1370; CEMISS, Centro Militare di Studi Strategici, *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e della sicurezza*, 2008, 20. Più recentemente, ossia nel settembre 2017, il Presidente degli Stati Uniti, tramite il CFIUS, ha bloccato l'acquisizione della società Lattice Semiconductor (produttrice di chip) da parte di un gruppo di investitori tra cui una società cinese controllata dallo Stato per un importo di 1,3 miliardi di USD. Altri tentativi di acquisizione sono stati recentemente bloccati: a) l'acquisto di Money-Gram con sede a Dallas per 1.2 miliardi di USD da parte di Snt Financial (che è il braccio dei pagamenti digitali del gruppo cinese Alibaba); b) l'acquisto del produttore di alluminio Aleris da parte dell'imprenditore cinese Liu Zhongtian. Nel 2018 il Cius ha bloccato l'acquisto della società Xcerra specializzata nei semiconduttori da parte del fondo *state-backed* cinese SINO IC Fund e a marzo 2018 il Presidente degli Stati Uniti ha negato (anticipando in modo inconsueto il parere del CFIUS) la preventiva rispetto il suo consenso all'acquisto di Qualcomm da parte della società Broadcom's di Singapore.

- 38 A seguito del dibattito politico scaturito a valle dell'acquisizione di un rilevante pacchetto della società Rio Tinto da parte della società cinese Chinalco (una *State-owned enterprise*) nel febbraio del 2008 l'Australia 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 così emanato alcune *Guidelines for Foreign Government investment proposals*, riferita agli investimenti effettuati dai SWF o dalle loro società controllate (*state owned enterprises*) e volta a specificare la disciplina generale degli investimenti esteri già vigente, ossia il *Foreign Acquisitions and Takeovers Act* del 1975 ed il suo regolamento attuativo, il *Foreign Acquisition and Takeovers Regulations* del 1989. Nel 2016, poi, l'Australia ha introdotto l'obbligo di verifica della vendita di tutte le infrastrutture pubbliche da parte del proprio Foreign Investment Review Board.
- 39 In tale Stato, sin dal 2004 (cfr. Decreto Presidenziale 4 agosto 2004) esisteva un meccanismo di difesa consistente nella sottrazione di una serie di imprese e società ritenute strategiche per il Paese dalle norme sul fallimento e sulle privatizzazioni (si trattava di 514 imprese possedute interamente dallo Stato e 549 società in cui lo Stato deteneva una partecipazione rilevante). Il potere riconosciuto dalla legge al Presidente di integrare tale lista in qualsiasi momento 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 (L.F. n. 57-FZ del 5 maggio 2008 *On Procedures for Foreign Investment in Companies of Strategic Importance for National Defense and Security*), 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 fornendo una nuova definizione di 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) e prevedendo sia 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, sia l'obbligo di ottenere una preventiva autorizzazione governativa alla 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 capo all'investitore straniero del controllo o della proprietà di una quota rilevante del capitale della società.
- 40 Nel 2011 la Cina - con l'emanazione del 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) e con l'intento di implementare l'art. 31 della Legge cinese contro i monopoli (Anti-Monopoly Law - AML) - ha affrontato il tema del controllo delle proprie imprese strategiche nei confronti degli investimenti stranieri. 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 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. 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 a vietare la transazione.

Il fatto che tali normative nazionali a difesa delle imprese strategiche fossero, in gran parte, motivate dal timore verso i Fondi Sovrani si evince chiaramente, tra i tanti documenti, dalla Comunicazione della Commissione europea del 27 febbraio 2008, intitolata *"Un approccio comune ai Fondi Sovrani"*. Nella Comunicazione, accanto agli indubbi aspetti positivi legati agli investimenti compiuti da tali fondi, la Commissione evidenziò come "un motivo di preoccupazione (...) suscitato dagli investimenti azionari dei fondi sovrani è il modo opaco in cui alcuni di essi funzionano e il loro possibile uso come strumenti per acquisire un controllo strategico. Questi aspetti marcano la differenza tra i fondi sovrani e altri tipi di fondi di investimento. Più specificamente suscita apprensione il fatto che – quali che fossero le motivazioni originarie – gli investimenti dei fondi sovrani in determinati settori possano essere utilizzati per fini diversi da quelli di massimizzare il rendimento economico. Ad esempio le scelte di investimento possono riflettere l'obiettivo di ottenere tecnologia e competenze a beneficio degli interessi strategici nazionali, anziché essere motivati da normali interessi di natura commerciale verso nuovi prodotti e mercati. Analogamente i fondi sovrani potrebbero influenzare le decisioni di società che operano in settori di interesse strategico o gestiscono canali di distribuzione che presentano un interesse per i paesi finanziatori dei fondi. Più in generale le decisioni economiche e di investimento potrebbero essere influenzate dall'interesse politico dei paesi possessori di fondi sovrani"⁴³.

- 41 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). Sotto il primo profilo, nel 2005, con il decreto n. 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'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. 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 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.
- 42 Il 24 aprile 2009, attraverso la modifica dell'*Aussenwirtschaftsgesetz* (Foreign Trade and Payments Act) e dell'*Aussenwirtschaftsverordnung* (Regulation Implementing the Foreign Trade and Payments Act), 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). 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 voto⁹⁰ 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).
- 43 La tematica in Italia è stata affrontata all'epoca, tra gli altri, da P. Savona e P. Regola, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi Sovrani e il grande negoziato globale*, Catanzaro, 2009, in part. nota 25.

All'epoca, la Commissione avvertì l'esigenza di intervenire per fornire criteri utilizzabili dagli Stati Membri impegnati a ridisegnare le proprie discipline nazionali tese a limitare gli investimenti dei Fondi Sovrani. Così la Commissione, da un lato, richiamò gli Stati al rispetto dei principi di libertà di circolazione dei capitali (art. 63, comma 1, TFUE) e di stabilimento (art. 49 TFUE) contenuti nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea e, dall'altro, chiari come tali principi, nel quadro giuridico dell'Unione, non dovessero comunque essere considerati alla stregua di libertà assolute, dal momento che l'art. 65 TFUE (già art. 58 TCE) afferma, tra l'altro, il diritto degli Stati di adottare misure in deroga a tale divieto se le restrizioni risultano giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza. Peraltro, in base al TFUE, il diritto secondario europeo può intervenire nella materia, e misure restrittive in relazione all'investimento diretto proveniente dai paesi terzi possono essere adottate a maggioranza qualificata (v. art. 64, comma 2, TFUE); misure restrittive all'investimento diretto intracomunitario possono essere adottate all'unanimità. Inoltre, misure particolari possono essere adottate ai sensi dell'art. 346(1) TFUE nel settore delle armi. A sua volta, come noto, l'art. 21(4) del regolamento n. 139/2004 sulle concentrazioni conserva prerogative di controllo all'accesso delle economie degli Stati membri là dove prevede che, nel valutare le acquisizioni di imprese, gli "Stati membri possono adottare opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi diversi da quelli [antitrust] e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario. Sono considerati interessi legittimi la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione, le norme prudenziali. Qualsiasi altro interesse pubblico è comunicato dallo Stato membro interessato alla Commissione ed accettato dalla stessa, previo esame della sua compatibilità con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario, prima che i provvedimenti di cui sopra possano essere presi". In tal caso, tuttavia, il diritto secondario europeo ha attribuito la facoltà di controllo alle autorità competenti nazionali e non ad istituzioni o agenzie europee.

Proprio per supportare gli Stati in un lavoro di scrittura (o riscrittura) delle discipline nazionali volte a tutelare le imprese strategiche nazionali rispetto agli investimenti diretti stranieri che fosse coerente con i principi e i limiti fissati dai Trattati, la Commissione richiamò gli orientamenti già espressi dalla Corte di Giustizia nella propria giurisprudenza consolidata in materia di *golden shares*, *action spécifique*, o, secondo l'ordinamento italiano, di poteri speciali dello Stato nelle società privatizzate⁴⁴.

44 La giurisprudenza cui la Commissione fa riferimento è quella che prende le mosse prima dalla sentenza della Corte di Giustizia del 14 marzo 2000 (in causa C-54/99 *Église de Scientologie*) riguardante la norma francese che prevedeva una autorizzazione preventiva per taluni investimenti esteri diretti e, poi, 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, Commissio-

In tale contesto, la Commissione ricordò come la Corte di Giustizia avesse in particolare enucleato il principio secondo cui gli interventi che l'Unione europea e i singoli Stati Membri decidono di effettuare per limitare gli investimenti stranieri devono necessariamente perseguire la finalità di tutela dell'ordine pubblico o della sicurezza nazionale in senso stretto, nel senso cioè che "motivazioni di natura puramente economica" non possono mai giustificare una deroga alle libertà previste dai Trattati.

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 potrebbe consistere nella carenza di approvvigionamento di prodotti petroliferi ed energetici o nella discontinuità nell'erogazione di servizi pubblici, o nel venir meno della sicurezza degli impianti e delle reti essenziali alla difesa nazionale, alla sicurezza militare e alle emergenze sanitarie⁴⁵.

In un successivo documento la Commissione Europea rilevava come "11 Stati membri hanno in effetti adottato discipline nazionali che prevedono un meccanismo di esame degli investimenti stranieri per salvaguardare la sicurezza o interessi di ordine pubblico e/o conferiscono poteri speciali su società che operano in settori strategici. La maggioranza di questi meccanismi si applicano a entrambi gli investimenti intra-EU e extra-EU, ma alcuni di essi distinguono tra essi (fissando regole diverse per gli uni e gli altri). Un numero limitato di meccanismi si applicano solo all'investimento extra-EU"⁴⁶ (o intra-EU se si dimostra la fraudolenta o abusiva "vestizione" europea dell'investitore).

Tra il 2010 e il 2011 venivano anche avviati primi approfondimenti informali, da parte della Commissione Europea, circa la necessità o opportunità di un'azione di materia. In tale contesto le opzioni astrattamente ipotizzate erano: (a) non fare nulla e continuare a fare affidamento su interventi *ad hoc* essenzialmente di natura politica; (b) promuovere una convergenza degli Stati membri nel regolare la materia, se del caso mediante un provvedimento di armonizzazione, e comunque mediante un comitato di contatto ad hoc; (c) dettare regole comuni circa le restrizioni all'investimento transfrontaliero intra-UE e extra-UE, attribuendo la competenza ad adottare eventuali misure protettive ad un organo o istituzione europea. Si evidenziava, infatti, come non soltanto esistesse una notevole disarmonia tra Stati membri, ma anche come tutte le principali economie si fossero nel tempo dotate di un meccanismo di controllo delle acquisizioni straniere in settori strategici – sul modello del CFIUS nordamericano – per quanto non molto numerosi fossero i casi nei quali ciò si fosse tradotto in divieti di investimento diretto straniero. Tuttavia, a tali riflessioni non seguiva, all'epoca, alcuna iniziativa in sede europea.

ne/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.

45 Sul punto si veda S. Mezzacapo, *The So-called "Sovereign Wealth Funds": Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, Commissione europea, Economic Paper n. 378, aprile 2009.

46 Commission Staff Working Document, *On the movement of capital and the freedom of payments*, p. 22

3 La normativa italiana del 2012 ed i poteri speciali attribuiti al Governo.

Nel frattempo, sia la Corte di Giustizia sia la Commissione avevano modo di esaminare dappresso, in più occasioni, la disciplina italiana sui poteri speciali attribuiti al Governo. La disciplina contenuta nel d.l. 31 maggio 1994 n. 332 (convertito in l. 30 luglio 1994, n. 474) e 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, era oggetto di una prima procedura di infrazione all'interno del citato filone giurisprudenziale della Corte di Giustizia in materia di *golden shares*, *action spécifique* e poteri speciali. 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 condannava l'Italia per la violazione delle disposizioni inerenti la libertà di movimento di capitali e di stabilimento⁴⁷. 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 infrazione⁴⁸.

Nondimeno i poteri speciali, pur ridimensionati quantitativamente e qualitativamente, continuavano ad essere uno strumento di condizionamento molto incisivo nei confronti delle società nei cui statuti erano previsti; di talché la Commissione censurò, con un nuovo ricorso dinanzi la Corte di Giustizia, la disciplina nazionale in ordine all'eccessiva discrezionalità in grado di "scoraggiare gli investitori".

Il Governo è pertanto nuovamente intervenuto dettando una disciplina generale "in materia di poteri speciali sugli assetti 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" (Decreto legge 15 marzo 2012 n. 21, convertito, con modificazioni, nella legge 11 maggio 2012, n. 56) che ha sostituito definitivamente la disciplina di cui alla L. 474/1994⁴⁹.

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

47 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.

48 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.

49 Al D.L. 21 del 2012 è stata data attuazione con il D.p.R. 19 febbraio 2014, n. 35 (in materia di poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale) e con il D.p.R. 25 marzo 2014, n.86 [col quale, in materia di poteri speciali nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, sono stati definiti gli ambiti soggettivi ed oggettivi, la tipologia, le condizioni e le procedure per l'esercizio dei poteri speciali nei due diversi settori]. L'individuazione degli attivi di rilevanza strategica è avvenuta successivamente, con il D.p.c.m. 6 giugno 2014, n. 108 (per il settore della difesa e sicurezza nazionale) e con il D.p.R. 25 marzo 2014, n. 85 (per i settori energetici, dei trasporti e delle comunicazioni). Infine il D.p.c.m. 6 agosto 2014 (G.U. il 2 ottobre 2014) ha fissato le modalità procedurali attraverso le quali la Presidenza del Consiglio dei ministri deve espletare l'attività di coordinamento per lo svolgimento delle attività propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali.

a) nei comparti della difesa e della sicurezza nazionale (art. 1, L. 56/12), ossia quando le imprese svolgono attività di rilevanza strategica essenziale per lo Stato e

b) nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni (art. 2, L. 56/12), ossia quando le imprese 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)]⁵⁰.

Mentre nel settore della difesa e della sicurezza nazionale la legge richiede, per l'esercizio dei poteri speciali da parte del Governo, l'esistenza di una "minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali", nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni occorre, altresì, che l'operazione presa a riferimento possa dare luogo a "una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore" di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti.

La ragione della maggiore invasività dei poteri speciali che la legge n. 56/2012 ha attribuito allo Stato nei settori della difesa e della sicurezza (di cui all'art. 1) rispetto ai settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni (di cui all'art. 2) è naturalmente da ascrivere ad almeno due diverse ragioni: la maggiore rilevanza che la difesa e la sicurezza riveste nella scala degli interessi essenziali dello Stato, ed il fatto che – storicamente – tali materie sono sempre state di competenza nazionale e risultano ancora oggi oggetto di minor armonizzazione da parte del legislatore europeo⁵¹.

I poteri speciali che l'articolo 1 della legge n. 56/2012 ha attribuito allo Stato 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 – consistono nel:

1. potere di imporre specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici e al

⁵⁰ 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).

⁵¹ Sul punto, più ampiamente, si vedano: M. Lamandini, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello stato: dalla golden share al golden power*, in *Diritto societario europeo e internazionale* (diretto da M. Benedettelli e M. Lamandini), Torino, 2016, p. 107 e ss.; id., *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giur. Comm.*, 2016, p. 671; F. Gaspari, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici*, Torino, 2015, p. 7 ss.; A. Forte, *I poteri sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale*, in *Nomos* 2014/3; A. Sacco Ginevri – F.M. Sbarbaro, *La transizioni dalla golden share ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Le nuove leggi civ.com.*, 2013, 1, p. 109 e ss.; L. Ardizzone – M.L. Vitali, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 920. Da ultimo, recentemente, cfr. A. Daidone, *Il golden power*, in *Codice delle società a partecipazione pubblica* (a cura di G. Morbidelli), Milano, p. 511 e ss.

controllo delle esportazioni nei confronti di chiunque acquisti una partecipazione in imprese strategiche⁵².

2. potere di veto rispetto all'adozione di delibere da parte dell'assemblea dei soci o del consiglio di amministrazione di una impresa strategica⁵³.

3. potere di opporsi 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 nazionale⁵⁴.

⁵² 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 valutazioni 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 della sicurezza - il rispetto di alcune condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici e al controllo delle esportazioni. 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.

⁵³ 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, in modo da consentire al Governo la valutazione preventiva della minaccia agli interessi essenziali dello Stato, in base ai seguenti criteri:

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; 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. 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.

⁵⁴ Attraverso l'esercizio di tale potere il Governo ha la possibilità di opporsi ad un acquisto - di qualsiasi entità - 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, 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. 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. 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 Presi-

I poteri speciali che l'articolo 2 della legge n. 56/2012 ha attribuito allo Stato riguardano sia determinate operazioni societarie, sia il trasferimento di partecipazioni di controllo in tali società.

Nel primo caso, il Governo può esercitare il veto nei confronti di qualsiasi delibera, atto od operazione che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità di tali attivi, ovvero il cambiamento della loro destinazione (tra cui il trasferimento della sede sociale all'estero, il mutamento dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, il trasferimento di azienda o di rami d'azienda, ecc.) (art. 2, comma 2).

Nel secondo caso, il Governo può, sia opporsi all'acquisto di una partecipazione di controllo da parte di un soggetto esterno all'Unione europea, sia condizionare l'efficacia dell'acquisto medesimo all'assunzione di impegni diretti a garantire la tutela degli interessi essenziali dello Stato nei settori di riferimento (art. 2, comma 6)⁵⁵.

Il decreto prevede inoltre che tutte le controversie relative all'esercizio dei poteri speciali sono devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo e alla competenza inderogabile del TAR Lazio, il quale applicherà il rito abbreviato.

4 La nuova via della seta e gli investimenti diretti in imprese strategiche europee.

Il fatto che diversi Stati Membri europei abbiano introdotto normative a tutela degli interessi strategici nazionali nel corso dei primi anni di questo secolo non ha impedito all'Unione europea di confermarsi quale principale destinazione mondiale

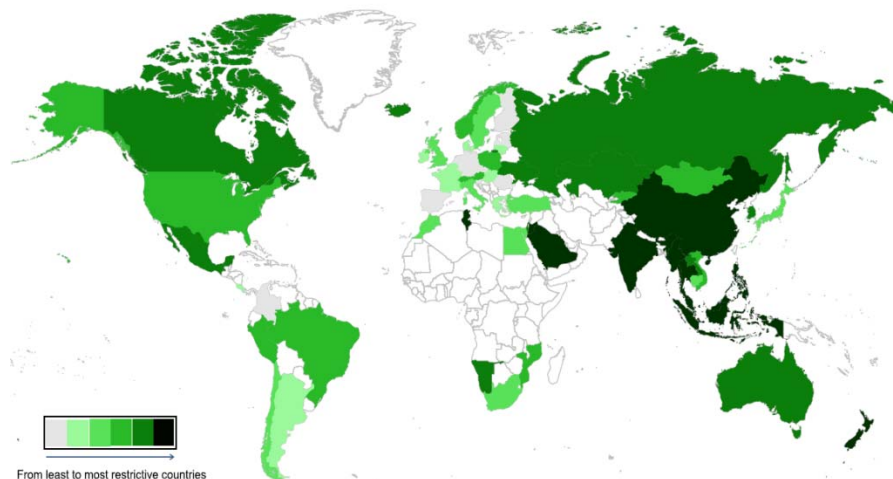
dente del Consiglio (adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri, da trasmettere contestualmente alle Commissioni parlamentari competenti) il Governo può porre il proprio veto rispetto alle delibere (atti o operazioni) sopra menzionate che diano luogo a una "situazione eccezionale, 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. 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' o di sottoporre l'efficacia dello stesso acquisto alla 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., consiste (oltre che nel porre il veto, anche) nel condizionare l'efficacia dell'acquisto all'assunzione da parte dell'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. Decorso i predetti termini l'operazione può essere effettuata.

⁵⁵ Sul tema, ampiamente, M. Lamandini, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello stato: dalla golden share al golden power*, in *Diritto societario europeo e internazionale* (diretto da M. Benedetti e M. Lamandini), Torino, 2016, p. 107 e ss.

degli investimenti esteri diretti⁵⁶. E una delle principali ragioni di questo importante flusso di investimenti diretti in Europa è certamente da rintracciare proprio nel fatto che l'Unione europea ha da sempre accolto favorevolmente tali forme di investimento in ragione dei notevoli benefici che gli stessi apportano all'economia e, conseguentemente, all'occupazione. Gli investimenti esteri diretti, inoltre, "collegano le imprese dell'UE alle catene mondiali del valore che trainano l'economia moderna. Incrementano la produttività e rendono più competitive le nostre imprese migliorando l'assegnazione delle risorse, apportando capitali, tecnologie e conoscenze, rafforzando la concorrenza, stimolando l'innovazione e aprendo nuovi mercati alle esportazioni dell'UE"⁵⁷.

Prova ne è che l'Unione europea risulta avere uno dei regimi di investimento più aperti al mondo e collettivamente gli Stati membri dell'UE risultano avere il minor numero di restrizioni al mondo rispetto agli investimenti esteri diretti. Questo fatto risulta di tutta evidenza (nei limiti in cui tali indici riescono a cogliere le peculiarità delle diverse situazioni di fatto e delle diverse discipline nazionali, il che non avviene sempre) dall'esame dell'*Indice sulla restrizione delle normative sugli investimenti esteri diretti* dell'OCSE, che misura le barriere legali contro gli investimenti esteri in oltre 60 paesi in tutto il mondo e come essi sono cambiati a far tempo dal 1997. Da tale indice risulterebbe che - se vi sono pochi ostacoli per gli investitori stranieri ad investire nell'UE e, in particolare, nell'acquisto di società situate nell'UE - viceversa, in molti paesi del resto del mondo il numero di nuove misure restrittive è recentemente aumentato (la Cina, ad esempio, rimane tra i paesi con il più alto indice restrittivo, insieme alle Filippine e all'Arabia Saudita)⁵⁸.

Figure 1 – 2015 OCSE Indice sulla restrizione delle normative sugli investimenti esteri diretti



⁵⁶ A fine 2017 quasi la metà degli Stati membri dell'UE dispone di meccanismi con i quali controlla gli investimenti esteri diretti. Si tratta di: Austria, Danimarca, Germania, Finlandia, Francia, Lettonia, Lituania, Italia, Polonia, Portogallo, Spagna e Regno Unito.

⁵⁷ Commissione Europea, Comunicazione Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando nel contempo gli interessi nazionali [COM(2017) 494 final] del 13 settembre 2017, p. 5.

⁵⁸ Si veda in proposito la Relazione della Commissione al parlamento europeo e al Consiglio sugli ostacoli al commercio e agli investimenti, 1 gennaio – 31 dicembre 2016, COM(2017)338 final.

Alla fine del 2015, il volume totale degli investimenti esteri diretti entrati in Europa risultava pari a 5.700 miliardi di euro, contro i 5.100 miliardi di euro negli Stati Uniti e 1.500 miliardi di euro in Cina e Hong Kong⁵⁹.

Secondo i dati dell'OCSE riferiti al 2016, il flusso degli investimenti esteri diretti in entrata nell'Unione europea ha raggiunto i 538 miliardi di dollari americani (470 miliardi nel 2015)⁶⁰, superando il livello massimo di investimenti registrato prima della crisi del 2007.

Negli ultimi venti anni gli Stati Uniti, pur rimanendo il più grande investitore estero nell'Unione europea, hanno ridotto la propria quota di investimenti diretti che è passata dal 51,3% del 1995 al 41,4% del 2015.

Anche la quota del Giappone è diminuita nello stesso periodo, passando dal 7,7% al 2,9%. Viceversa le quote degli investimenti esteri diretti in Europa del Brasile e della Cina sono aumentate in modo significativo passando, rispettivamente, dallo 0,2% e 0,3% del 1995 al 2,2% e 2% del 2015, facendo di questi due paesi il quinto ed il sesto maggiore investitore straniero nell'UE (per i dettagli si veda la tabella sotto)⁶¹.

59 Nello stesso anno gli investimenti esteri diretti fuori dall'Europa risultavano pari a 6.900 miliardi. Cfr. i dati Eurostat ripresi anche dalla Commissione europea nella propria Comunicazione *Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando nel contempo gli interessi nazionali* [COM(2017) 494 final] del 13 settembre 2017. Sul punto si veda anche A. Borin e R. Cristadoro, *Gli investimenti diretti esteri e le multinazionali*, Banca d'Italia, Occasional Paper n. 243, ottobre 2014.

60 I deflussi nel 2005 sono stati pari a 537 miliardi di euro.

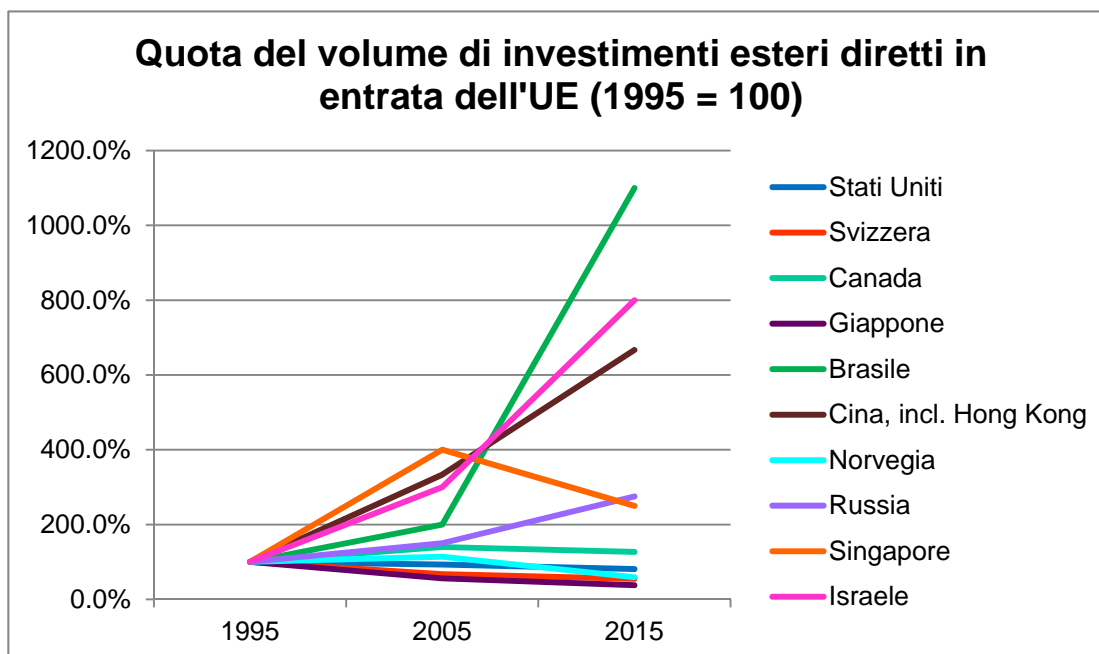
61 Fonte: Eurostat.

Tabella n. 1

Quota percentuale dei dieci maggiori investitori all'interno dell'UE (quota degli investimenti esteri diretti)⁶²

Partner	1995	2005	2015
Stati Uniti	51.3%	47.7%	41.4%
Svizzera	19.7%	13.3%	10.8%
Canada	3%	4.2%	3.8%
Giappone	7.7%	4.3%	2.9%
Brasile	0.2%	0.4%	2.2%
Cina (incl. Hong Kong)	0.3%	1%	2%
Norvegia	2.2%	2.5%	1.3%
Russia	0.4%	0.6%	1.1%
Singapore	0.4%	1.6%	1%
Israele	0.1%	0.3%	0.8%

Figure 2 – Evoluzione delle quote dei dieci principali investitori nel volume degli investimenti esteri diretti in entrata dell'UE⁶³.



⁶² Fonte Eurostat, dati rilevati secondo il Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM) n. 5 per il 1995 e il 2005, e BPM n. 6 per il 2015.

⁶³ Fonte Eurostat. I dati non prendono in considerazione gli investimenti effettuati tramite società veicolo.

Sebbene soltanto lo 0,4% delle imprese europee sia controllato da investitori non UE, esse rappresentano circa il 13% del fatturato totale delle imprese aventi sede nell'Unione, l'11% del valore aggiunto prodotto dalle imprese aventi sede nell'UE e il 6% dell'occupazione totale nell'UE, in quanto tali imprese risultano essere in media molto più grandi di quelle possedute dagli investitori dell'UE⁶⁴.

Merita sottolineare non solo che, come si è già osservato, nei dieci anni che vanno dal 2005 al 2015 gli investimenti diretti cinesi in Europa sono aumentati del 660% ma anche che - secondo gli istituti di ricerca Mercator Institute for China Studies e Rhodium Group⁶⁵ - gli investimenti diretti cinesi in Europa nel 2016 sono stati pari a 35 miliardi di euro⁶⁶ con un incremento di oltre il 77% rispetto al solo anno precedente⁶⁷.

Nel 2016, per la prima volta nella storia moderna, il valore degli investimenti esteri diretti cinesi in Europa ha superato il valore degli investimenti esteri diretti effettuati dai Paesi dell'Unione Europea in Cina⁶⁸.

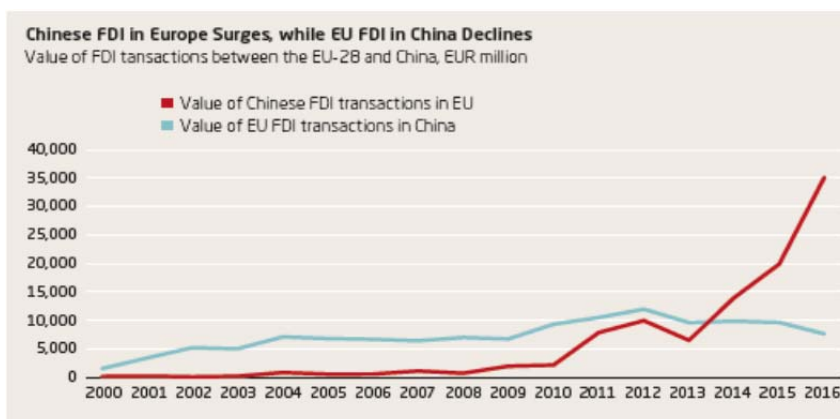
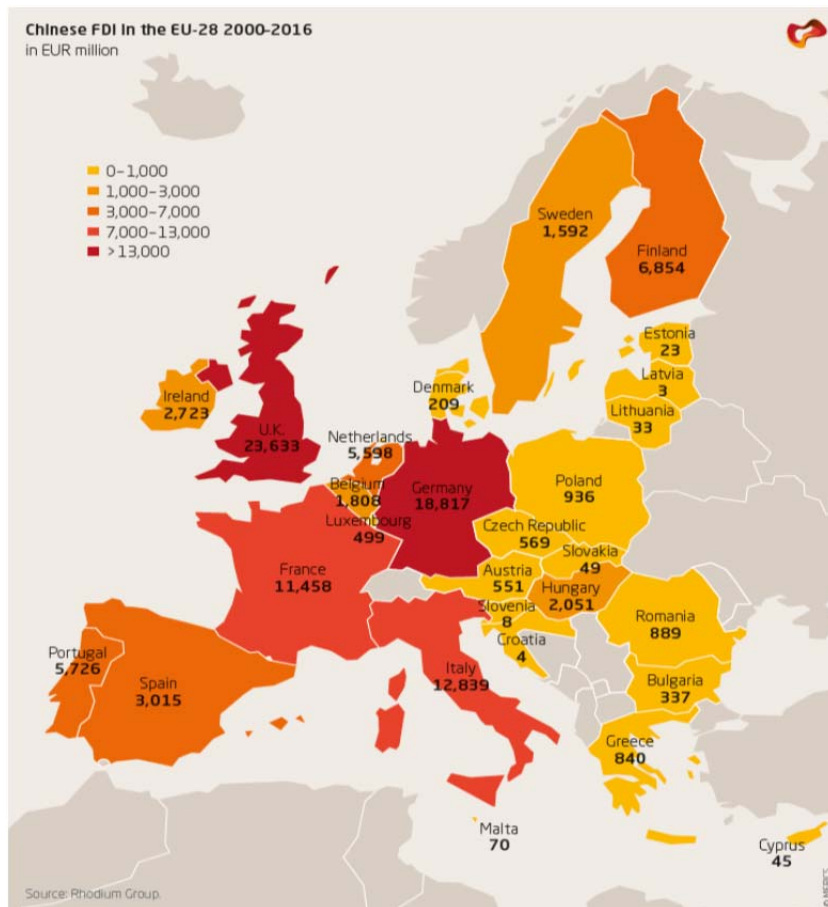
⁶⁴ Eurostat, Foreign Affiliates Statistic (FATS), 2014. Gli Stati Uniti sono in cima alla lista con 26.000 società controllate dall'UE situate - in ordine di importanza - nel Regno Unito, in Germania, nei Paesi Bassi, in Francia e in Italia. La Cina ha controllato circa 4.000 società nell'UE.

⁶⁵ Gli studi riferiti al 2015 e 2016 sono disponibili agli indirizzi internet: https://www.merics.org/sites/default/files/2017-09/COFDI_2016.pdf; <https://www.merics.org/index.php/en/papers-on-china/chinese-investment-europe-record-flows-and-growing-imbalances>.

⁶⁶ Nello stesso anno sono stati pari a 46,2 miliardi di USD negli Stati Uniti. Vale la pena ricordare come recentemente gli Stati Uniti abbiano adottato una politica di maggiore chiusura rispetto agli investimenti esteri diretti provenienti dalla Cina. E' del febbraio 2018 la decisione della Securities and Exchange Commission di bloccare l'acquisto (nonostante il parere positivo del CFIUS) del Chicago Stock Exchange da parte della holding cinese Chongqing Casin Enterprise Group controllata da Lu Shenju in quanto la struttura della proprietà e dei finanziamenti non sarebbero stati sufficientemente trasparenti e non davano garanzie di potere effettuare una adeguata vigilanza sulle attività e di accedere facilmente alla documentazione della borsa una volta completata l'acquisizione.

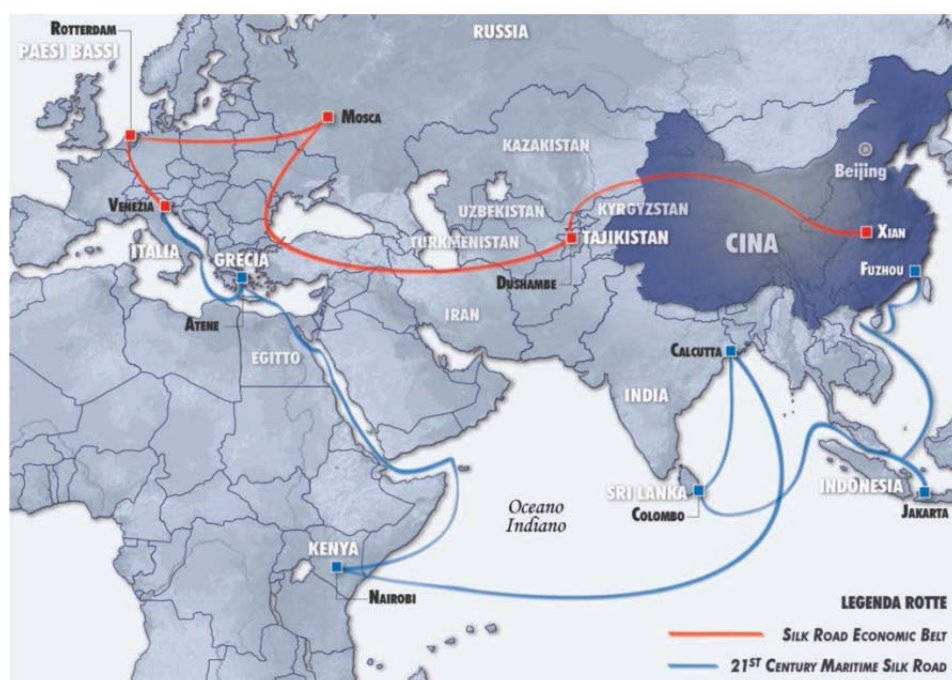
⁶⁷ Nel corso del 2016 in Germania si sono avuti ben 68 takeover cinesi su imprese tedesche, tra le quali spicca l'acquisizione della società Kuka (un robot-maker) da parte della società cinese Midea per la cifra di 4,5 miliardi di euro. Mentre in Grecia è stato acquistato il porto del Pireo dalla società cinese state-controlled Cosco Shipping.

⁶⁸ Cfr. Copenhagen Economics, *Screening of FDI towards the EU*, 2018 Dp. 11.



Fonte: Rhodium Group che comprende acquisizioni già compiute di quote superiori al 10% di società già esistenti oltre che la costituzione di nuove imprese

D'altro canto, in Cina nel corso del 2017 si è venuta a consolidare una dirigenza politica "che ha conseguito, dopo il XIX Congresso del Partito Comunista, il pieno controllo del Paese e la possibilità di programmarne in modo strategico – e non condizionato da conflittualità politica interna – il futuro politico ed economico, grazie anche alla perdurante regia statale nelle attività produttive e finanziarie principali"⁶⁹. Al centro di questo programma è stato inserito il progetto della "nuova Via della Seta" – la *Belt and Road Initiative*, nella sua più recente denominazione – quale programma infrastrutturale globale⁷⁰.



L'Europa risulta particolarmente attrattiva anche per i fondi sovrani (le cui disponibilità finanziarie sono in gran parte concentrate nel continente asiatico e nell'area medio-orientale) per la qualità e l'elevato valore aggiunto del suo tessuto produttivo; per questa ragione sono emerse diffuse preoccupazioni in diversi Stati membri, tra cui l'Italia, per i potenziali risvolti politico-strategici di questo fenomeno⁷¹, specialmente con riguardo a Fondi sovrani di paesi che non garantiscono il principio di reciprocità e le cui disponibilità finanziarie sono enormi.

Secondo i più recenti dati forniti dal Sovereign Wealth Fund Institute e riferiti all'inizio del 2018 i Fondi Sovrani di tutto il mondo gestiscono *asset* del valore complessivo di 7.581,46 miliardi di dollari americani. Per comprendere l'entità di tali

69 Così si esprime il Sistema di Informazione della Repubblica italiana, *Relazione sulla politica dell'informazione per la sicurezza – Anno 2017*, febbraio 2018, p. 65.

70 Sul tema, ampiamente, si veda: A. Selvatici, *La Cina e la nuova via della seta*, Catanzaro, 2018.

71 Cfr. Camera dei Deputati, X Commissione (Attività produttive, commercio e turismo), Documento finale approvato sulla Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del consiglio che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea (COM(2017)487 final), del 13 dicembre 2017.

asset basti pensare che l'intera capitalizzazione di Borsa italiana (ossia il valore di tutte le azioni trattate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa italiana) a gennaio 2018 era pari a 677 miliardi di euro⁷², ossia a meno del 10% degli AUM gestiti dai Fondi sovrani.

Tabella 1: Asset under management dei primi 20 Fondi sovrani (Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute, dati al gennaio 2018)

	Paese	Nome del Fondo sovrano	Asset under management (in USD)
1	Norvegia	Government Pension Fund	998,93
2	Cina	China Investment Corporation	900
3	Emirati Arabi – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	828
4	Kuwait	Kuwait Investment Authority	524
5	Arabia Saudita	SAMA Foreign Holding	494
6	Cina – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456,6
7	Cina	SAFE Investment Company	441
8	Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	359
9	Qatar	Qatar Investment Authority	320
10	Cina	National Social Security Fund	295
11	Arabia Saudita	Public Investment Fund	223,9
12	Emirati Arabi – Abu Dhabi	Investment Corporation of Dubai	209,5
13	Singapore	Temasek	197
14	Emirati Arabi – Abu Dhabi	Mubabala Investment Company	125
15	Corea del Sud	Korea Investment Corporation	122,3
16	Emirati Arabi – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	110
17	Australia	Australian Future Fund	105,4
18	Iran	National Development Fund of Iran	91
19	Russia	Nationa Welfare Fund	72,2
20	Libia	Libyan Investment Authority	66

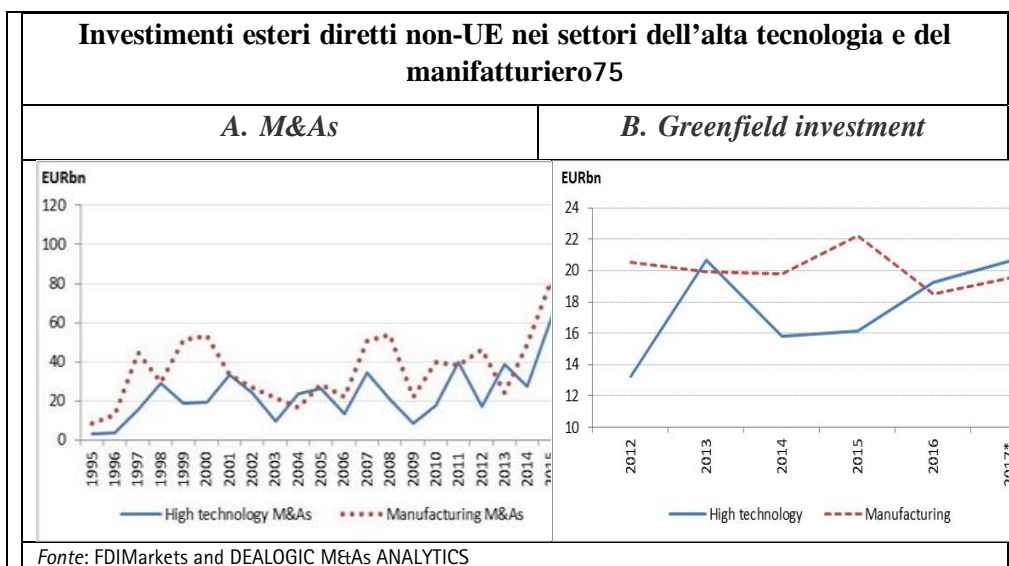
A ciò si aggiunge che, in alcune paesi extra-UE, le imprese statali sono responsabili di una quota significativa degli investimenti esteri diretti in uscita, spesso proprio nell'ambito di una dichiarata strategia governativa⁷³. Infatti, mentre per gli investitori privati gli investimenti diretti in Europa (e negli Stati Uniti) rappresentano generalmente una semplice diversificazione degli asset, per le grandi *state-owned companies* essi possono invece rappresentare una potenzialità per accedere alle tecnologie straniere e per stabilire una presenza globale in attività strategiche. Secondo la Commissione europea tali acquisizioni "possono consentire agli Stati in questione di utilizzare le attività a scapito non solo del vantaggio tecnologico ma anche della sicurezza e dell'ordine pubblico dell'UE"⁷⁴. Fonte di questa preoccupazione sono stati soprattutto i dati relativi all'importante aumento degli investimenti

72 Fonte: Borsa Italiana (<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2018/201801/capitalizzazioneelleazioniquote.pdf.htm>).

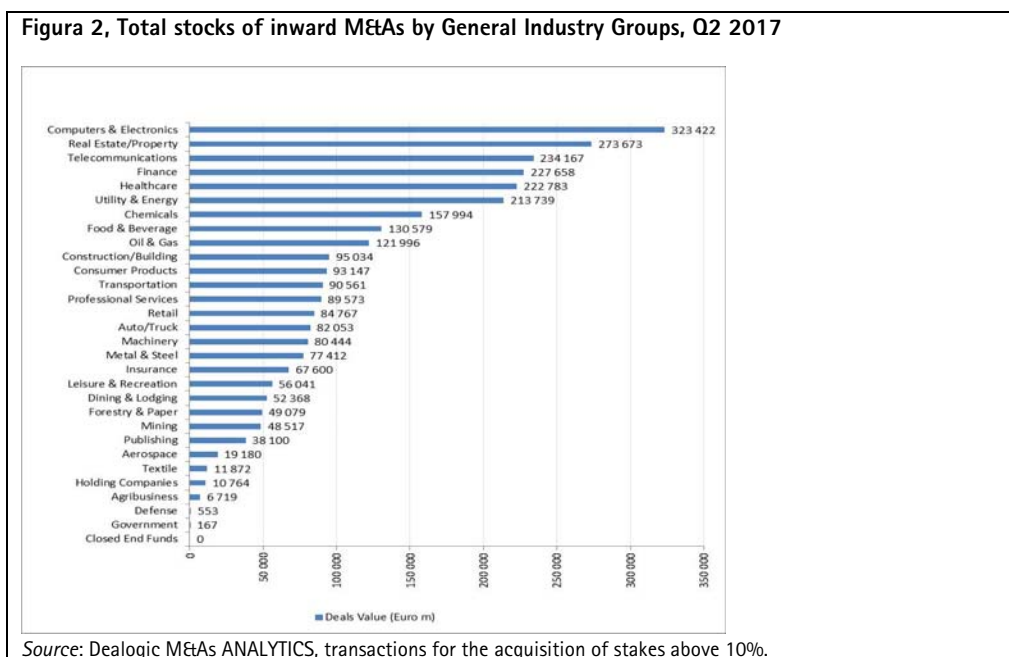
73 UNCTAD, World Investment Report: Investment and the Digital Economy, 2017.

74 Commissione Europea, Comunicazione Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti, cit

esteri diretti in Europa nei settori ad alta tecnologia (a fronte di un rallentamento di quelli nel settore manifatturiero), avvenuti sia tramite acquisizioni di società (o di fusioni) sia tramite la creazione di nuove imprese (c.d. Greenfield).

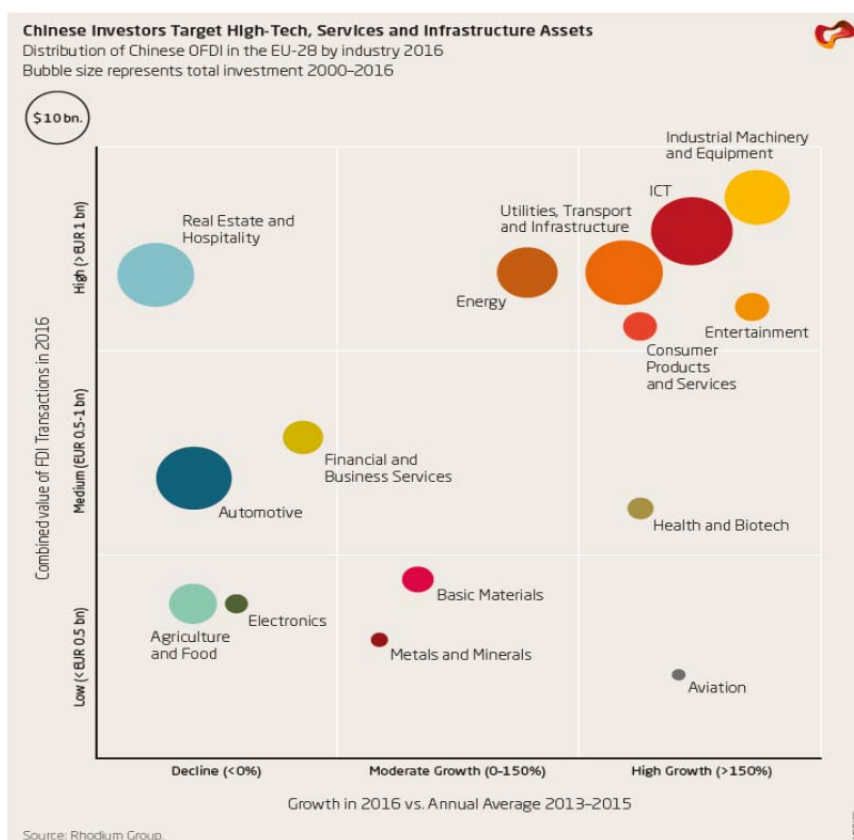


Il settore dei computer e dell'elettronica è quello che è stato privilegiato ed ha raggiunto il valore di oltre 323 miliardi di EUR nel corso del secondo trimestre del 2017.



⁷⁵ Per *High technology* qui si intende: aerospace, renewables, biotechnology, consumer electronics, electronic components, chemicals, engines/turbines, medical equipment, pharmaceuticals, semiconductors, software/IT services, space/defense; *indicates extrapolated figures; *Manufacturing* comprende: automotive, beverages, building/construction materials, business machines, ceramics, coal/gas/oil, consumer products, food, industrial machinery, metals, minerals, paper, plastics, rubber, textiles, wood products.

I dati del 2016 riferiti alla sola Europa sono ancora più significativi.



Per quanto riguarda specificamente i mercati finanziari, occorre preliminarmente ricordare che - nel corso degli ultimi anni - si è assistito ad un graduale aumento di soggetti esteri nel capitale azionario delle imprese quotate europee ed italiane. Tale fenomeno pare dovuto sia al generale contesto di apertura del mercato dei capitali in UE sancito dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), sia al fatto che - con la globalizzazione - ormai in tutte le borse del mondo sono più gli investitori istituzionali stranieri che quelli nazionali (anche perché da un punto di vista aritmetico la sommatoria del valore degli *asset* gestiti dagli investitori stranieri è sempre superiore di quello degli *asset* gestiti da qualsiasi singolo paese).

Questo fenomeno che - in tutta Europa - ha certamente rappresentato una importante fonte di crescita, occupazione ed innovazione, in Italia ha svolto a maggior ragione un ruolo importante, in un periodo in cui la finanza pubblica è una risorsa estremamente scarsa e le capacità delle banche di prestare danaro alle imprese e per la realizzazione delle infrastrutture è ridotta.

Eppure, dai dati dichiarati alla Consob, le partecipazioni rilevanti in società quotate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana detenute da investitori extra-UE sono circa 85, di cui 42 riferibili ad investitori USA (per i dettagli si rinvia all'Appendice 1) e 9 da investitori appartenenti a paesi non Nato (escludendo la

Svizzera). Di queste solo n. 4 sono riferibili ad investitori della Repubblica Popolare Cinese e n. 2 ad investitori di Hong Kong (in proposito si veda la seguente Tabella n. 1).

Tab. 1 - Partecipazioni rilevanti¹ in società quotate da parte di investitori extra-UE

Nazione di origine investitore	N. partecipazioni rilevanti
USA	42
Bermuda	2
Canada	2
Svizzera	9
Giappone	1
Isole Cayman	1
Liechtenstein	2
Monaco	2
Norvegia	8
Qatar	1
Russia	1
Singapore	2
Emirati arabi	3
Cina	4
Hong kong	2
India	1
Libano	1
Libia	1
Totale	85

} 9

¹ Ai sensi dell'art. 120 del TUF, per partecipazioni rilevanti si intendono partecipazioni superiori al 3% del capitale votante.

Per quanto di competenza della Consob, ossia con esclusivo riguardo alle dichiarazioni rilasciate - ai sensi degli artt. 120 e ss. del TUF - dagli investitori che hanno acquistato partecipazioni superiori al 3% (o al 5% nelle PMI) del capitale votante in società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea aventi l'Italia come Stato membro di origine, ad oggi il peso degli investimenti esteri diretti (se si escludono le partecipazioni di soggetti residenti in Svizzera, Stati Uniti e Giappone) appare dunque tuttora piuttosto marginale.

5 La posizione della Commissione europea del 2017 rispetto agli investimenti esteri diretti.

Delle preoccupazioni per i potenziali risvolti politico-strategici dovuti all'aumento degli investimenti esteri diretti in Europa si è nuovamente fatta carico la Commissione europea in diverse occasioni nel corso del 2017. Nel *Documento di riflessione sulla gestione della globalizzazione* del 10 maggio 2017 la Commissione ha, in primo luogo, riconosciuto l'emergere di crescenti preoccupazioni dei Paesi membri riguardo alle acquisizioni strategiche di imprese europee che dispongono di tecnologie fondamentali da parte di investitori esteri; preoccupazioni che hanno messo in dubbio la capacità dell'attuale quadro normativo europeo di farvi fronte⁷⁶.

Successivamente, il 13 settembre 2017 è stato il Presidente della Commissione europea nel *Discorso annuale sullo stato dell'Unione* ad annunciare la proposta (di pari data) della Commissione di introduzione un nuovo quadro normativo volto al controllo degli investimenti esteri diretti dichiarando che: "il nostro sostegno al libero scambio è tutt'altro che ingenuo. L'Europa deve sempre difendere i suoi interessi strategici. È per questo che oggi proponiamo un nuovo quadro dell'UE per il controllo degli investimenti. Se società estere di proprietà statale intendono acquistare un porto europeo, parte di una nostra infrastruttura energetica o un'azienda del settore delle tecnologie di difesa, dovrebbero poterlo fare solo in modo trasparente, a seguito di un controllo e di un dibattito. È nostra responsabilità politica sapere cosa succede a casa nostra per poter proteggere, se necessario, la nostra sicurezza collettiva"⁷⁷.

La proposta della Commissione è contenuta in due distinti documenti:

- a) la Comunicazione della Commissione europea Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando al contempo gli interessi fondamentali [COM(2017)494 final]⁷⁸.
- b) la Proposta di Regolamento che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea [COM(2017)487 final]⁷⁹.

Nella *Comunicazione* si legge che, seppur l'apertura europea agli investimenti esteri diretti risulti un principio cardine dell'ordinamento europeo appare comunque necessario che esso venga affiancato "da politiche vigorose e adeguate, innanzitutto per aprire i mercati dei paesi terzi alle imprese dell'UE, garantire che tutti rispettino le stesse regole e proteggere gli investimenti dell'UE nei paesi terzi e

⁷⁶ Commissione Europea, *Documento di riflessione sulla gestione della globalizzazione*, 10 maggio 2017, reperibile all'indirizzo internet: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-globalisation_it.pdf

⁷⁷ Disponibile all'indirizzo web: https://ec.europa.eu/commission/state-union-2017_it.

⁷⁸ Reperibile all'indirizzo internet: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/IT/COM-2017-494-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>.

⁷⁹ Reperibile all'indirizzo internet: http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2014_2019/plmrep/AUTRES_INSTITUTIONS/COMM/COM/2017/11-22/COM_COM20170487_IT.pdf

in secondo luogo nuocere agli interessi fondamentali dell'UE o dei suoi Stati membri⁸⁰ minacciando, ad esempio, la sicurezza o l'ordine pubblico.

Siccome gli investitori esteri si concentrano sempre più sulla ricerca di nuovi mercati e attività strategiche, continua la Commissione, e le imprese statali svolgono un ruolo sempre più importante nell'economia globale, spesso nell'ambito di una strategia governativa, "sussiste il rischio che in singoli casi gli investitori stranieri possano cercare di acquisire il controllo o di esercitare influenza nelle imprese europee le cui attività hanno ripercussioni sulle tecnologie cruciali, sulle infrastrutture, sui fattori produttivi o sulle informazioni sensibili. Il rischio sorge anche e soprattutto quando gli investitori stranieri sono statali o controllati dallo Stato, anche mediante finanziamenti o altri mezzi"⁸¹.

La Commissione, pur dando conto del fatto che in Europa esistano già normative in materia di sicurezza delle infrastrutture critiche e dei servizi essenziali, evidenzia come non esista ancora oggi un quadro giuridico completo a livello UE che affronti i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico che taluni investimenti esteri diretti possono comportare⁸².

80 Commissione Europea, Comunicazione Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti, cit.

81 Così Comunicazione della Commissione europea Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti, cit., p. 5.

82 Si legge infatti alle pagine 9 e 10 della citata Comunicazione *Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti* che in "alcuni casi tali norme riguardano l'impatto della proprietà straniera. Si possono citare i seguenti esempi: diverse attività sono state individuate come critiche a livello europeo: Galileo, Copernicus, Eurocontrol, le reti europee di trasmissione dell'energia elettrica e di trasporto del gas (Documento di lavoro dei servizi della Commissione (2013)318). Particolare attenzione deve essere riservata alla sicurezza, all'integrità e alla proprietà di tali infrastrutture e alla necessità di garantirne un funzionamento ininterrotto. Inoltre, la legislazione dell'UE in materia di cibersicurezza (Direttiva (UE) 2016/1148 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 6 luglio 2016) stabilisce un elenco di settori che forniscono servizi essenziali in cui gli operatori devono essere difesi dagli attacchi cibernetici (Questi settori sono quelli dell'energia, dei trasporti, delle banche, delle infrastrutture dei mercati finanziari, della sanità, dell'approvvigionamento di acqua potabile, delle infrastrutture digitali e dei fornitori di servizi). Alcune normative dell'UE affrontano direttamente la questione dell'impatto della proprietà estera. Per alcuni casi molto specifici esistono già norme relative al controllo estero su determinate attività europee, in particolare quando l'UE definisce i criteri per l'autorizzazione degli operatori anche in base alla nazionalità dei proprietari. Ad esempio, un vettore aereo non può essere autorizzato nell'UE se almeno il 50% delle sue azioni è detenuto da persone di paesi terzi, a meno che non esista un accordo con il suo paese d'origine (Regolamento (CE) n. 1008/2008 recante norme comuni per la prestazioni di servizi aerei nella Comunità). Nella stessa ottica, conformemente alle norme UE in materia di energia, un gestore di sistema di trasporto del gas o di trasmissione dell'energia elettrica controllato da un paese terzo può operare nell'UE solo se nel processo di certificazione è stato dimostrato che non mette a rischio la sicurezza dell'approvvigionamento energetico dello Stato membro nel quale dovrebbe operare o dell'Unione (Direttiva 2009/73 relativa a norme comuni per il mercato interno del gas e direttiva 2009/72 relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica). Un altro esempio è costituito dalle norme UE in materia di rilascio ed esercizio delle autorizzazioni alla prospezione, ricerca e coltivazione di idrocarburi (Direttiva 94/22/CE, del 30 maggio 1994, relativa alle condizioni di rilascio e di esercizio delle autorizzazioni alla prospezione, ricerca e coltivazione di idrocarburi), in base alle quali gli Stati membri possono, per motivi di sicurezza nazionale, rifiutare l'autorizzazione ad accedere a queste attività e ad esercirle a qualsiasi soggetto effettivamente controllato da paesi terzi o da cittadini di paesi terzi. La strategia europea di sicurezza energetica del 2014 della Commissione [COM(2014) 330] prevede l'avvio di un dibattito più ampio sul controllo delle infrastrutture strategiche nel settore energetico da parte di soggetti esterni all'UE, in particolare imprese di proprietà statale, banche nazionali o fondi sovrani dei principali paesi fornitori che mirano a penetrare il mercato dell'UE e che rischiano di ostacolare la diversificazione dell'approvvigionamento e lo sviluppo della rete e dell'infrastruttura dell'UE. Come primo passo, la Commissione ha presentato proposte legislative concernenti la sicurezza dell'approvvigionamento del gas e dell'energia elettrica che obbligherebbero gli Stati membri a valutare i rischi posti dal controllo estero o dalla proprietà estera delle infrastrutture del gas e dell'energia elettrica e ad adottare i provvedimenti che essi ritengono necessari e che sono soggetti all'esame della Commissione e/o di un gruppo di esperti.

Per questa ragione la Commissione ha inteso in primo luogo riconoscere pienamente la necessità di assicurare ai singoli Stati membri la necessaria flessibilità in relazione al controllo degli investimenti esteri diretti, tenendo conto degli interessi legittimi di ciascuno Stato membro: quindi, non la nazionalità *per se*, quanto l'interesse nazionale⁸³.

In secondo luogo, la Commissione, stante la dimensione europea degli investimenti esteri diretti che in quanto tali rientrano nell'ambito della politica commerciale dell'UE (ex art. 207 del TFUE), ha ritenuto altresì necessario proporre una cooperazione più stretta e un migliore coordinamento tra gli Stati membri perseguendo i seguenti specifici obiettivi:

- a) fornire un quadro coerente per controllare gli investimenti esteri diretti nell'UE per motivi di sicurezza o di ordine pubblico, senza interferire con le prerogative nazionali degli Stati membri;
- b) agevolare una cooperazione stretta e sistematica tra gli Stati membri e tra gli Stati membri e la Commissione per quanto riguarda il controllo di determinati investimenti esteri diretti, laddove questi sollevino preoccupazioni per la sicurezza o l'ordine pubblico, anche intensificando lo scambio di informazioni;
- c) aumentare la trasparenza degli investimenti esteri diretti che potrebbero incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico;
- d) gestire in modo efficace i casi relativi ad investimenti esteri diretti che sollevano preoccupazioni per la sicurezza o l'ordine pubblico in relazione a progetti o programmi di interesse a livello di Unione;
- e) impedire l'elusione dei meccanismi nazionali di controllo degli investimenti esteri diretti⁸⁴.

Come detto, parallelamente alla citata Comunicazione, la Commissione ha anche presentato una *Proposta di Regolamento che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'UE* per motivi di sicurezza o di ordine pubblico ed ha altresì annunciato l'effettuazione - entro il 2018 - di una analisi approfondita degli investimenti esteri diretti nell'UE⁸⁵, nonché l'istituzione di un gruppo di coordi-

83 Principio, questo, riaffermato dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea nel Parere 2/2015 del 16 maggio 2015 relativo all'accordo del libero scambio tra l'Unione Europea e Singapore. Secondo la Corte, alla luce del nuovo testo dell'art. 207 del TFUE, l'Unione Europea ha competenza esclusiva in materia di investimenti esteri diretti, ma la sua azione non può impedire agli Stati Membri di esercitare le proprie prerogative sovrane in materia di ordine pubblico e sicurezza.

84 Cfr. Comunicazione della Commissione europea *Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti*, cit., p. 11.

85 L'analisi si concentrerà evidentemente su settori strategici (energia, spazio e trasporti) e attività strategiche (tecnologie fondamentali, infrastrutture critiche, dati sensibili) il cui controllo potrebbe destare preoccupazioni per motivi di sicurezza o di ordine pubblico. L'analisi riguarderà in particolare i casi di investitori di proprietà o controllati da un paese terzo o che beneficiano di importanti sussidi statali.

namento che si occuperà di tutte le questioni rientranti nell'ambito di applicazione del citato regolamento⁸⁶.

L'obiettivo del progetto di Regolamento non è quello di introdurre nuove regole sostanziali dirette a vincolare l'azione degli Stati membri, quanto, piuttosto, quello di istituire un quadro che consenta agli Stati membri, e in determinati casi alla Commissione, di controllare gli investimenti esteri diretti (ossia non di portafoglio) nell'Unione europea, permettendo al contempo agli Stati membri di tenere conto delle rispettive situazioni individuali e circostanze nazionali (art. 1 e 2 Proposta)⁸⁷.

Preme, infatti, rilevare che le legislazioni dei vari Stati membri dell'Unione presentano notevoli divergenze in ordine al diverso grado di sensibilità sulla normativa *golden power* (e, tra l'altro, alcuni Paesi ne sono addirittura sforniti); talché l'obiettivo del legislatore europeo risulta proprio quello di fornire una "cornice" uniforme che possa rafforzare il quadro delle politiche sul territorio dell'Unione.

Più nello specifico la proposta di Regolamento non impone agli Stati membri di adottare o mantenere un meccanismo di controllo degli investimenti esteri diretti; il suo obiettivo è creare un quadro favorevole per gli Stati membri che già dispongono di un meccanismo di controllo o che desiderano adottarne uno, e assicurare che tale meccanismo soddisfi alcuni requisiti essenziali, quali la possibilità di ricorso contro le decisioni, la non discriminazione tra diversi paesi terzi e la trasparenza (artt. 3 e 5).

Tra i fattori che possono essere presi in considerazione nel controllo di un investimento estero diretto per motivi di sicurezza o di ordine pubblico vengono menzionati (all'art. 4) gli effetti potenziali a livello di:

1. **infrastrutture** critiche, tra le quali l'energia, i trasporti, le comunicazioni, l'archiviazione di dati, le infrastrutture spaziali o finanziarie nonché le strutture sensibili;
2. **tecnologie** critiche, tra le quali l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, le tecnologie con

⁸⁶ Il gruppo di coordinamento - presieduto dalla Commissione e composto da rappresentanti di tutti gli Stati membri - sarà anche la sede per affrontare dibattiti di respiro più ampio. Le competenze del gruppo comprenderanno l'individuazione dei settori e delle attività aventi implicazioni strategiche per la sicurezza, l'ordine pubblico e/o il controllo delle attività critiche a livello nazionale, transfrontaliero o europeo.

⁸⁷ I motivi del controllo degli investimenti sono definiti conformemente alle pertinenti prescrizioni per l'imposizione di misure restrittive per motivi di sicurezza o di ordine pubblico stabilite nell'accordo OMC [compresi in particolare l'articolo XIV, lettera a), e l'articolo XIV bis del GATS] e in altri accordi o intese commerciali e di investimento di cui l'Unione o i suoi Stati membri sono parte. Seppure l'articolo 63 del TFUE vieti tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi, i meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti possono essere giustificati laddove risultino necessari e proporzionati al raggiungimento degli obiettivi definiti nel Trattato, anche per motivi di pubblica sicurezza e ordine pubblico (articolo 65 del TFUE), o per motivi imperativi di interesse generale quali definiti dalla Corte di giustizia dell'Unione europea. Come precisato nella giurisprudenza della Corte di giustizia tali interessi pubblici non possono però essere determinati in maniera unilaterale dagli Stati membri senza alcun controllo da parte delle istituzioni dell'UE e devono essere interpretati in modo restrittivo [cfr. Causa C-265/95, Commissione/Francia ("Fragole"), punto 33]: possono essere invocati solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave a uno degli interessi fondamentali della collettività [Causa C-463/00, Commissione/Spagna, punto 34, causa C-212/09, Commissione/Portogallo, punto 83, e causa C-244/11, Commissione/Grecia, punto 67].

- possibili applicazioni a duplice uso, la cibersicurezza, la tecnologia spaziale o nucleare;
3. sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici;
 4. accesso a informazioni sensibili o la capacità di controllare informazioni sensibili.

A tal riguardo, come si vedrà nel paragrafo seguente, preme sottolineare come i quattro punti richiamati sono stati pedissequamente recepiti dal legislatore nazionale con la novella introdotta dal decreto legge n. 148/2017 che ha ampliato i settori di intervento e, dunque, la disciplina dei poteri speciali.

Uno dei criteri di cui gli Stati membri e la Commissione possono tenere conto nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico consiste nella possibilità che l'investitore estero sia controllato dal governo di un paese terzo, anche attraverso finanziamenti consistenti.

La proposta di Regolamento concede inoltre alla Commissione (art. 3, comma 2) la facoltà di effettuare un controllo per motivi di sicurezza e ordine pubblico qualora un investimento estero diretto possa incidere su progetti o programmi di interesse per l'Unione quali i progetti e i programmi nei settori della ricerca (Orizzonte 2020)⁸⁸, dello spazio (Galileo ed EGNOS)⁸⁹, dell'ambiente e della sicurezza (Copernicus)⁹⁰, dei trasporti (reti trans-europee dei trasporti, TEN-T)⁹¹, dell'energia (TEN-E)⁹² e delle telecomunicazioni⁹³ che hanno comportato e che possono comportare un finanziamento consistente da parte dell'UE.

Infine, la proposta intende inoltre istituire un meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri e la Commissione che consenta loro di inviare notifiche e scambiare informazioni su investimenti esteri diretti che possono costituire una minaccia per la sicurezza o l'ordine pubblico (art. 6).

I meccanismi di cooperazione proposti consentiranno a uno Stato membro di manifestare preoccupazione e formulare osservazioni in merito a un investimento estero diretto in un altro Stato membro⁹⁴.

88 Regolamento (UE) n. 129/2013 dell'11 dicembre 2013.

89 Regolamento (UE) n. 1285/2013 dell'11 dicembre 2013.

90 Regolamento (UE) n. 377/2014 del 3 aprile 2014.

91 Regolamento (UE) n. 1315/2013 dell'11 dicembre 2013.

92 Regolamento (UE) n. 347/2013 dell'11 dicembre 2013.

93 Regolamento (UE) n. 283/2014 dell'11 marzo 2014.

94 La Commissione o un qualunque Stato membro (anche se privo di meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti all'interno dei propri confini) che ritenga che un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico nel suo territorio può richiedere allo Stato membro in cui l'investimento estero diretto è in programma o è stato realizzato, tutte le informazioni necessarie per formulare osservazioni (cfr. art. 8 paragrafo 4, Proposta di Regolamento). Quest'ultimo è tenuto a tenere "in debita considerazione" le osservazioni avanzate dagli altri Stati membri o della Commissione (art. 8 par. 6). Tali previsioni non fanno altro che riaffermare il principio di "responsabilità esclusiva" dei singoli Stati Membri per il controllo e il mantenimento della sicurezza nazionale.

6 La nuova disciplina italiana del 2017 sui poteri speciali.

Anche l'Italia ha ritenuto di tornare ad occuparsi del tema nel 2017, per certi aspetti anticipando taluni effetti dell'eventuale introduzione del citato *Regolamento che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'UE*. Ciò è avvenuto con la legge 4 dicembre 2017, n. 172 (di conversione del D.L. 16 ottobre 2017, n. 148) recante *disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili*, di cui giova segnalare due norme specifiche.

La prima - spesso definita come "*norma antiscorrerie*" avente finalità generali di trasparenza del mercato e di prevenzione di abusi di mercato - è contenuta nell'art. 13 della L. 172/2017, e ricalca analoghe norme già presenti in altri sistemi, come gli Stati Uniti e la Francia⁹⁵. Essa ha introdotto nel testo dell'art. 120 del Testo unico della finanza (relativo agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti) un nuovo comma 4, mediante il quale si è voluto imporre agli acquirenti di partecipazioni rilevanti nel capitale di società quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine (ossia partecipazioni pari o superiori alle soglie del 10%, 20% e 25%) l'obbligo di comunicare alla società partecipata, alla Consob e al mercato gli obiettivi perseguiti nei sei mesi successivi all'acquisizione⁹⁶. Unitamente a tale dichiarazione il soggetto acquirente deve altresì indicare: a) i modi di finanziamento dell'acquisto; b) se agisce solo o in concerto; c) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera; d) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte; e) se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente⁹⁷. In caso di omissione della dichiarazione il diritto di voto inerente alle relative azioni non può essere esercitato e, in caso di inosservanza di quest'ultimo divieto, la delibera o il diverso atto adottati con il voto o, comunque, il contributo determinante delle predette azioni sono impugnabili anche dalla Consob (art. 120, commi 5 e 6, TUF).

Mentre la norma "antiscorrerie" ha inteso tutelare gli interessi di tutti gli operatori del mercato alla trasparenza degli acquisti di partecipazioni societarie sotto soglia OPA (a tutela, quindi, del corretto funzionamento del mercato e della parità informativa), l'art. 14 della L. 172/2017 - inserendo un nuovo comma 1-ter all'art. 2

95 Ci si riferisce alle disposizioni contenute nella Sezione 13(d) del Securities Exchange Act americano e all'art. L233-7 del Code de Commerce francese come modificato con le Leggi 22 ottobre 2010 n. 2010-1249 e n. 2010-1250.

96 Si consideri che dai dati forniti alla Consob in base all'art. 120 del TUF le partecipazioni rilevanti (superiori al 3% del capitale sociale) in società quotate sul mercato telematico Azionario di Borsa Italiana detenute da investitori appartenenti a paesi extra-UE a fine 2017 erano pari a 85, di cui 42 riferibili ad investitori degli Stati Uniti, 9 alla Svizzera, 8 alla Norvegia, 4 alla Repubblica Popolare Cinese, 3 agli Emirati Arabi, 2 ad Hong Kong, Bermuda, Canada, Liechtenstein, Principato di Monaco, Singapore ed, infine una a Giappone, Isole Cayman, Qatar, Federazione Russa, India, Libano e Libia.

97 La Consob, a sua volta, è stata delegata ad adottare un regolamento attuativo con cui precisare: il contenuto degli elementi della dichiarazione, i casi in cui siano tenuti ad effettuare la dichiarazione i possessori di strumenti finanziari dotati dei diritti previsti dall'art. 2351, ult. comma, c.c. (tenendo conto, se del caso, del livello dell'entità della partecipazione e delle caratteristiche del soggetto che effettua la dichiarazione stessa), le disposizioni relative ai controlli svolti dalla Consob sul contenuto delle dichiarazioni e le relative modalità.

della legge 11 maggio 2012, n. 56⁹⁸ - ha invece principalmente voluto ampliare il perimetro degli interessi essenziali (strategici per la sicurezza e l'ordine pubblico) del nostro Paese al fine dell'esercizio dei poteri speciali da parte del Governo (*golden powers*) ai settori ad alta intensità tecnologica tra i quali sono stati individuati:

a) le infrastrutture critiche o sensibili, tra cui immagazzinamento e gestione dati e infrastrutture finanziarie;

b) tecnologie critiche, compresa l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, le tecnologie con potenziali applicazioni a doppio uso, la sicurezza in rete, la tecnologia spaziale o nucleare;

c) sicurezza dell'approvvigionamento di input critici;

d) accesso a informazioni sensibili o capacità di controllare le informazioni sensibili

e rinviando ad uno o più successivi regolamenti l'individuazione, ai fini della verifica della sussistenza di un pericolo per la sicurezza e l'ordine pubblico.

Sarà comunque un decreto del Presidente del Consiglio a stabilire i "settori ad alta intensità tecnologica" che pongono a rischio la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico, dalle infrastrutture critiche e sensibili - tra cui l'immagazzinamento e la gestione dati e le infrastrutture finanziarie - alle tecnologie critiche (intelligenza artificiale, robotica, semiconduttori, tecnologie "a doppio uso", sicurezza in rete, tecnologia spaziale e nucleare) fino all'accesso a informazioni sensibili "o a capacità di controllare informazioni sensibili".

Inoltre, ai sensi dell'art. 2, comma 2, della L. n. 21 del 2012 (come modificata dall'art. 14 della L. 172 del 2017) qualsiasi delibera, atto o operazione, adottato da una società che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1 o 1-ter, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione⁹⁹, dovrà essere notificato, unitamente ad una completa informativa, dalla società stessa alla Presidenza del Consiglio dei Ministri entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione. Dovranno essere notificate nei medesimi termini le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione concernenti il trasferimento di società controllate che detengono i predetti attivi. Il Governo potrà porre il veto alle predette operazioni o sottoporle a specifiche prescrizioni o condizioni, nel caso di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle

98 Legge 11 maggio 2012, n. 56 (di conversione del d.l. 15 marzo 2012, n. 21) rubricata norme in materia di poteri speciali sugli assetti 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.

99 Compresa le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento all'estero della sede sociale, il mutamento dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la 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 della L. 21 del 2012, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia.

reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti (art. 2, comma 3, D.L. 21/2012). Tutti gli atti posti in essere in violazione del veto o delle prescrizioni o violazioni sono nulli. L'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri da parte di società acquirenti esterne all'Unione europea sussiste anche in relazione alle operazioni di acquisizione di partecipazioni in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi dei commi 1 e 1-ter (art. 2, comma 5, primo periodo, l. 21 del 2012). Qualora poi detti acquisti comportino una minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato ovvero un pericolo per la sicurezza o l'ordine pubblico il Governo ha tempo 15 giorni per opporsi all'acquisto o condizionare l'efficacia del medesimo all'assunzione da parte della società acquirente di impegni diretti a garantire la tutela dei predetti interessi. Interessante è, in questa sede, rilevare che – al fine di determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico – la legge consente di prendere in considerazione la circostanza per la quale l'investitore straniero sia controllato dal governo di un paese terzo, anche attraverso finanziamenti significativi (art. 2, comma 6, D.L. 21/2012). Fino al momento della menzionata notifica e, successivamente, fino al decorso del termine per l'eventuale esercizio dei poteri di cui sopra, i diritti di voto o comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale connessi alle azioni o quote che rappresentano la partecipazione rilevante sono sospesi e solo decorsi i predetti termini l'operazione può essere effettuata.

L'articolo 7 del D.L. 21/2012 individua, a sua volta, criteri oggettivi e non discriminatori ai quali il Governo deve attenersi nell'esercizio dei menzionati poteri speciali. In tali ipotesi, infatti, il Governo deve considerare:

"a) 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;

b) l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente, a garantire:

- 1) la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti;
- 2) il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti (...)"

La L. 172/2017 ha, infine, colmato la lacuna che interessava l'omessa notifica per le operazioni ex art. 1, d.l. n. 21/2012 (ovvero quelle inerenti alla difesa e sicurezza nazionale che erano sprovviste di una sanzione).

A tal riguardo è stato inserito un nuovo comma 8-bis secondo cui: « Salvo che il fatto costituisca reato e ferme le invalidità previste dalla legge, chiunque non osservi gli obblighi di notifica di cui al presente articolo è soggetto a una sanzione

amministrativa pecuniaria fino al doppio del valore dell'operazione e comunque non inferiore all'uno per cento del fatturato cumulato realizzato dalle imprese coinvolte nell'ultimo esercizio per il quale sia stato approvato il bilancio ».

La previsione mira, per tale via, a sanzionare anche l'omessa notifica nel settore della difesa e della sicurezza comune, che invece era prevista solo per il settore dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni di cui all'art. 2 del decreto legge n. 21/2012.

PARTE
SECONDA

I poteri speciali dello Stato e le infrastrutture finanziarie

1 Le infrastrutture finanziarie del mercato italiano.

La più inattesa novità introdotta dall'art. 14 della legge n. 172 del 2017 è probabilmente rappresentata dall'estensione del perimetro degli interessi essenziali (strategici) del nostro Paese ai fini dell'esercizio del *golden power* da parte del Governo alle infrastrutture finanziarie, considerate, in tale contesto realtà ad alta intensità tecnologica¹⁰⁰.

E' la prima volta che in Italia ed in Europa i poteri speciali dello Stato si affacciano nel settore finanziario per disciplinare gli investimenti esteri diretti e ciò, come già accennato, diversamente dagli Stati Uniti dove l'intero settore finanziario da oltre sessanta anni è visto come un settore potenzialmente strategico (cfr. *Bank Holding Company Act* del 1956 e *Exon-Florio Amendment* del 1988 e *Foreign Investment and National Securities Act* del 2007)¹⁰¹.

Per definire in modo appropriato la portata innovativa della nuova disciplina conviene prendere le mosse da cosa si debba intendere per "infrastruttura finanziaria" non essendo presente nella legge n. 172 del 2017 una definizione.

100 Dai lavori dell'Assemblea della Camera dei Deputati emerge che diverse sono state le mozioni volte ad estendere l'esercizio dei poteri speciali alle società che operano nel settore finanziario. Si vedano in proposito le mozioni presentate nel corso della seduta del 16 maggio 2017, n. 797 (Lupi ed altri n. 1-01525 - ulteriore nuova formulazione, Palese ed altri n. 1-01545; Franco Bordo ed altri n. 1-01548 - nuova formulazione, e Allasia ed altri n. 1-01550, nei testi rispettivamente riformulati; Marcon ed altri n. 1-01555, limitatamente alla premessa e ai capoversi 1° e 2° del dispositivo; Benamati ed altri n. 1-01632; Alberto Giorgetti e Occhiuto n. 1-01636 e Abrignani ed altri n. 1-01637, nei testi rispettivamente riformulati).

101 L'acquisizione di partecipazioni rilevanti nelle banche commerciali è stato regolato negli Stati Uniti sin dagli anni '50 del secolo scorso dal *Bank Holding Company Act* del 1956, 12 U.S.C. §1841 e ss. Più recentemente il *Foreign Investment and National Security Act* del 2007 (FINSIA, PL 110-49, 121 Stat. 246) ha riservato al Committee on Foreign Investment in the US (CFIUS) il controllo di tutte le "covered transactions" (ossia le operazioni che comportano il passaggio del controllo di una impresa statunitense a favore di un soggetto straniero) compiute da investitori stranieri state-backed (ovvero partecipati da un governo straniero o che operano nel suo interesse).

Secondo la Bank of England "at the most fundamental level, FMI (financial markets infrastructure) are networks of users that transact with each other. They exist to reduce risk and costs involved in making payments and settling trades in financial instruments. FMIs make financial transactions more efficient and almost all transactions involve an FMI in some capacity"¹⁰².

In questo contesto, per infrastruttura finanziaria sembra doversi intendere, in primissima approssimazione, l'insieme di tutti quegli elementi specifici che costituiscono strumento essenziale per il funzionamento del sistema finanziario, o di parti di esso, di un paese. La nozione pare, pertanto, idonea a comprendere le istituzioni, le informazioni, la tecnologia, le reti, gli impianti, le installazioni e, appunto, le "infrastrutture" fisiche e tecnologiche che consentono le operazioni nel settore finanziario e in tal modo un efficiente funzionamento dei mercati, dei sistemi di pagamento e degli intermediari finanziari. In sintesi per "infrastruttura finanziaria" deve intendersi quella struttura che consente al settore finanziario di operare regolarmente, assolvendo le funzioni che sono tipiche dello stesso.

La componente tecnologica di queste infrastrutture - rispetto alla quale è oggi possibile l'esercizio dei poteri speciali da parte del Governo - comprende soltanto il complesso degli impianti e delle installazioni (in due parole: "dei sistemi") occorrenti per il regolare svolgimento dei servizi finanziari. Si tratta dell'insieme dei sistemi infrastrutturali attraverso i quali vengono gestite le transazioni in strumenti finanziari tra chi risparmia e chi investe (funzione di allocazione), gestiti i pagamenti (funzione monetaria)¹⁰³ e trasmessa la politica monetaria. Sono in definitiva le infrastrutture che consentono alle famiglie, alle imprese e alle autorità una gestione dei flussi informativi funzionali allo svolgimento di qualsiasi attività finanziaria, nonché il pagamento e la consegna in modo sicuro ed efficiente di azioni, titoli di debito e altri strumenti finanziari negoziati sui mercati finanziari.

Più in particolare nei mercati finanziari (mobiliari) le infrastrutture finanziarie sono rappresentate da quelle reti o piattaforme elettroniche (sistemi multilaterali) che forniscono servizi di negoziazione, compensazione, regolamento e comunicazione in relazione a titoli e operazioni su strumenti finanziari.

A tale riguardo occorre tenere conto che i mercati finanziari svolgono un ruolo fondamentale nel permettere l'allocazione del risparmio dai settori tipicamente in *surplus* ai settori indebitati. In un mondo caratterizzato da informazione non perfetta e non simmetrica e, quindi, rischioso, i gestori delle infrastrutture di negoziazione cercano di assolvere al meglio il loro compito di fornire le infrastrutture in grado di favorire siffatta allocazione nello spazio e nel tempo. Quanto più efficiente è tale processo - soddisfacendo congiuntamente i bisogni di rischio/rendimento di famiglie ed imprese - tanto più si crea valore, inducendo per questa via benefici effetti sull'economia reale. In altre parole, nei moderni sistemi capitalistici, le infra-

¹⁰² Bank of England, *The Bank of England's supervision of financial market infrastructures - Annual Report* (for the period 23 february 2017 - 20 february 2018), 20 febbraio 2018.

¹⁰³ Per una analisi teorica circa il nesso esistente tra funzioni e servizi finanziari si rinvia, per tutti, a D. Crane et al., *The Global Financial System: a functional perspective*, Boston, Harvard Business School Press, 1995.

strutture di negoziazione rivestono un ruolo fondamentale nel processo di allocazione del risparmio, quali elementi essenziali in grado di incidere fortemente sulle condizioni di realizzazione di sistemi finanziari funzionali alle esigenze dell'economia reale¹⁰⁴.

Le infrastrutture finanziarie forniscono ai mercati finanziari i servizi essenziali, collegando tra loro le controparti, riducendo i costi di transazione attraverso economie di scala, gestendo i rischi sistemici e di controparte e altresì garantendo la trasparenza delle operazioni¹⁰⁵, ossia si tratta dell'insieme delle:

a) sedi di negoziazione (*trading venues*) ossia delle diverse istituzioni che forniscono un luogo - generalmente una piattaforma elettronica - in cui sono negoziati titoli tra i partecipanti al mercato (mercati regolamentati, *multilateral trading facilities, organized trading facilities*) e delle sedi di esecuzione (internalizzatori sistematici e altri sistemi di negoziazione)¹⁰⁶,

b) controparti centrali (*central counterparties - CCPs*),

c) sistemi di compensazione e regolamento dei titoli (*clearing e settlement houses*)¹⁰⁷

d) depositari centrali di titoli (*central securities depositories - CSDs*)¹⁰⁸.

¹⁰⁴ Nella realtà dei moderni sistemi finanziari, la definizione e lo sviluppo dei concreti assetti infrastrutturali sono il risultato di complessi meccanismi decisionali. Nell'ambito di questi ultimi, un ruolo determinante è giocato dalla componente soggettiva - proprietaria e manageriale - delle società che gestiscono le infrastrutture di negoziazione, sulla quale si riflettono i diversi interessi e comportamenti degli operatori a vario titolo coinvolti nella vita dell'infrastruttura. L'analisi tende a spingersi anche oltre tale aspetto. In particolare, vengono messi in luce i reciproci condizionamenti tra i richiamati meccanismi decisionali e gli altri fattori alla base dello sviluppo di sistemi finanziari efficienti, segnatamente l'innovazione tecnologica. Per le infrastrutture di negoziazione, il fattore tecnologico e quello regolamentare hanno rappresentato al tempo stesso un'opportunità ed una sfida, la cui valutazione si fa sempre più difficile e delicata in ragione dell'accelerazione dei processi sottostanti al concreto dispiegarsi dei due fattori: di assoluto rilievo è la ridotta importanza della locazione fisica dei mercati connessa con la possibilità di fornire servizi di negoziazione tramite sistemi di contrattazione telematica a costi ridotti. Le infrastrutture di negoziazione si trovano nelle condizioni di poter offrire ad operatori collocati in qualsiasi parte del mondo collegamenti ai propri mercati, a prezzi molto competitivi, dando così una connotazione pratica ed evidente ai processi di globalizzazione dei mercati. Il progresso tecnologico ha avuto e sta avendo un impatto rilevante sui mercati finanziari e, in particolare, sui gestori delle piattaforme di negoziazione. La tecnologia ha comportato uno straordinario aumento nella capacità di processare una grande quantità di informazioni e di collegare in tempo reale un numero praticamente illimitato di fornitori ed utenti di informazioni. Ciò ha avuto un grande impatto sui mercati che, in ultima analisi, sono luoghi dove si processano informazioni (prezzi, volumi, scambi, etc.).

¹⁰⁵ Secondo R. Lee, *Running the World's Market - The Governance of Financial Infrastructure*, 2011, p. 9, in linea generale nei mercati finanziari le infrastrutture finanziarie sono "exchanges, CCPs, and CSDs that provide the trading, clearing, settlement and sometimes other, core functions for cash and derivative markets" (non volendo considerare in questa generica definizione i sistemi di pagamento).

¹⁰⁶ Una dettagliata analisi della natura degli *exchanges* si trova in R. Lee, *What Is an Exchange? The Automation Management and regulation of Financial Markets*, Oxford University Press, 1998.

¹⁰⁷ Strettamente confinante con le infrastrutture finanziarie in senso stretto sono, tra gli altri, anche i sistemi di pagamento, il servizio di *credit bureau* fornito dalla centrale rischi e relativo alla storia creditizia dei soggetti censiti e la *Distributed ledger technology* (DLT) più comunemente denominata "*blockchain*" (sulla blockchain come infrastruttura finanziaria e sui relativi rischi operativi si veda A. Walch, *The Bitcoin as Financial Market Infrastructure: A Consideration of Operational Risk*, 18 NYU Journal of Legislation and Public Policy, 2015, 837). Queste infrastrutture non verranno prese in considerazione nell'ambito di questo studio.

¹⁰⁸ Sulla definizione di infrastruttura finanziaria si vedano: K. Kauko, *Interlinking securities settlement system: A strategic commitment?*, Bank of Finland, febbraio 2005, p. 7; M. Reece, *Infrastructure organization and IPOs*, in *Journal of Financial Transformation*, agosto 2001, p. 106; H. Schmiedel, A. Schonenberger, *Integration of securities market infrastructures in the euro area*, European Central Bank, Occasional paper series, n. 33, luglio 2005; IOSCO Technical Committee, *Regulatory issues arising from exchange evolution. Final report*, novembre 2006, p. 5.

Queste infrastrutture possono essere divise in due principali gruppi: quelle di negoziazione (*trading*) ed esecuzione e quelle di post-negoziazione (*post-trading*).

L'attività di *trading* è garantita da quelle istituzioni che offrono un 'luogo' – in genere una piattaforma elettronica – per la negoziazione di strumenti finanziari tra i partecipanti ai mercati offrendo altresì due funzioni essenziali: la diffusione dei dati e l'esecuzione degli ordini¹⁰⁹. Esse contribuiscono a garantire l'efficienza delle transazioni e la liquidità dei mercati in quanto consentono alle parti di un contratto in strumenti finanziari di non doversi accollare l'onere della ricerca indipendente della propria controparte, permettono l'esecuzione ordinata degli ordini di vendita ed acquisto e forniscono altresì le informazioni pre e post-negoziazione necessarie per la conclusione dei contatti (ad esempio pubblicando i prezzi dei titoli).

Sotto un profilo più strettamente operativo, le sedi di negoziazione condividono innanzitutto la natura di "sistema di negoziazione multilaterale" o, più precisamente, di un sistema che consente l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in modo da dare luogo a contratti. Tali sistemi sono dunque caratterizzati da una pluralità di controparti ammesse a negoziare tra loro o, meglio, ammesse a negoziare con una controparte che non si esaurisce nel gestore del sistema¹¹⁰. Ulteriore elemento caratterizzante è rappresentato poi dalla necessaria presenza di un "sistema", ossia di una struttura regolamentare e logistica volta al contempo a disciplinare e a consentire gli scambi o meglio, la presenza "di una serie di regole e di una piattaforma di negoziazione" (considerando (7) MiFIR)¹¹¹.

109 Secondo R. Lee, *Running the world's markets*, cit., p. 22, "exchange is that such an institution operates a trading system and through this activity provides a market. Two core functions delivered by a trading system are data dissemination and order execution. Data dissemination is the publication of pre and post-trade data, about quotes (or orders) and trades respectively. Order execution is the process whereby orders can be transformed into trades".

110 Diversamente accade nel sistema bilaterale, in cui "un'impresa di investimento intraprende ogni operazione per conto proprio, anche come controparte interposta tra l'acquirente e il venditore senza assunzione di rischi" (considerando (7) MiFIR). Nel sistema bilaterale, pertanto, chi ha accesso al sistema può interfacciarsi solo con l'impresa-gestore, che interviene come controparte di ogni operazione. Si evidenzia che, data la caratteristica di bilateralità degli internalizzatori sistematici, ad essi non è consentito far incontrare interessi di acquisto e di vendita di terzi in modo funzionalmente identico a una sede di negoziazione, a cui si affianca il divieto che "la gestione di un sistema organizzato di negoziazione e un'internalizzazione sistematica abbiano luogo nell'ambito della stessa entità giuridica".

111 La MiFID II fornisce, come noto, le definizioni di "mercato regolamentato" (MR), "sistema multilaterale di negoziazione" (MTF) e "sistema organizzato di negoziazione" (OTF). In estrema sintesi, le sedi di negoziazione possono qualificarsi sulla base degli aspetti di seguito indicati:

- a) profili di discrezionalità nelle regole che disciplinano l'incontro della domanda e dell'offerta: mentre i MR e gli MTF sono caratterizzati da norme non discrezionali per l'esecuzione delle operazioni, il gestore di un OTF può effettuare l'esecuzione degli ordini su base discrezionale. La discrezionalità può aversi a due diversi livelli: (a) al momento dell'inserimento dell'ordine nel sistema di negoziazione, potendo il gestore decidere "di collocare o ritirare un ordine sul sistema"; (b) oppure, al momento dell'esecuzione dell'ordine medesimo, vale dire dopo che lo stesso è stato inserito nel sistema, potendo il gestore decidere di "non abbinare lo specifico ordine di un cliente con gli altri ordini disponibili nel sistema in un determinato momento". Il gestore di tali sistemi decide, dunque, "se, quando e in che misura desidera abbinare due o più ordini all'interno del sistema"; rientra nel concetto di discrezionalità anche l'attività dell'intermediario volta comunque a incrociare, senza che ciò avvenga sulla base di una regola di matching stabilito ex-ante, gli interessi di due o più clienti tra loro compatibili;

Le sedi di negoziazioni più importanti sono certamente i mercati regolamentati i quali, oltre a svolgere l'attività di *listing* (ossia di ammissione alle negoziazioni), sono sistemi multilaterali (accessibili cioè contemporaneamente da una pluralità di operatori) che consentono e agevolano le operazioni di compravendita di strumenti finanziari (precedentemente ammessi alle negoziazioni sul mercato) secondo regole non discrezionali, ossia secondo regole predefinite, oggettive e trasparenti.

Oggi in Italia vi sono le seguenti sedi di negoziazione soggette – in tutto o in parte¹¹² – alla vigilanza della Consob:

- a) sei mercati regolamentati, dei quali cinque gestiti da Borsa Italiana SpA ed uno gestito da MTS SpA. Rispetto alla situazione ante-MiFID II, si evidenzia la richiesta di revoca dell'autorizzazione del mercato regolamentato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati ("MTS
- b) tipologie di strumenti finanziari oggetto di negoziazione: mentre per gli MTF e i MR si fa riferimento agli strumenti finanziari in genere, la definizione di OTF è limitata ad alcuni strumenti finanziari (non-equity): "obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati". Ciò non significa che possono essere gestiti liberamente, senza autorizzazione, sistemi di negoziazione multilaterali su base discrezionale aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi da quelli indicati nella definizione di OTF, in quanto il nuovo quadro normativo prevede un numero chiuso di sistemi di negoziazione. Non è possibile, dunque, organizzare negoziazioni su base multilaterale al di fuori delle tipologie di sede disciplinate dal legislatore (MTF, OTF, MR);
- c) natura del gestore della sede di negoziazione: un MR può essere gestito solo da un soggetto a ciò deputato (il gestore del mercato), mentre gli MTF e gli OTF possono essere gestiti da imprese di investimento autorizzate alla prestazione del relativo servizio/attività (in Italia, SIM e banche), oltreché da una società che sia già gestore di un MR, condizionatamente all'esito positivo di una "previa verifica" da parte della Consob del rispetto di specifici requisiti.

¹¹² In particolare, occorre tenere presente le diverse disposizioni che nel TUF, di volta in volta facendo riferimento al soggetto gestore ovvero all'attività di gestione del mercato, assegnano diverse competenze di vigilanza:

- a) le sedi di negoziazione in generale e, fermi restando i poteri e le attribuzioni della Consob e della Banca d'Italia ai sensi della disciplina sugli intermediari, i relativi gestori sono vigilati in via esclusiva dalla Consob, al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori;
- b) le sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato e, fermi restando i poteri e le attribuzioni della Consob e della Banca d'Italia ai sensi della disciplina sugli intermediari, i relativi gestori sono regolati dal MEF, dalla Banca d'Italia e dalla Consob, secondo le rispettive attribuzioni. In particolare, la vigilanza sulle sedi di negoziazione all'ingrosso dei titoli di Stato e sui relativi gestori è attribuita alla Banca d'Italia avuto riguardo all'efficienza complessiva del mercato e all'ordinato svolgimento delle negoziazioni e alla Consob per quanto riguarda la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Le sedi di negoziazione all'ingrosso si caratterizzano per il fatto che "sono consentite esclusivamente le negoziazioni tra operatori che impegnano posizioni proprie ovvero, nel caso di soggetti abilitati quelle nelle quali gli operatori eseguono in contropartita diretta, con posizioni proprie, ordini di clienti professionali" (art. 61, comma 1, lett. e, TUF, che, da gennaio 2018, sostituisce l'analoga previsione dell'art. 3 D.M. n. 216/2009);
- c) la vigilanza sulle sedi di negoziazione all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da stati, è esercitata in via prevalente dalla Consob ma prevede un coinvolgimento della Banca d'Italia su profili diversi, in particolare per ciò che riguarda l'individuazione dei requisiti minimi di funzionamento dei sistemi;
- d) la vigilanza sulle sedi di negoziazione di strumenti finanziari sull'energia e il gas è esercitata dalla Consob con il coinvolgimento dell'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico, con specifico riguardo a quegli aspetti che possono incidere sul funzionamento dei mercati fisici dei prodotti sottesi nonché sulla sicurezza e sull'efficiente funzionamento delle reti nazionali di trasporto dell'energia elettrica e del gas.

Corporate") e del mercato regolamentato all'ingrosso dei titoli di Stato "BondVision Italia" gestiti da MTS S.p.A.; di tutta evidenza anche la trasformazione del mercato regolamentato SeDeX gestito da Borsa Italiana S.p.A. nel nuovo sistema multilaterale di negoziazione denominato "Mercato SeDeX";

- b) tredici sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), dei quali cinque gestiti da Borsa Italiana SpA, tre da MTS SpA, uno da EuroTLX Sim SpA, tre da HI-MTF Sim SpA e uno da E-MID Sim S.p.A. Rispetto alla situazione ante-MiFID II, come sopra indicato, si evidenzia l'avvio di due nuovi MTF, frutto della trasformazione di precedenti mercati regolamentati.

L'attività di *post-trading* consiste invece sia nell'attività di regolamento (*settlement*) dei titoli, ossia in quel processo di finalizzazione degli accordi presi tra venditore ed acquirente all'atto della negoziazione di strumenti finanziari (e che conduce al trasferimento definitivo della proprietà dei titoli scambiati e al pagamento del relativo prezzo in contanti), sia la compensazione e liquidazione (*clearing*) degli stessi titoli svolge un ruolo importante nel contenere il rischio operativo dei mercati mobiliari¹¹³. Essa comprende anche il deposito a livello centralizzato dei titoli¹¹⁴. Il *post-trading* comprende inoltre l'attività finalizzata ad assicurare l'integrità dei mercati e che pone un soggetto (la controparte centrale) come "venditore di ogni acquirente" e come "acquirente di ogni venditore", collegando così tutte le operazioni, garantendo il puntuale adempimento delle obbligazioni assunte dai negozianti e, infine, contribuendo a ridurre il rischio sistemico¹¹⁵.

113 Il sistema di regolamento degli strumenti finanziari è quella infrastruttura di mercato che gestisce, sulla base di procedure contrattuali e operative, le diverse fasi successive alla stipula della compravendita tra intermediari, consentendo le attività di compensazione e liquidazione, fino a giungere al regolamento finale del contratto. Quest'ultimo può avvenire sia su base lorda (ossia per ogni singola operazione) che su base netta (calcolando il saldo risultante dalla compensazione di più operazioni). Essendo gli strumenti finanziari trattati sui mercati dematerializzati, il regolamento viene eseguito sempre mediante scritture contabili sui conti degli intermediari aperti presso il sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari.

114 Secondo R. Lee, *Running the world's markets*, cit., p. 23, un depositario centrale (CSD) "is an entity that holds securities centrally either in certificated or dematerialized form. Second, a CSD enables the central transfer of ownership of securities, namely settlement, typically by means of book-entry transfer between securities accounts maintained on an electronic accounting system".

115 Secondo R. Lee, *Running the world's markets*, cit., p. 22, "the widely accepted definition of a CCP is that an entity that interposes itself between counterparties to contracts in one or more financial markets, becoming the seller to every buyer and the buyer to every seller. A CCP often also nets the obligations of the market participants for whom it clears, namely its members. On the cash side, the CCP does this by summing the total amount each member owes for its purchases, and the total amount each member is owed from its sales. The CCP also calculates for each member the net amount of each security, or other asset being traded, the member should receive or hand over". La controparte centrale si tutela dal conseguente rischio assunto raccogliendo garanzie (in titoli e contante, cc.dd. margini) commisurate al valore dei contratti garantiti e al rischio inerente. Il servizio di controparte centrale può essere esercitato, oltre che sui mercati che prevedono espressamente tale servizio, anche in riferimento a transazioni condotte fuori dai mercati regolamentati (c.d. transazioni *over the counter* - OTC). La controparte centrale si dota di un sistema di salvaguardia finanziaria basato su diversi livelli di protezione: requisiti di adesione, sistema dei margini, risorse patrimoniali e finanziarie. In caso di insolvenza di un partecipante la controparte centrale utilizza specifiche procedure per coprire le perdite, basate - oltre che sui margini degli aderenti - anche su appositi fondi mutualistici (*default fund*) nonché sull'utilizzo del proprio patrimonio.

Oggi le infrastrutture di *post-trading* che operano in Italia sono due: Monte Titoli S.p.a. e Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.a.

Monte Titoli S.p.a. è una società del gruppo London Stock Exchange che svolge in forma di impresa servizi di gestione accentrata di strumenti finanziari (compresi i titoli del debito pubblico italiano), di liquidazione e di regolamento delle operazioni in titoli sotto la vigilanza della Banca d'Italia e della Consob ai sensi delle norme contenute nel TUF e del Decreto Euro (D.Lgs. 213/1998)¹¹⁶. Va qui segnalato (punto su cui si tornerà in seguito) che dal 31 agosto 2015, con il completamento della migrazione della piazza finanziaria italiana alla piattaforma Target 2 Securities (T2S) gestita dall'Eurosistema (BCE)¹¹⁷, è divenuto operativo il nuovo Servizio di liquidazione *Settlement Service managed by Monte Titoli S.p.A. and operated by means of T2S platform* che prevede la cessione in *outsourcing* da parte di Monte Titoli del servizio di regolamento delle operazioni in titoli alla piattaforma T2S.

Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.a. è una società del gruppo London Stock Exchange che svolge in Italia le funzioni di garanzia a controparte centrale (CCP) per i mercati azionari regolamentati e gestiti da Borsa Italiana, per i mercati regolamentati e gestiti da MTS S.p.a. e altre sedi di negoziazione per una molteplicità di strumenti finanziari (azioni, warrant, obbligazioni convertibili quotate, future su indici, fondi chiusi, società di investimento, titoli di stato italiani quotati, ecc.) sotto la vigilanza della Banca d'Italia e della Consob.

Per quanto riguarda, infine, l'attività di registrazione dei contratti derivati presso un repertorio di dati (*trade repository*) imposto, tra le altre cose, dal Regolamento comunitario EU 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation - EMIR) e finalizzato a favorire il raggiungimento di nuovi livelli di sicurezza e trasparenza nei mercati europei dei prodotti derivati (fornendo ai regolatori informazioni sulle transazioni rilevanti e sui partecipanti al mercato con dati aggregati su accordi conclusi), si segnala che essa viene oggi svolta da società autorizzate ed il cui elenco viene tenuto dall'European Securities and Market Authority (ESMA); nessuna di queste ha sede in Italia¹¹⁸.

Come si vede, l'espressione 'infrastruttura finanziaria' vale a ricomprendere, in sé, un novero piuttosto ampio di realtà; crediamo tuttavia che, alla luce di una opportuna lettura funzionale della nuova disciplina, essa si riferisca non già all'intero

¹¹⁶ Qualsiasi tipo di strumento finanziario, italiano o estero, rappresentato da titoli può essere accentrato in Monte Titoli e regolato a mezzo di scritture contabili senza alcuna movimentazione fisica. La quasi totalità dei titoli accentrati è gestita in forma dematerializzata; i titoli ancora rappresentati in forma cartolare sono raggruppati in certificati di grosso taglio (certificati globali o maxi certificati).

¹¹⁷ Si tratta di T2S prevede consente ai depositari centrali nazionali in titoli (CSD) di utilizzare una piattaforma tecnica comune per il regolamento contestuale delle transazioni in titoli -domestiche e transfrontaliere - per la componente titoli e per il controvalore in moneta della Banca Centrale. Lo sviluppo e la gestione della piattaforma sono stati affidati alle Banche Centrali di Francia, Germania, Italia e Spagna ("4CB").

¹¹⁸ Al 20 febbraio 2018 in Europa si contavano 8 *trade repositories* autorizzati: DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL), Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (KDPW), Regis-TR S.A., UnaVista Limited, CME Trade Repository Ltd. (CME TR), ICE Trade Vault Europe Ltd. (ICE TVEL), Bloomberg Trade Repository Limited e NEX Abide Trade Repository AB (l'elenco aggiornato è consultabile al sito web dell'ESMA: <https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories/list-registered-trade-repositories>).

insieme ora descritto bensì ad una specie di esso: ossia quello costituito da quelle, tra le infrastrutture finanziarie sopra indicate, che – anche in considerazione dei notevoli investimenti necessari alla loro messa in opera – presentano carattere non replicabile o difficilmente replicabile. Sulla questione si tornerà tuttavia nel prosieguo.

2 La privatizzazione delle infrastrutture finanziarie italiane degli anni 90' del secolo scorso e la 'ri-pubblicizzazione' di talune funzioni dopo la crisi del 2007.

In passato la Borsa italiana è stata caratterizzata (al pari di quella francese¹¹⁹), da un assetto organizzativo tipicamente pubblicistico sul presupposto che la stessa fosse un mercato "ufficiale", istituito per legge (o per provvedimento amministrativo), gestita e controllata da soggetti facenti parte dell'apparato amministrativo¹²⁰ e generalmente operante in regime di monopolio¹²¹. Per lungo tempo, infatti, si è ritenuto che l'assegnazione allo Stato o ad agenzie pubbliche dei compiti di erogazione dei servizi connessi alla gestione dei mercati finanziari, unitamente a quelli di natura regolamentare e di controllo, costituisse la via migliore per la realizzazione dei due obiettivi di tutela del risparmio ed equità. In seguito tale impostazione ha gradualmente lasciato il posto a quello di un'organizzazione controllata dagli intermediari, operanti in uno scenario competitivo.

E' però a partire dalla fine degli anni '80 del secolo scorso, prima negli Stati Uniti¹²² e poi in gran parte del mondo (Europa compresa), che si è assistito ad una progressiva privatizzazione e deregolamentazione dei mercati finanziari sul presupposto economico e culturale che il mercato-impresa fosse più efficiente del mercato servizio-pubblico e fosse quindi idoneo a rendere più competitive le borse europee in un contesto caratterizzato dal prepotente ingresso delle tecnologie informatiche nella finanza, dalla liberalizzazione dei servizi di investimento e dal mutuo riconoscimento delle borse in grado di fornire i propri servizi in via transfrontaliera a intermediari di

119 La prima disciplina delle borse italiane non è altro che l'estensione avvenuta nel 1808 del codice di commercio francese e con l'adozione del Codice di commercio di terra e di mare del Regno d'Italia. Nel sistema anglosassone, viceversa, le borse nacquero per libera associazione degli operatori come cooperative a scopo mutualistico. Sul punto si vedano, per tutti: E. Morgan e W. Thomas, *The London Stock Exchange*, New York, NY, St. Martin Press, 1969 e London Stock Exchange, *Our History*, disponibile all'indirizzo web www.londonstockexchange.com; O. Hart e J. Moore, *The governance of Exchanges: Members' Cooperatives Versus Outside Ownership*, in *Oxford Review of Economic Policy* (12), 1996, p. 53.

120 Il Consiglio di Borsa e il Comitato di gestione del Mercato all'ingrosso dei titoli di Stato.

121 Soltanto nel 1974, con la legge n. 216, furono attribuite alla Consob rilevanti funzioni sulle borse (quali quello di proporre al ministro del tesoro l'istituzione e la soppressione delle stesse borse, di ammettere alla quotazione i titoli, di stabilire il calendario di borsa, ecc.).

122 Emblematico di questa tendenza è il caso del Commodity Future Modernization Act, 2000, Publ L No 106-554, 114 Stat 2763 (2002), Reformulation of Commodity Exchange Act per un comment del quale si rinvia a D. Kloner, *The Commodity Future Modernization Act of 2000*, in *Securities Regulation Law Journal*, 2001, 286. Sul tema generale della borsa come impresa si vedano: J. Macey e H. Kanda, *The Stock Exchange as a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges*, in *Cornell Law Review* (75), 1990, p. 1007; R. Karmel, *Turning Seats into Shares: Implication of Demutualization for the Regulation of Stock and Futures Exchange*, Address to the American Association of Law Schools, 2001.

altri Paesi mediante una interconnessione diretta con i vari sistemi di negoziazione attraverso collegamenti di tipo "remoto".

La disciplina dei mercati è radicalmente mutata con il recepimento della prima Direttiva sui servizi di investimento (Direttiva 93/22/CEE) da parte del D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. Decreto Eurosim) che ha imposto la trasformazione dell'assetto organizzativo del mercato di matrice pubblicistica ad una organizzazione di tipo privatistico del mercato avente il carattere di impresa¹²³. Trasformazione che si è collocata, peraltro, nel più vasto quadro del processo di privatizzazioni avviato in Italia sin dai primi anni '90 del secolo scorso. In proposito, si è osservato che: «L'opera di riforma, radicando nel mercato i concetti d'impresa, privatizzazione, concorrenza e autoregolamentazione ha quindi rovesciato l'impostazione a rigida guida pubblica del sistema previdente, chiamando l'iniziativa privata a una diretta assunzione di responsabilità»¹²⁴, e che «Da un'architettura istituzionale centrata sulla natura pubblicistica dei mercati e sulla forte presenza delle autorità nei processi di regolamentazione e organizzazione si passa al moderno concetto di mercato-impresa, autogestito dagli stessi utenti attraverso gli organi di apposite società di gestione e in cui il ruolo dell'autorità è limitato alla verifica della sussistenza e della permanenza di condizioni atte a garantire la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori»¹²⁵.

In particolare, l'articolo 46 del Decreto 415/1996 ha stabilito che l'attività di organizzazione e di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed essere esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro. Seppur l'esercizio dei mercati regolamentati deve essere autorizzato dalla Consob, il mercato è retto da un proprio regolamento adottato dalla società di gestione¹²⁶. Il Decreto Eurosim, inoltre, ha affidato all'autonomia privata la creazione di

¹²³ Rileva tuttavia sottolineare come il d.lg. n. 415/1996 abbia riconosciuto l'attività di organizzazione dei mercati regolamentati come attività libera nel quadro tuttavia di norme speciali, più restrittive di quelle comuni, sottoponendo l'autorizzazione ad una società a gestire un mercato regolamentato ad una serie di condizioni essenzialmente riconducibili a:

- a) *natura soggettiva*: il soggetto deve svolgere l'attività in questione come attività di impresa, in forma di SpA e con un capitale minimo stabilito dalla Consob e con oggetto sociale esclusivo (fatte salve le attività accessorie e strumentali consentite dalla Consob); gli esponenti devono possedere requisiti di professionalità ed onorabilità individuati dal Ministero del Tesoro, così come i soci (soli requisiti di onorabilità);
- b) *natura oggettiva*: l'organizzazione e la gestione del mercato devono essere disciplinate da un regolamento il cui contenuto minimo e le cui finalità generali (trasparenza dei mercati, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela dell'investitore) sono fissati nel Decreto, conforme alla normativa comunitaria; tale regolamento, dopo essere stato approvato dall'Assemblea dei soci, deve essere sottoposto per l'approvazione alla Consob;
- c) *regime di vigilanza*: i mercati regolamentati sono soggetti all'autorizzazione della Consob (con l'eccezione i titoli di Stato, per i quali tale potere è attribuito al Ministero del tesoro) e, una volta approvati, sono iscritti in un apposito elenco. I mercati, così come le rispettive società di gestione, sono soggetti alla vigilanza della Consob, "da intendersi come verifica di rispondenza fra gli obiettivi del regolamento citato e le modalità di effettivo funzionamento dei mercati".

¹²⁴ Draghi, Intervento al Convegno ABI e Associazione Borsisti Marco Fanno "La riforma dei mercati mobiliari", 1997.

¹²⁵ Draghi, Intervento al Convegno ABI e Associazione Borsisti Marco Fanno "La riforma dei mercati mobiliari", 1997.

¹²⁶ Sul punto si vedano: F. Annunziata, "Nuovi mercati" e ruolo delle società di gestione, in *Le Nuovi Leggi Civili Commentate*, 2018, 5, p. 1236 e ss.; id., *La disciplina del mercato mobiliare*, IX ed., Torino, 2017, p. 303 e ss.; R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, V ed., 2008, p. 263 e ss.; G. Sabatini, *Commento agli artt. 61 e 62*, in *Il Testo Unico delle*

mercati organizzati per la negoziazione di strumenti finanziari. L'organizzazione e il funzionamento di tali mercati è interamente rimesso agli operatori. Tale facoltà trova il limite nel potere attribuito alla Consob di richiedere agli organizzatori e agli operatori notizie e documenti e di vietare le negoziazioni quando potesse derivarne un grave pregiudizio per la tutela degli investitori¹²⁷.

Nel 1998 con il Testo Unico della Finanza (v. artt. 61 e ss.)¹²⁸ è stata definitivamente 'certificata' la privatizzazione delle infrastrutture di mercato italiane¹²⁹ tutte affidate a imprese sottoposte al rilascio di una autorizzazione e sottoposte a vigilanza da parte della Banca d'Italia e della Consob.

Successivamente un ulteriore passo nella direzione della privatizzazione delle infrastrutture finanziarie si è avuto a valle della attuazione della Direttiva 2004/39/CE (*Market in Financial Instruments Directive* - MiFID) con cui si è voluto creare un maggiore livellamento del campo di gioco nel campo del *trading* mettendo tra loro in concorrenza i diversi mercati regolamentati con i sistemi alternativi di negoziazioni al fine di favorire l'integrazione dei mercati e la riduzione dei relativi

disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (a cura di Rabitti Bedogni), Milano, 1998, p. 455; M. Sepe, Commento all'art. 62, in Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (a cura di Alpa e Capriglione), Padova, 1998, p. 590.

127 F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, IX ed., 2017, p. 304. Vale la pena ricordare che l'art. 56 (nel Capo III, «Trasformazione dei mercati esistenti») del decreto n. 415 individuò le diverse fasi connesse alla privatizzazione della borsa e, in particolare, la redazione di un progetto in merito alla costituzione di una o più società per azioni aventi ad oggetto la gestione della borsa valori e del mercato ristretto per la negoziazione di strumenti finanziari quotati in borsa o ammessi alle negoziazioni e relativi indici. A tale progetto furono allegati uno schema di atto costitutivo, di statuto ed un documento contenente l'elencazione dei beni, dei contratti e di altri rapporti giuridici in essere di cui il Consiglio di Borsa risultava titolare, nonché la valutazione del patrimonio e l'eventuale ripartizione delle attività e passività per ciascuna delle società (con indicazione specifica dei beni e dei rapporti giuridici funzionali all'organizzazione e gestione dei mercati). I successivi comma del medesimo articolo prevedevano poi che fosse costituita una società da parte del Consiglio di Borsa con il compito di deliberare un aumento di capitale, sottoscritto dal Consiglio stesso mediante conferimento dei beni e dei rapporti giuridici funzionali all'organizzazione e gestione dei mercati; il Consiglio di Borsa poi, secondo le modalità fissate dal Ministero del tesoro, avrebbe dovuto promuovere la vendita delle azioni relative all'intero capitale della società. Il d.lg. n. 415/1996 concludeva con la prescrizione del modello di struttura proprietaria della società di gestione, prevedendo che almeno il 51% del capitale con diritto di voto fosse detenuto dagli intermediari autorizzati a negoziare sul mercato stesso. In tal modo venne configurandosi un modello di impresa con alcuni elementi tipici della società cooperativa, ovvero il controllo detenuto solo da una parte di coloro che usufruiscono dei benefici derivanti dall'appartenenza alla società.

128 Il Testo Unico ha riconosciuto il carattere privatistico sia dell'attività di gestione dei mercati regolamentati, che dell'attività di gestione accentrata, che dell'attività di gestione dei sistemi a controparte centrale. Per una ricostruzione del dibattito dell'epoca si rinvia a G. Ferrarini, *Stock Exchange Governance in the European Union*, in M. Balling, E. Hennessy e R. O'Brien (eds) *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, 1998.

129 Già prima del Testo Unico della Finanza le infrastrutture di mercato avevano assunto una connotazione privatistica. Monte Titoli S.p.a. nasce nel 1978 e ad essa la legge 19 giugno 1986, n. 289 attribui l'attività di gestione accentrata in monopolio sottoponendola alla vigilanza della Consob, della Banca d'Italia e del Ministero per il Tesoro (occorrerà però il decreto 17 aprile 2000, n. 143 del Ministro dell'economia per il trasferimento definitivo delle funzioni che fino a quella data continuò a svolgere il Servizio di gestione centralizzata dei titoli di stato della Banca d'Italia). Il servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari fu affidato dalla legge 2 gennaio 1991, n.1 (legge SIM) alla Cassa di Compensazione e garanzia nel 1992 (gestito dalla Banca d'Italia sino al 2004). In ogni caso il vero e proprio pilastro della privatizzazione delle infrastrutture finanziarie italiane deve considerarsi la costituzione di Borsa Italiana S.p.a. del 7 febbraio 1997 che avvenne con un atto unilaterale del Consiglio di Borsa. Furono di lì in poi privatizzate: la Borsa valori (il Mercato telematico azionario - MTA, il Mercato delle obbligazioni e dei titoli di Stato - MOT, il Mercato delle spezzature), il Mercato ristretto, il Mercato italiano dei derivati (IDEM), il Mercato telematico dei titoli di Stato all'ingrosso (MTS) e il Mercato italiano dei *futures* e delle opzioni sui titoli di Stato (MIF).

costi e la competitività dell'industria finanziaria europea¹³⁰. La Direttiva MiFID ha abolito la regola della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati (introdotta in Italia con la l. n. 1/1991 sull'attività di intermediazione mobiliare - c.d. legge SIM¹³¹) a favore del principio della concorrenza fra sedi di mercato alternative, riconoscendo dal punto di vista normativo a fianco dei mercati regolamentati anche altri sistemi multilaterali di negoziazione privati (si tratta delle *Multilateral Trading Facilities* - MTF)¹³² e la possibilità stessa per gli intermediari di internalizzare gli ordini della propria clientela (c.d. internalizzatori sistematici degli ordini)¹³³.

La crisi finanziaria del 2007 ha però mostrato i limiti della regolamentazione di un sistema finanziario divenuto altamente complesso per effetto della interconnessione globale tra istituzioni finanziarie resa possibile dalla tecnologia e, in particolare, la straordinaria complessità dei problemi di natura sistemica e macroprudenziale¹³⁴ che hanno generato i prodotti finanziari derivati, in uno con la crescita esponenziale dei mercati OTC e la loro insufficiente supervisione¹³⁵.

La crisi finanziaria del 2007 non ha, tuttavia, colpito le infrastrutture finanziarie, ed anzi ne ha evidenziato la resilienza e il ruolo di "stabilizzazione"; ha così

130 J. Macey, M. O'Hara, *Regulating Exchanges and Alternative Trading System: A Law and Economics Perspective*, *Journal of Legal Studies*, 8, 1998, p. 17; id., *Globalisation, Exchange Governance and the Future of Exchange*, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 1999, p. 1; A. Cybo-Ottone, C. Di Noia, M. Murgia, *Recent Developments in the Structure of Securities Markets*, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2000, p. 223; R. Davies, A. Dufour, B. Scott-Queen, *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*, in G. Ferrarini e E. Wymeersch (eds), *Investor Protection in Europe. Corporate Law making, the MiFID and Beyond*, 2006, p. 163; B. Alemanni, G. Lusignani, M. Onado, *The European Securities Industries: Further Evidence on the Roadmap to Integration*, in G. Ferrarini e E. Wymeersch (eds), cit., p. 199; J.C. Coffee jr, H.A. Sale, *Securities Regulation*, dodicesima edizione, 2012; N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, terza edizione, 2014.

131 Si trattava, all'epoca, della concentrazione presso il mercato unico nazionale telematico per la negoziazione di titoli quotati in borsa, il mercato ristretto, i mercati anche locali per la negoziazione di valori mobiliari non quotati in borsa né negoziati nel mercato ristretto, i mercati esteri riconosciuti, i mercati per la negoziazione di contatti a termine su strumenti finanziari e il mercato dei contatti uniformi a termine su titoli di Stato. Sul punto, più ampiamente, si veda: E. Galanti, R. D'Ambrosio, A.V. Guccione, *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa. Dall'Unità d'Italia al 2010*, Banca d'Italia, 2011.

132 Mentre il mercato regolamentato, ai sensi della MiFID, è un sistema multilaterale amministrato e gestito dal gestore del mercato, gli MTF possono essere gestiti anche da una impresa di investimento. Entrambi facilitano l'incontro - al loro interno e secondo regole non discrezionali - tra le proposte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari.

133 Si tratta, ai sensi dell'art. 4, par. 1, n. 6, della Direttiva MiFID di quel tipo di negoziazione che consiste nella "contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna posizioni proprie".

134 Si segnalano in dottrina tra i numerosi contributi sul tema: M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A.D. Persaud, H. Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, *Geneva Reports on the World Economy*, 2009 e A. Shleifer, R.W. Vishny, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2011; E. Gualandri e M. Noera, *Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale*, in *Lo stato della finanza - Scritti in onore di Marco Onado* (a cura di Bisoni, Gualandri, Landi, Lusignani), Bologna, 2014, p. 33; P. Angelini, *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, Occasional paper n. 271, 2015; F. Bassan e C. Mottura, *From Saviour to Guarantor. EU Member States' Economic Intervention During the Financial Crisis*, Londra, 2015, p. 85; C. Borio, *Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?*, in *CESifo Economic Studies* (49), 2003, p. 181; S.G. Hanson, A.K. Kashyap, J.C. Stein, *A Macroprudential Approach to Financial Regulation*, in *Journal of Economic Perspective* (25), 2011, p. 3; J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J.M. Gordon, C. Mayer, J. Payne, *Principles of Financial regulation*, Oxford, 2016, p. 409 e ss.

135 Sul punto si rinvia a S. Alvaro e G. Siciliano, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipano ai mutui sub-prime*, Consob, *Quaderni giuridici*, n. 10, luglio 2016.

fatto ritenere necessario attribuire un ruolo centrale alle controparti centrali nel mercato dei derivati e, al tempo stesso, ha reso manifesta l'esigenza di presidiarne meglio i rischi sistemici, ossia gli *shock* esogeni suscettibili di avere un rilevante impatto trasversale su tutto il sistema finanziario¹³⁶: è parso sempre più evidente che l'eventuale fallimento di un mercato regolamentato, o di un depositario centrale, o di una controparte centrale può comportare la completa interruzione delle negoziazioni su strumenti finanziari, soprattutto se l'istituzione interessata detiene il monopolio nel relativo settore. Queste riflessioni hanno portato ad un importante ripensamento della regolamentazione, in modo da inserire all'interno del suo perimetro anche obiettivi e strumenti di politiche di vigilanza macro-prudenziali¹³⁷.

E' così che alle linee guida internazionali fissate dal G20 di Pittsburgh e dal Financial Stability Board in data 25 settembre 2009¹³⁸ è seguita l'introduzione:

- a) in Europa, della normativa contenuta nel Regolamento EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), in MiFIDII, MiFIR (*Financial Instruments Directive and Regulation*) e nel Regolamento relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai Depositari centrali di titoli (*Central Securities Depositories Regulation - CSDR*),
- b) negli Stati Uniti, del Dodd-Frank Act del 21 luglio 2010, ove, in particolare, assume rilievo il ruolo attribuito alla Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e alla Securities and Exchange Commission (SEC);
- c) a livello internazionale dei *Principles for Financial Market Infrastructure*¹³⁹ e il relativo *Disclosure Framework and Assessment Methodology*¹⁴⁰, entrambi emessi nel 2012 dal Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento (*Committee on Payment and Settlement Systems - CPSS*) unitamente alla International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

¹³⁶ E' opinione comune che il fallimento di una società di gestione di una infrastruttura di mercato può avere significative conseguenze di natura sistemica. Sul punto si vedano, per tutti: O. De Bandt, P. Hartmann, *Systemic risk: a survey*, European Central Bank, Working paper Series, n. 35, novembre 2000; J. Dow, *What is systemic risk? Moral hazard, initial shocks and propagation*, in *Monetary and Economic Studies*, bank of Japan, 18, dicembre 2000; G.G. Kaufman, K.E. Scott, *What is systemic risk and do bank regulator retard or contribute to it?*, in *Independent Review* 7, 2003, pp. 371-391; S.L. Schwarcz, *Systemic risk*, in *Georgetown Law Journal* 97 (1), 2008, pp. 193-249.

¹³⁷ Mentre la prospettiva micro-prudenziale (che ha dominato sino alla crisi del 2007) aveva come obiettivo ultimo la protezione del consumatore, nelle sue diverse accezioni (depositante, investitore, ecc.) e si incardina sulla vigilanza sulla stabilità del singolo operatore (società di gestione del mercato o intermediario) e sulla trasparenza e la correttezza dei suoi comportamenti, la prospettiva macro-prudenziale si pone come obiettivo quello di evitare che crisi finanziarie abbiano impatti negativi sulla crescita economica e sui conti pubblici. Sul tema si vedano: International Monetary Fund, *Macro-prudential Policy: An Organizational Framework*, Marzo 2011 e M. Lamandini e D. Ramos Muñoz, *EU Financial Law. An introduction*, Padova, 2016, p. 628 e ss.

¹³⁸ Cfr. FSB, *Improving financial regulation - Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, 2009.

¹³⁹ CPSS, IOSCO, *Principles for Financial Market Infrastructures*, 2012.

¹⁴⁰ CPSS/IOSCO, *Principles for Financial market Infrastructures: Disclosure framework and Assessment methodology*, 2012.

Il nuovo quadro normativo che si è venuto a creare ha per certi aspetti "re-istituzionalizzato", seppur in forme nuove rispetto al passato, le infrastrutture del mercato finanziario (sia quelle di *trading* che quelle di *post-trading*) sul presupposto che esse sono supporti essenziali per il sostegno della stabilità del sistema finanziario, della sua trasparenza e la liquidità, nonché per mitigare il rischio sistemico e, più in generale, la salute dell'economia reale¹⁴¹. Assai indicativo in questo senso è l'ultimo rapporto della Bank of England sulla vigilanza sulle infrastrutture finanziarie. In esso si legge che "it is therefore essential that FMIs operate reliably and in the public interest" e che "the services they provide are vital to the stability of the financial system and the health of the real economy".¹⁴²

La riforma delle infrastrutture finanziarie che ne è conseguita ha prodotto effetti ad un duplice livello: un livello micro-economico e contrattuale che ha riguardato i costi di transazione e un livello macro-economico che ha riguardato il problema del rischio sistemico. Da un lato, si è inteso rimodellare le infrastrutture di *trading* al fine di promuovere la concentrazione delle contrattazioni nelle sedi di negoziazione (*trading obligation*) definendo altresì adeguati livelli di trasparenza delle negoziazioni pre- e post-negoziazione¹⁴³. Dall'altro lato, si è voluto - in primo luogo - ridurre il più possibile la portata e l'impatto del rischio sistemico attraverso l'obbligo di compensazione centrale per le parti di operazioni su derivati standardizzati (ed idonei a tale procedura), ma anche attraverso l'obbligo per le parti del contratto di segnalare le relative posizioni ai repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repositories*), e ciò al fine di promuovere la trasparenza a vantaggio delle Autorità di vigilanza¹⁴⁴. In

141 In questi termini: G. Ferrarini e P. Saguato, *Regulating Financial Market Infrastructures*, ECGI working paper n. 259 del 2014, p. 4.

142 Bank of England, *The Bank of England's supervision of financial market infrastructures - Annual Report (for the period 23 february 2017 - 20 february 2018)*, 20 febbraio 2018.

143 Cfr. J. Macey e M. O'Hara, *From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World*, in *Stanford Law Review*, 2005, p. 563; G. Ferrarini e N. Moloney, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interests' Groups: from MiFID I to MiFID II*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, p. 557. Notano però correttamente G. Ferrarini e P. Saguato, *Regulating Financial Market Infrastructure*, cit., che per alcune sedi di negoziazione seppur dotate di una organizzazione e struttura multilaterale vi è stato in realtà un ammorbidimento delle regole di trasparenza pre o post-negoziazione. E' il caso dei "dark pool" di liquidità che sono connotati dall'assenza di regole di trasparenza pre-negoziazione, ma che possono costituirsi come un Multilateral Trading Facilities, un order-crossing system o anche come un mercato regolamentato.

144 Così G. Ferrarini e P. Saguato, *Regulating Financial Market Infrastructures*, ECGI, Law Working Paper n. 259, giugno 2014. Più in particolare l'art. 28 del Regolamento MiFIR (Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012) e l'art. 4 del Regolamento EMIR (Regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni) hanno previsto che gli strumenti finanziari derivati - standardizzati secondo criteri fissati dall'European Securities Market Authority, sufficientemente liquidi e rispetto ai quali vi sia la disponibilità di prezzi affidabili - debbano necessariamente essere compensati tramite una controparte centrale autorizzata o riconosciuta ai sensi dello stesso regolamento EMIR (c.d. *clearing obligation*), sottoposti alle medesime regole di trasparenza pre- e post-trade già previsti per i prodotti *equity*, nonché trattati su una *trading venue* (c.d. *trading obligation*). Le controparti di un contratto derivato negoziato su una *trading venue* e le controparti centrali sono inoltre tenute a trasmettere le informazioni relative ai contratti derivati che hanno concluso, modificato e/o eseguito ad un repertorio di dati sulle negoziazioni (art. 9 Regolamento EMIR). Dal canto suo, la regola della *trading obligation* (prevista per le azioni e i derivati ma non anche per i titoli obbligazionari) rappresenta una limitazione all'autonomia contrattuale delle parti, in quanto limita la libera scelta del luogo di negoziazione di un contratto volta a dare trasparenza agli scambi di contratti derivati e a rendere applicabile agli stessi la *clearing obligation* finalizzata,

secondo luogo, sono state introdotte nuove regole sulla stabilità e sulla *governance* delle infrastrutture finanziarie (mercati regolamentati, controparti centrali e depositari centrali) volte a garantire la continuità (*business continuity*) dei servizi resi dalle stesse, e a migliorare la gestione del rischio sistemico data la natura sostanzialmente "pubblica" dei loro servizi. E' stato, tra l'altro, imposto alle infrastrutture di dotarsi di piani e procedure di *recovery* per affrontare le minacce alla loro operatività che potrebbero impedire loro di assicurare il regolare svolgimento regolare dei propri servizi essenziali. Si tratta, in particolare, di piani di emergenza, di *back-up* e di esercitazioni di emergenza volti a garantire i servizi resi anche in situazioni di emergenza.

Per quanto riguarda la disciplina dei sistemi di negoziazione il Testo Unico della Finanza prevede che l'esercizio dei mercati regolamentati di strumenti finanziari debba essere autorizzato dalla Consob e che la società di gestione di tali mercati debba: a) possedere le risorse finanziarie stabilite dalla Consob, b) avere negli organi di amministrazione e controllo persone aventi i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza stabiliti dal Ministero dell'Economia, c) avere un revisore legale dei conti, d) possedere i requisiti generali di organizzazione fissati dalla Consob, e) comunicare alla Consob informazioni relative ai partecipanti al capitale (entro la soglia partecipativa indicata dalla Consob). La Consob, dal canto suo, può opporsi ai cambiamenti negli assetti azionari quando tali cambiamenti mettono a repentaglio la gestione sana e prudente del mercato. E di questa disposizione merita di essere sottolineata la specificità micro-prudenziale rispetto alla disciplina sul controllo degli investimenti stranieri nelle infrastrutture finanziarie, anche se in talune situazioni può immaginarsi che l'investimento straniero possa in astratto risultare "problematico" (e tale da indurre riflessioni circa l'applicazione della nuova disciplina di controllo degli investimenti stranieri nel settore) proprio per ragioni di sana e prudente gestione di mercato. Gli organi amministrativi e di controllo della società di gestione, infine, possono essere sciolti dal ministero dell'Economia e delle finanze su proposta della Consob in caso di gravi irregolarità nella gestione dei mercati o nell'amministrazione della stessa società di gestione e comunque quando lo richiede la tutela degli investitori.

La riforma del sistema in chiave macroprudenziale è stata maggiormente incisiva nel settore del *post-trading*, in quanto le infrastrutture di *post-trading* svolgono una funzione che è in sé di natura sistemica, là dove essere operano per la gestione del rischio, adottando meccanismi di supervisione e facilitando la connessione tra i

quest'ultima, a mitigare il rischio di controparte (ossia il rischio che la propria controparte non adempia alle proprie obbligazioni) tipico delle operazioni bilaterali e di ridurre così, per le ragioni esposte nel primo capitolo, in modo significativo il relativo rischio sistemico. La *clearing obligation* consente, inoltre, alle controparti centrali di monitorare costantemente i rischi finanziari di ciascun partecipante al sistema determinando per ciascuno di essi i margini di garanzia necessari a coprire la relativa esposizione. L'obbligo di segnalazione ai *trade repositories* registrati o riconosciuti dall'ESMA risponde, invece, all'obiettivo di creare un database che permette alle Autorità di vigilanza di avere un quadro conoscitivo completo e soprattutto tempestivo dell'esposizione dei singoli soggetti ai rischi derivanti dall'operatività in derivati e dell'effettiva riallocazione delle diverse tipologie di rischio all'interno del sistema finanziario nel suo complesso.

partecipanti al mercato. Ogni servizio post-negoziato (CCPs, CSDs o TRs) è infatti finalizzato a ridurre o più in generale a gestire un aspetto separato di rischio sistemico o alla stabilità finanziaria. Si tratta di infrastrutture che hanno un proprio "statuto": devono essere previamente autorizzate (o riconosciute), sono soggette a specifiche regole di *governance*, di gestione del rischio e dei conflitti di interesse, a specifici meccanismi di controllo interno, nonché ad una regolamentazione prudenziale. I rispettivi organi amministrativi devono possedere specifici requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza e la relativa struttura proprietaria deve essere trasparente. Esse, inoltre, devono garantire la continuità e il funzionamento ordinato delle rispettive attività e servizi e devono "stabilire, attuare e mantenere" una *policy* circa la "continuità operativa" e un piano di *disaster recovery* volto a garantire la continuità dei servizi e per facilitare la loro risoluzione in caso di difficoltà finanziarie o fallimento. Anche in questo contesto, ogni cambiamento nelle partecipazioni azionarie qualificate nelle Controparti centrali deve essere segnalato all'Autorità ai sensi dell'art. 31 del regolamento n. 648/2012¹⁴⁵. Anche le modifiche dell'assetto di controllo di un Depositario centrale devono venire autorizzate dall'autorità competente ai sensi dell'art. 27, paragrafi 7 e 8, del Regolamento UE n. 909/2014. E valgono a riguardo le considerazioni più sopra svolte in relazione alle procedure autorizzative nel cambio di controllo delle piattaforme di negoziazione.

Ciò che più interessa qui però è che la riforma finanziaria delle infrastrutture finanziarie ha riconsiderato il ruolo che le infrastrutture svolgono nei mercati "privati" per giungere alla conclusione che elementi di "pubblicità" debbano essere iniettati anche nei mercati "privati"¹⁴⁶. Occorre domandarsi dunque in che misura, in considerazione delle funzioni svolte da tali operatori nel quadro delle infrastrutture di mercato, investimenti diretti in tali operatori da parte di soggetti che hanno come stato di origine paesi terzi debbano accompagnarsi a forme di adeguato controllo¹⁴⁷.

145 Il comma 2 dell'art. 31 menzionato prevede che: "Qualsiasi persona fisica o giuridica («candidato acquirente»), che abbia deciso, da sola o di concerto con altre, di acquisire, direttamente o indirettamente, una partecipazione qualificata in una CCP o di aumentare ulteriormente, direttamente o indirettamente, detta partecipazione qualificata in una CCP in modo tale che la quota dei diritti di voto o del capitale da essa detenuta raggiunga o superi il 10 %, 20 %, 30 % o 50 % o che la CCP divenga una sua impresa figlia («progetto di acquisizione») ne dà previa notifica scritta all'autorità competente della CCP nella quale intende acquisire o aumentare una partecipazione qualificata, indicando l'entità della partecipazione prevista e le informazioni pertinenti di cui all'articolo 32, paragrafo 4" e che "qualsiasi persona fisica o giuridica che abbia deciso di cedere, direttamente o indirettamente, una partecipazione qualificata in una CCP («candidato venditore») ne dà previa notifica scritta all'autorità competente, indicando l'entità di tale partecipazione. Essa è parimenti tenuta a informare l'autorità competente qualora abbia deciso di diminuire una partecipazione qualificata in modo che la quota dei diritti di voto o del capitale detenuta scenda al di sotto del 10 %, 20 %, 30 % o 50 % oppure che la CCP cessi di essere un'impresa figlia". Ai sensi dell'art. 32, comma 1, del medesimo Regolamento n. 648/2012 "nel valutare la notifica di cui all'articolo 31, paragrafo 2, e le informazioni di cui all'articolo 31, paragrafo 3, l'autorità competente valuta, al fine di garantire la gestione sana e prudente della CCP cui si riferisce il progetto di acquisizione e tenendo conto della probabile influenza del candidato acquirente sulla CCP, l'idoneità del candidato acquirente e la solidità finanziaria della prevista acquisizione sulla base" di una serie di una serie di regole fissate dallo stesso articolo.

146 G. Ferrarini e P. Saguato, *Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: From EMIR to MIFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2013, p. 319.

147 Secondo U. Bernitz e W-G. Ringe, *Company Law and Economic Protectionism*, Oxford, 2010, sarebbe impensabile consegnare queste funzioni pubblicitarie in mano a società extra-europee senza alcuna seria salvaguardia dei servizi.

A tale proposito sembra possano venire ricomprese nel perimetro di esercizio del *golden power* unicamente le infrastrutture finanziarie genuinamente essenziali, tali verosimilmente essendo solo quelle che, anche in considerazione dei notevoli investimenti necessari alla loro messa in opera, presentano carattere non replicabile o difficilmente replicabile o che presentano un grado di interconnessione tale che eventuali loro fallimenti (determinati in tesi da un rapporto di causa/effetto rispetto all'investimento straniero che origina da pesi terzi) genererebbero con ragionevole probabilità gravi problemi di stabilità finanziaria per l'Italia.

Inoltre occorre altresì evidenziare preliminarmente che il settore delle infrastrutture finanziarie è già presidiato da una normativa di settore sotto diversi profili. Le imprese che gestiscono una infrastruttura di mercato (sedi di negoziazione, controparti centrali, sistemi di compensazione e regolazione dei titoli e depositari centrali dei titoli) svolgono infatti una attività che non è libera, ma riservata a soggetti qualificati, dotati di precisi requisiti ed autorizzati dall'Autorità di vigilanza competente. Soggetti che proprio in virtù dell'abilitazione all'esercizio di tali attività diventano ineluttabilmente abilitati e vigilati.

Per quanto riguarda le società di gestione dei mercati, gli intermediari che gestiscono MTF o OTF, le controparti centrali ed i depositari centrali, la legge prevede - oltre a determinati requisiti patrimoniali ed organizzativi anche - una specifica disciplina relativa all'acquisto di partecipazioni qualificate ed ai requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale.

La finalità ultima della regolamentazione micro e macro prudenziale del settore è quella di prevenire i c.d. fallimenti del mercato garantendo una parità informativa tra i diversi soggetti che operano sui mercati, garantendo la correttezza dei comportamenti degli operatori, sia, infine, prevenendo il verificarsi di esternalità negative ossia di effetti destabilizzanti per il mercato e per il sistema economico derivanti conseguenti alla eventuale crisi di uno o più intermediari¹⁴⁸.

Viceversa la finalità perseguita dalla Legge sul Golden Power è quella di evitare che in Italia si possa realizzare di un grave pregiudizio agli "interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti" (art. 2, comma 3, D.L. 15 marzo 2012, n. 21) oltre che, più in generale, alla sicurezza e all'ordine pubblico del Paese (art. 2, comma 7, lett. b-bis). Rientrano tra i motivi oggettivi che legittimano l'esercizio dei poteri speciali quelli che fanno "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 rischi 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. 2, comma 7).

148 P. Sfameni, A. Giannelli, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013, p. 27.

Diversi sono anche i poteri a disposizione delle Autorità indipendenti competenti all'applicazione della normativa nel settore finanziario e del Governo nell'applicazione della Legge sul Golden Power.

Nel settore finanziario – come si vedrà più ampiamente nel successivo paragrafo 3 – il quadro normativo e di vigilanza consente alle autorità competenti (Consob e Banca d'Italia) di sorvegliare e, ove necessario, intervenire laddove le società che gestiscono le infrastrutture di mercato risentano di cambiamenti significativi riguardanti sia l'azionariato che le persone che comunque abbiano un'influenza significativa sulla società, sia l'organo di gestione, sia la struttura organizzativa interna dell'impresa, sia, infine, la stessa capacità di *resilienza* dell'infrastruttura.

Il Governo dal canto suo può opporre il veto alle delibere, agli atti e alle operazioni di una qualsiasi società che detenga attivi strategici (comprese le infrastrutture finanziarie) laddove esse rappresentino una minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici già menzionati (art. 2, comma 3). Tale veto può essere espresso anche solo sotto forma di imposizione di specifiche prescrizioni o condizioni ogniqualvolta ciò sia sufficiente ad assicurare la tutela degli interessi pubblici di cui al comma 3 (art. 2, comma 4)¹⁴⁹.

Per quanto riguarda i soggetti esterni all'Unione europea, il Governo ha altresì il potere di opporsi (o di condizionarne l'efficacia all'assunzione da parte dell'acquirente di impegni diretti a garantire la tutela dei menzionati interessi pubblici) all'acquisto a qualsiasi titolo di partecipazioni in società che detengono attivi strategici (comprese quindi le infrastrutture finanziarie) e che determinano "l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'art. 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58" (art. 2, comma 5)¹⁵⁰.

La nuova disciplina italiana prevede una declinazione espressa e codificata non solamente dei presupposti e circostanze in presenza delle quali può darsi applicazione ai poteri speciali, ma anche degli *asset* ritenuti strategici¹⁵¹. L'esercizio di tali

¹⁴⁹ In particolare l'art. 2, comma 2, del D.L. 21 del 2012 dispone che "qualsiasi delibera, atto o operazione, adottato da una società che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione, comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento all'estero della sede sociale, il mutamento dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'art. 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 d'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia, è notificato, entro dieci giorni, e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio".

¹⁵⁰ Le procedure per l'esercizio dei poteri speciali sono individuate nel DPR n. 35/2014 (Regolamento per l'individuazione delle procedure per l'attivazione dei poteri speciali nei settori della difesa e della sicurezza nazionale), nel DPR n. 86/2014 (Regolamento per l'individuazione delle procedure per l'attivazione dei poteri speciali nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni) e nel DPCM 6 agosto 2014 recante la disciplina dell'attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri per lo svoglimento delle relative attività propedeutiche.

¹⁵¹ Sul punto si veda R. Angelini, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, in *Astrid Rassegna* n. 8/2018 e in corso di pubblicazione, in forma più estesa, in *Riv. Dir. Soc.*

poteri, inoltre, è basato sulla notificazione preventiva di determinati atti e operazioni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri.

Proprio perché sono diverse le finalità, i presupposti applicativi, le Autorità competenti ed i relativi poteri, nulla esclude che una determinata operazione societaria o una determinata acquisizione di una partecipazione in società che gestisce una infrastruttura di mercato possa, ad esempio, risultare non contrastante con la regolamentazione micro e macro prudenziale del settore finanziario ma invece porre delicati problemi per la sicurezza nazionale o per ordine pubblico: si pensi ad una acquisizione di una società che gestisce un Mercato Regolamentato o un MTF che dopo avere superato il vaglio delle Autorità di vigilanza decida o di cessare l'attività di impresa o di trasferirla all'estero o di ridurre notevolmente gli investimenti in essa o di utilizzare i dati sensibili raccolti con tale attività per finalità contrastanti con l'interesse del nostro Paese.

Come è stato detto in proposito però il fatto che la regolazione di settore sia assai sviluppata in materia finanziaria da un lato riduce notevolmente il margine di discrezionalità lasciato allo Stato nell'esercizio del *golden power*, senza però inibirlo, ma, dall'altro, può comunque determinare il verificarsi di situazioni "ibride" nelle quali le norme sul *golden power* e le norme che disciplinano i mercati finanziari si possono in qualche modo sovrapporre¹⁵².

In tali casi occorrerà in primo luogo tenere presente quanto dispone l'art. 4 del DPR n. 85/2014, secondo cui: "fermo restando l'obbligo di notifica, i poteri speciali di cui all'articolo 2 del decreto-legge (ndr. n. 21 del 2012) e relativi al presente regolamento si applicano nella misura in cui la tutela degli interessi essenziali dello Stato previsti dal medesimo articolo 2, ivi compresi quelli connessi ad un adeguato sviluppo infrastrutturale, non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore (...)".

Sovrapponibili potrebbero anche apparire sotto certi versi (laddove fossero quotate le azioni di una società che gestisce un mercato regolamentato italiano come lo sono quelle di altri mercati regolamentati nel mondo) i poteri attribuiti alla Consob dalla norma "antiscorrerie" (di cui al comma 4, dell'art. 120 del TUF e di cui si è già fatto cenno) con quelli attribuiti al Governo dalla legge sul Golden Power che prevede la valutazione circa "l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente a garantire: 1) la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti; 2) il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti" (art. 2, comma 7, lett. b). Così come i poteri che, in caso di acquisto di partecipazioni in società che detengono infrastrutture di mercato, importano la sospensione dei diritti di voto o che impattano sulla validità delle delibere societarie. Così come anche l'accertamento dell'esistenza

¹⁵² Cfr. M. Lamandini, *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giur. comm.*, 2016, p. 689. Sul punto si vedano anche R. Angelini, *op.loc.ult.cit.* e F. Bassan, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2014, p. 69.

o meno di una situazione di controllo societario come presupposto per l'esercizio di taluni poteri.

In tutti questi casi pare auspicabile l'instaurarsi di una qualche forma di collaborazione stabile tra Governo e Consob; ciò sia nell'interesse delle imprese - che potrebbero fare affidamento su una unica visione d'insieme e soluzione delle problematiche - sia nell'interesse delle stesse Autorità nazionali che potrebbero scambiarsi utili informazioni per acquisire elementi di valutazione ai fini delle rispettive istruttorie, sia infine per rendere l'intervento complessivamente proporzionato rispetto all'operazione economica posta in essere dalle imprese.

3 Le infrastrutture finanziarie italiane di fronte alla Brexit.

Per effetto della uscita dall'Unione Europea del Regno Unito, le infrastrutture finanziarie italiane rappresentano un potenziale primo "banco di prova" per l'applicazione delle norme contenute nella Legge n. 172 del 2017.

La circostanza, di per sé, non sembra suscettibile di determinare effetti pregiudizievoli per la indisturbata continuità operativa delle infrastrutture. Da questo punto di vista occorre preliminarmente osservare come il quadro normativo e di vigilanza applicabile alle infrastrutture finanziarie risulta già conformato al fine di garantire che - indipendentemente dalla nazionalità UE o non-UE dei soggetti che detengono la titolarità dell'infrastruttura - le società che gestiscono le infrastrutture di mercato italiano siano ben equipaggiate e adeguatamente strutturate per svolgere i compiti e le responsabilità loro assegnati dalla legge.

Il quadro normativo e di vigilanza esistente, inoltre, consente già (e richiede) alle autorità competenti di sorvegliare e, ove necessario, intervenire laddove le società che gestiscono le infrastrutture di mercato risentano di cambiamenti significativi riguardanti sia l'azionariato che le persone che comunque abbiano un'influenza significativa sulla società, sia l'organo di gestione, sia la struttura organizzativa interna dell'impresa, sia, infine, la stessa capacità di resilienza dell'infrastruttura.

Oggi, infatti, in base alla nuova impostazione introdotta con la Direttiva MiFID II l'autorizzazione non viene più data al soggetto ma al "sistema", ossia all'attività di gestione del mercato o del sistema multilaterale di negoziazione, che deve rispettare i requisiti fissati dalla Direttiva stessa. Gli Stati Membri europei, ad esempio, devono infatti assicurare che il gestore del mercato abbia la responsabilità di garantire che il mercato regolamentato gestito soddisfi i requisiti stabiliti di cui al Titolo III della MiFID II.

Da questo punto di vista si può dire che le infrastrutture di mercato italiane hanno avuto da sempre l'obbligo di istituire e mantenere una struttura organizzativa e societaria progettata per garantire la piena responsabilità e l'*accountability* delle principali funzioni svolte quali *market operators*. E la Consob ha costantemente e attentamente monitorato la *governance* e le disposizioni organizzative poste in essere proprio al fine di impedire che si potessero concretizzare situazioni lesive per la protezione degli investitori e per i mercati ordinati.

Per quanto riguarda la disciplina dei sistemi di negoziazione il Testo Unico della Finanza prevede che l'esercizio dei mercati regolamentati di strumenti finanziari debba essere autorizzato dalla Consob e che la società di gestione di tali mercati debba: a) possedere le risorse finanziarie stabilite dalla Consob, b) avere negli organi di amministrazione e controllo persone aventi i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza stabiliti dal Ministero dell'Economia, c) avere un revisore legale dei conti, d) possedere i requisiti generali di organizzazione fissati dalla Consob, e) comunicare alla Consob informazioni relative ai partecipanti al capitale (entro la soglia partecipativa indicata dalla Consob).

La Consob, dal canto suo, può opporsi ai cambiamenti negli assetti azionari quando tali cambiamenti mettono a repentaglio la gestione sana e prudente del mercato. E di questa disposizione merita di essere sottolineata la specificità micro-prudenziale rispetto alla disciplina sul controllo degli investimenti stranieri nelle infrastrutture finanziarie, anche se in talune situazioni può immaginarsi che l'investimento straniero possa in astratto risultare "problematico" (e tale da indurre riflessioni circa l'applicazione della nuova disciplina di controllo degli investimenti stranieri nel settore) proprio per ragioni di sana e prudente gestione di mercato. Gli organi amministrativi e di controllo della società di gestione, infine, possono essere sciolti dal Ministero dell'Economia e delle finanze su proposta della Consob in caso di gravi irregolarità nella gestione dei mercati o nell'amministrazione della stessa società di gestione e comunque quando lo richiede la tutela degli investitori.

La circostanza consente di evidenziare due aspetti che, a nostro modo di vedere, dovrebbero in futuro indirizzare nel senso di una lettura fortemente funzionale della disciplina speciale in tema di *golden power* nella materia delle infrastrutture finanziarie.

In primo luogo, la compresenza tra un regime di regolamentazione prudenziale delle infrastrutture finanziarie e un regime di tutela rispetto agli investimenti diretti stranieri porta necessariamente ad interrogarsi circa la natura, l'ampiezza e le finalità dei poteri che possono essere esercitati nei singoli casi concreti in cui viene in gioco il c.d. *golden power* e alla loro relazione con la regolamentazione di settore. In linea di principio, il rapporto ci sembra di specialità reciproca, ma con una prevalenza ordinamentale della regolamentazione di settore e una mera complementarietà del *golden power* nel senso che – come è stato osservato¹⁵³ – “i poteri speciali sono esercitati esclusivamente quando (...) si dia luogo ad una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa italiana ed europea di settore”. Va, tuttavia, al contempo rilevato che, poiché il *golden power* non è vincolato ad una scelta netta tra divieto o autorizzazione, bensì – come avviene anche nell'esperienza del controllo *antitrust* – può dare luogo a prescrizioni o condizioni ove ritenute più proporzionate e adeguate per la tutela degli interessi generali, in taluni casi concreti potrebbero darsi ipotesi di esercizio del *golden power* mediante imposizione di condizioni di natura strutturale o, ove le prime non siano adeguate, anche condizioni di natura comportamentale le

153 F. Bassan, Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia, p. 74.

quali potrebbero finire per integrare, e arricchire di contenuti "atipici" le prescrizioni organizzative e operative proprie della regolamentazione di settore. In tal modo, come già avviene sul difficile terreno del rapporto tra disciplina antitrust e regolamentazione nei settori regolamentati, la distinzione tra i due piani può finire con lo sfumare nelle situazioni più "ibride". E' del resto, questa del controllo comportamentale *ex post* sulla base di autorizzazioni condizionate nell'esercizio del *golden power*, una frontiera del controllo che, ove la condizione si dimostri efficiente, ha il pregio di essere più proporzionata di un divieto, e più coerente con le particolari esigenze concrete di tutela. Tale soluzione presenta, è vero, incognite per il suo carattere per così dire "aperto" a soluzioni "atipiche" ma ciò avviene nel necessario rispetto dei principi generali e con la garanzia del controllo giurisdizionale. Se, infatti, come si è scritto già all'indomani dell'adozione della legge 56 del 2012 (di conversione del decreto legge 21 del 2012) e dei decreti di attuazione 19 febbraio 2014, n. 35, 25 marzo 2014, n. 82 e n. 86 e 6 giugno 2014 n. 108, il nuovo regime "ha scelto la soluzione più lineare (...), mediante l'esercizio ad opera del Governo – sottoposto a sindacato giurisdizionale¹⁵⁴ - di poteri elencati in modo esaustivo, al verificarsi di eventi e fattispecie espressamente indicati, in settori specifici" e ha così determinato lo spostamento della disciplina e del potere dello Stato "da un piano privatistico (dei rapporti societari) in cui venivano inseriti elementi pubblicistici (di controllo) a un piano meramente pubblicistico (regolatorio)"¹⁵⁵ è evidente che l'esercizio del *golden power*¹⁵⁶, come già hanno mostrato i primi casi applicativi¹⁵⁷, finisce con l'essere sottoposto ad un immanente controllo di ragionevolezza e proporzionalità; principi che, uniti ad una motivazione effettiva, costituiscono le "stelle polari" che guidano di necessità la valutazione di complesse ponderazioni discrezionali di interessi economici di tale rilevanza, in modo da consentire che la revisione giurisdizionale possa essere piena ed effettiva, in conformità a quanto richiedono anche i principi fondamentali, sostanziali e di natura procedimentale, posti sia dalla Carta costituzionale, sia dalla Carte dei diritti fondamentali sia dalla Convenzione dei diritti dell'uomo. Il decreto prevede inoltre, ai sensi dell'art. 2, co. 5, una valutazione specifica, nei settori dell'energia, dei trasporti e della comunicazioni, in relazione all'acquisto da parte di soggetto esterno all'Unione europea del controllo, in quanto sintomatico – secondo le indicazioni della giurisprudenza della CGUE sul "centro di gravità" - di un fenomeno di insediamento stabile. Per tale valutazione, a maggior ragione devono valere i principi ora indicati. Al contempo, a fronte del rischio che eventuali misure di controllo comportamentale *ex post* possano trascinare rispetto a quanto strettamente necessario per il conseguimento della protezione di interessi generali e generare

¹⁵⁴ A differenza della decisione del Presidente degli Stati Uniti su proposta del comitato CFIUS: v. Amended Memorandum Opinion, 26/02/2013, in *Ralls Corporation v. Committee on Foreign Investment in the US*, citato da A. Comino, *Golden power per dimenticare la golden share: Le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Riv. It. Dir. Pubbl. Comun.*, 2014, 1019 ss.

¹⁵⁵ F. Bassan, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2014, p.58.

¹⁵⁶ V. comunque F. Bassan, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, p. 63-79.

¹⁵⁷ A. Comino, *Golden power per dimenticare la golden share*, in particolare paragrafo 6, in relazione ai casi Avio e Piaggio Aero.

nocive frammentazioni nazionali occorre ricordare che la Corte di Giustizia ha in passato ravvisato nel Trattato precisi limiti all'imposizione da parte del legislatore nazionale di obblighi di comportamento agli operatori economici (*performance requirements*)¹⁵⁸.

In secondo luogo, e proprio per le medesime ragioni più sopra indicate, nonché per la centralità che i principi di proporzionalità e ragionevolezza rivestono nel sistema, pare possibile adottare una definizione opportunamente restrittiva della nozione di infrastruttura finanziaria quale attività di rilevanza strategica e degli attivi strategici. Ciò che, come si è già accennato sopra, nel caso in esame ci sembra conduca a dover ritenere ricomprese nel perimetro di esercizio del *golden power* unicamente infrastrutture finanziarie genuinamente essenziali, tali verosimilmente essendo solo quelle che, anche in considerazione dei notevoli investimenti necessari alla loro messa in opera, presentano carattere non replicabile o difficilmente replicabile o che presentano un grado di interconnessione tale che eventuali loro fallimenti (determinati in tesi da un rapporto di causa/effetto rispetto all'investimento straniero che origina da pesi terzi) genererebbero con ragionevole probabilità gravi problemi di stabilità finanziaria per l'Italia.

Conclusioni

Lo studio ha evidenziato come da tempo l'Europa rappresenti la principale destinazione mondiale degli investimenti esteri diretti, anche in ragione del fatto che l'Unione europea - cui spetta la competenza esclusiva in questa materia ai sensi dell'art. 207 del TFUE - ha da sempre accolto favorevolmente tali forme di investimento in virtù dei notevoli benefici che gli stessi apportano all'economia e, conseguentemente, all'occupazione.

Prova ne è che l'Unione europea risulta avere uno dei regimi di investimento più aperti al mondo e che collettivamente gli Stati membri dell'UE risultano avere il minor numero di restrizioni al mondo rispetto agli investimenti esteri diretti. Secondo la Commissione europea infatti gli investimenti esteri diretti collegano le imprese dell'UE alle catene del valore mondiali che trainano l'economia moderna; in questo modo incrementano la produttività e rendono più competitive le nostre imprese migliorando l'assegnazione delle risorse, apportando capitali, tecnologie e conoscenze, rafforzando la concorrenza, stimolando l'innovazione e aprendo nuovi mercati alle esportazioni dell'UE.

La stessa Commissione ha peraltro evidenziato come, a dispetto della loro (apparentemente incondizionata) natura di principi generali, la libera circolazione dei capitali e l'apertura dell'economia europea all'investimento diretto straniero non sono tuttavia regole senza eccezioni in quanto possono trovare limite, ad esempio, tanto in esigenze di sicurezza e di ordine pubblico ed in motivi imperativi di ordine generale

¹⁵⁸ V. ad esempio Corte di Giustizia, 5 ottobre 2006, causa C-442/02, *Caixa Bank France* (e conclusioni dell'avvocato generale Tizzano del 25 marzo 2004); già prima Corte di Giustizia, 9 luglio 1997, causa C-222/95, *Parodi*.

(art. 65, comma 1, TFUE) quanto in relazione all'acquisizione del controllo o di sicure prerogative di governo della società partecipata (che è espressione del diritto di stabilimento e non della libera circolazione dei capitali secondo quella che è anche una consolidata giurisprudenza della Corte di Giustizia).

Nel corso del lavoro è stato anche evidenziato come tale impostazione non sia mutata nel corso del tempo nonostante il fatto che, soprattutto negli anni che vanno dal 2005 al 2007, si sia registrata in tutto il mondo una forte crescita dei flussi di investimenti esteri diretti e, tra essi, soprattutto di quelli effettuati dai Fondi Sovrani.

Un nuovo allarme in relazione agli investimenti diretti effettuati dai Fondi Sovrani e dalla Cina si è però registrato a livello internazionale tra il 2016 e il 2017.

Nel 2016, per la prima volta nella storia moderna, il valore degli investimenti esteri diretti cinesi in Europa ha superato il valore degli investimenti esteri diretti effettuati dai Paesi dell'Unione Europea in Cina.

Secondo la Commissione europea tali acquisizioni (ed altre analoghe) possono effettivamente consentire a determinati paesi di utilizzare le attività a scapito non solo del vantaggio tecnologico ma anche della sicurezza e dell'ordine pubblico dell'UE.

Fonte di questa preoccupazione sono stati soprattutto i dati relativi all'importante aumento degli investimenti esteri diretti in Europa nei settori ad alta tecnologia (a fronte di un rallentamento di quelli nel settore manifatturiero), avvenuti sia tramite acquisizioni di società (o di fusioni) sia tramite la creazione di nuove imprese (c.d. *Greenfield*).

Delle preoccupazioni per i potenziali risvolti politico-strategici dovuti all'aumento degli investimenti esteri diretti in Europa si è fatta carico la Commissione europea in diverse occasioni nel corso del 2017. Quest'ultima, pur dando conto del fatto che in Europa esistono già normative in materia di sicurezza delle infrastrutture critiche e dei servizi essenziali, ha evidenziato come non esista ancora oggi un quadro giuridico completo a livello UE che affronti i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico che taluni investimenti esteri diretti possono comportare e per questo ha deciso di definire un nuovo quadro dell'UE per il controllo degli investimenti in due distinti documenti:

1. la Comunicazione della Commissione europea Accogliere con favore gli investimenti esteri diretti tutelando al contempo gli interessi fondamentali [COM(2017)494 final].
2. la Proposta di Regolamento che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea [COM(2017)487 final].

Nell'attesa della approvazione di quest'ultima proposta l'Italia è intervenuta in materia con l'articolo 14 della legge 4 dicembre 2017, n. 172 (di conversione del D.L. 16 ottobre 2017, n. 148 recante *disposizioni urgenti in materia finanziaria e per*

esigenze indifferibili) che ha inserito il comma 1-ter all'art. 2 della legge 11 maggio 2012, n. 56 (c.d. legge sul *golden power*). Con tale nuovo comma 1-ter il legislatore italiano ha voluto ricomprendere, tra gli altri, anche il settore delle *infrastrutture finanziarie* all'interno del perimetro degli interessi essenziali (strategici) del nostro Paese ai fini dell'esercizio del *golden power*.

La circostanza consente di evidenziare tre aspetti che, a nostro modo di vedere, dovrebbero in futuro indirizzare nel senso di una lettura fortemente funzionale della disciplina speciale in tema di *golden power* nella materia delle infrastrutture finanziarie.

In primo luogo, la compresenza tra un regime di regolamentazione micro e macro prudenziale delle infrastrutture finanziarie e un regime di tutela rispetto agli investimenti diretti stranieri porta necessariamente ad interrogarsi circa la natura, l'ampiezza e le finalità dei poteri che possono essere esercitati nei singoli casi concreti in cui viene in gioco il c.d. *golden power* e alla loro relazione con la regolamentazione di settore. In linea di principio, il rapporto ci sembra di specialità reciproca, ma con una prevalenza ordinamentale della regolamentazione di settore e una mera complementarietà del *golden power* nel senso che i poteri speciali possono essere esercitati esclusivamente quando si dia luogo ad una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa italiana ed europea di settore (come peraltro previsto espressamente dall'art. 4 del DPR n. 85/2014).

Il fatto poi che la regolazione di settore sia assai sviluppata in materia finanziaria, da un lato, riduce notevolmente il margine di discrezionalità lasciato allo Stato nell'esercizio del *golden power*, senza però inibirlo, ma, dall'altro, può comunque determinare il verificarsi di situazioni "ibride" nelle quali le norme sul *golden power* e le norme che disciplinano i mercati finanziari si possono in qualche modo sovrapporre.

In qualche modo sovrapponibili appaiono così certi poteri attribuiti alla Consob dalla norma "antiscorrerie" (di cui al comma 4, dell'art. 120 del TUF e di cui si è già fatto cenno in relazione all'ipotesi di quotazione delle azioni di una società di gestione di un mercato regolamentato) con quelli attribuiti al Governo dalla legge sul Golden Power che prevede la valutazione circa "l'idoneità dell'assetto risultante dall'atto giuridico o dall'operazione, tenuto conto anche delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e della capacità economica, finanziaria, tecnica e organizzativa dell'acquirente a garantire: 1) la sicurezza e la continuità degli approvvigionamenti; 2) il mantenimento, la sicurezza e l'operatività delle reti e degli impianti" (art. 2, comma 7, lett. b). Così come i poteri che, in caso di acquisto di partecipazioni in società che detengono infrastrutture di mercato, importano la sospensione dei diritti di voto o che impattano sulla validità delle delibere societarie. Così come anche l'accertamento dell'esistenza o meno di una situazione di controllo societario come presupposto per l'esercizio di taluni poteri.

Va tuttavia al contempo rilevato che, poiché il *golden power* non è vincolato ad una scelta netta tra divieto o autorizzazione, bensì - come avviene anche nell'esperienza del controllo *antitrust* - può dare luogo a prescrizioni o condizioni ove

ritenute più proporzionate e adeguate per la tutela degli interessi generali, in taluni casi concreti potrebbero darsi ipotesi di esercizio del *golden power* mediante imposizione di condizioni di natura strutturale o, ove le prime non siano adeguate, anche condizioni di natura comportamentale le quali potrebbero finire per integrare, e arricchire di contenuti "atipici" le prescrizioni organizzative e operative proprie della regolamentazione di settore. In tal modo, come già avviene sul difficile terreno del rapporto tra disciplina antitrust e regolamentazione nei settori regolamentati, la distinzione tra i due piani può finire con lo sfumare nelle situazioni più "ibride".

E' del resto, questa del controllo comportamentale *ex post* sulla base di autorizzazioni condizionate nell'esercizio del *golden power*, una frontiera del controllo che, ove la condizione si dimostri efficiente, ha il pregio di essere più proporzionata rispetto un divieto *tout court* e più coerente con le particolari esigenze concrete di tutela. Presenta, è vero, incognite per il suo carattere per così dire "aperto" a soluzioni "atipiche" ma ciò avviene nel necessario rispetto dei principi generali e con la garanzia del controllo giurisdizionale.

Se infatti, - come si è scritto già all'indomani dell'adozione della legge 56 del 2012 (di conversione del decreto legge 21 del 2012) e dei decreti di attuazione 19 febbraio 2014, n. 35, 25 marzo 2014, n. 82 e n. 86 e 6 giugno 2014 n. 108 - il nuovo regime "ha scelto la soluzione più lineare (...), mediante l'esercizio ad opera del Governo - sottoposto a sindacato giurisdizionale - di poteri elencati in modo esaustivo, al verificarsi di eventi e fattispecie espressamente indicati, in settori specifici" e ha così determinato lo spostamento della disciplina e del potere dello Stato "da un piano privatistico (dei rapporti societari) in cui venivano inseriti elementi pubblicistici (di controllo) a un piano meramente pubblicistico (regolatorio)" è evidente che l'esercizio del *golden power*, come già hanno mostrato i primi casi applicativi, finisce con l'essere sottoposto ad un immanente controllo di ragionevolezza e proporzionalità; principi che, uniti ad una motivazione effettiva, costituiscono le "stelle polari" che guidano di necessità la valutazione in complesse ponderazioni discrezionali di interessi economici di tale rilevanza, in modo da consentire che la revisione giurisdizionale possa essere piena ed effettiva, in conformità a quanto richiedono anche i principi fondamentali, sostanziali e di natura procedimentale, posti sia dalla Carta costituzionale, sia dalla Carte dei diritti fondamentali sia dalla Convenzione dei diritti dell'uomo.

Il decreto prevede inoltre, ai sensi dell'art. 2, co. 5, una valutazione specifica, nei settori energia, trasporti, comunicazioni e delle infrastrutture finanziarie, in relazione all'acquisto da parte di soggetto esterno all'Unione europea del controllo, in quanto sintomatico - secondo le indicazioni della giurisprudenza della CGUE sul "centro di gravità" - di insediamento stabile. Per tale valutazione a maggior ragione devono valere i principi ora indicati. Al contempo, a fronte del rischio che eventuali misure di controllo comportamentale *ex post* possano trascinare rispetto a quanto strettamente necessario per il conseguimento della protezione di interessi generali e generare nocive frammentazioni nazionali occorre ricordare che la Corte di Giustizia ha in passato ravvisato nel Trattato precisi limiti all'imposizione da parte del legisla-

tore nazionale di obblighi di comportamento agli operatori economici (*performance requirements*).

In tutti questi casi pare auspicabile l'instaurarsi di una qualche forma di collaborazione stabile tra Governo e Consob; ciò sia nell'interesse delle imprese - che potrebbero fare affidamento su una unica visione d'insieme e soluzione delle problematiche - sia nell'interesse delle stesse Autorità nazionali che potrebbero scambiarsi utili informazioni per acquisire elementi di valutazione ai fini delle rispettive istruttorie, sia infine per rendere l'intervento complessivamente proporzionato rispetto all'operazione economica posta in essere dalle imprese.

In secondo luogo, e proprio per le medesime ragioni più sopra indicate, e per la centralità che i principi di proporzionalità e ragionevolezza rivestono nel sistema, parrebbe opportuno adottare una definizione opportunamente restrittiva della nozione di infrastruttura finanziaria quale attività di rilevanza strategica e degli attivi strategici. Ciò che, come si è già accennato sopra, nel caso in esame ci sembra conduca a dover ritenere ricomprese nel perimetro di esercizio del *golden power* solo infrastrutture finanziarie genuinamente essenziali, tali verosimilmente essendo solo quelle che, anche in considerazione dei notevoli investimenti necessari alla loro messa in opera, presentano carattere non replicabile o difficilmente replicabile o che presentano un grado di interconnessione tale che eventuali loro fallimenti (determinati in tesi da un rapporto di causa/effetto rispetto all'investimento straniero che origina da pesi terzi) genererebbero con ragionevole probabilità gravi problemi di stabilità finanziaria per l'Italia.

Per effetto della uscita dall'Unione Europea del regno Unito le principali infrastrutture finanziarie italiane potrebbero rappresentare un potenziale primo "banco di prova" per l'applicazione delle norme contenute nella Legge n. 172 del 2017.

La circostanza, a nostro avviso, non sembra suscettibile di determinare effetti pregiudizievoli per la indisturbata continuità operativa delle infrastrutture. Da questo punto di vista occorre preliminarmente osservare come il quadro normativo e quello di vigilanza applicabile alle infrastrutture finanziarie sono, entrambi, già conformati per garantire che - indipendentemente dalla titolarità dell'UE o non UE - le società che gestiscono le infrastrutture di mercato italiano siano ben equipaggiate e adeguatamente strutturate per svolgere i compiti e le responsabilità loro assegnati dalla legge e garantire la trasparenza e l'ordinata condotta delle negoziazioni.

Il quadro normativo e di vigilanza esistente, inoltre, consente già (e richiede) alle autorità competenti di sorvegliare e, ove necessario, intervenire laddove le società che gestiscono le infrastrutture di mercato risentano di cambiamenti significativi - riguardanti l'azionariato, le persone che hanno un'influenza significativa sulla società, l'organo di gestione, la struttura organizzativa interna dell'impresa e la stessa capacità di resilienza dell'infrastruttura - in grado di indebolire la società rispetto a quei controlli e presidi finalizzati ad assicurare la sana e prudente gestione delle infrastrutture.

Le infrastrutture di mercato italiane hanno avuto infatti da sempre l'obbligo di istituire e mantenere una struttura organizzativa e societaria progettata per garan-

tire la piena responsabilità e l'*accountability* delle principali funzioni svolte quali *market operators*. E la Consob ha costantemente e attentamente monitorato la *governance* e le disposizioni organizzative poste in essere proprio al fine di impedire che, in futuro, si potessero concretizzare situazioni lesive per la protezione degli investitori e per i mercati ordinati.

Bibliografia

- Alemanni B., Lusignani G., Onado M., The European Securities Industries: Further Evidence on the Roadmap to Integration, in G. Ferrarini G., Wymeersch E. (eds), Investor Protection in Europe. Corporate Law making, the MiFID and Beyond, 2006, p. 199
- Alvaro S., Ciccaglioni P., I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici, Consob, Discussion Paper n. 3.
- Alvaro S., Siciliano G., Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipano ai mutui sub-prime, Consob, Quaderni giuridici, n. 10, luglio 2016.
- Angelini P., *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper n. 271, 2015
- Angelini R., *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, in Astrid Rassegna n. 8/2018 e in forma più estesa in *Riv. Dir. Soc.* in corso di pubblicazione
- Annunziata F., "Nuovi mercati" e ruolo delle società di gestione, in *Le Nuovi Leggi Civili Commentate*, 2018, 5, p. 1236 e ss.
- Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, IX ed., Torino, 2017, p. 303 e ss.
- Ardizzone L., Vitali M.L., I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 920.
- Armour J., Awrey D., Davies P., Enriques L., Gordon J.M., Mayer C., Payne J., *Principles of Financial regulation*, Oxford, 2016, p. 409 e ss.
- Backer L.C., *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State-Owned Enterprises and the Chinese Experience*, SSRN, 2010
- Bank of England, *The Bank of England's supervision of financial market infrastructures – Annual Report (for the period 23 february 2017 – 20 february 2018)*, 20 febbraio 2018.
- Bassan F., Mottura C., *From Saviour to Guarantor. EU Member States' Economic Intervention During the Financial Crisis*, Londra, 2015, p. 85
- Bassan F., *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2014, p. 57 ss.
- Bassan F., *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Edward Elgar Publishing, 2011
- Bassan F., *Una regolazione per i fondi sovrani*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2009, p. 95

- Bernitz U., Ringe W.G., *Company Law and Economic Protectionism*, Oxford, 2010
- Bonelli F., *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Milano, 1996
- Borin A., Cristadoro R., *Gli investimenti diretti esteri e le multinazionali*, Banca d'Italia, Occasional Paper n. 243, ottobre 2014.
- Borio C., *Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?*, in *CESifo Economic Studies* (49), 2003, p. 181
- Brunnermeier M., Crockett A., Goodhart C., Persaud A.D., Shin H., *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, 2009
- Carbone S.M., *Golden share e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale*, in *Dir. Comm. Internaz.*, 2009, p. 503
- Casanova M., *Svolgimento delle imprese pubbliche in Italia: impresa pubblica ed impresa privata nella costituzione*, in *Riv.soc.*, 1967, p. 746
- Cassese S., *La nuova Costituzione economica*, Roma-Bari, 2000
- CEMISS, *Centro Militare Studi Strategici, Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e della sicurezza*, 2008
- Chong F., *Foreign Superpowers Eye Australia*, in *The Australian*, 18 febbraio 2008
- Cianci E., *Nascita dello Stato imprenditore in Italia*, Milano, 1977
- Cirenei M.T., *Le società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Trattato delle società per azioni* (a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale), vol. 8, Torino, 1992, in part. P. 13 e ss
- Clarich M., *Le società partecipate dallo Stato e dagli enti locali fra diritto pubblico e diritto privato*, in *Le società a partecipazione pubblica* (a cura di F. Guerrera), Torino, 2010, p. 1 e ss.
- Coffee jr J.C., Sale H.A., *Securities Regulation*, dodicesima edizione, 2012
- Cohen B., *Sovereign wealth funds and national security: the great trade off*, in *University of Santa Barbara, International Affairs* 85, n. 4, 2009
- Comino A., *Golden power per dimenticare la golden share: Le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*, in *Riv. It. Dir. Pubbl. Comun.*, 2014, 1019 ss.
- Commissione Europea, *Towards a comprehensive European international investment policy*, COM(2010)343 final, Bruxelles, 7 luglio 2010.
- Consob, *Rapporto sulla mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR*, Position Paper n. 7, ottobre 2018, p. 21.
- Copenhagen Economics, *Screening of FDI towards the EU*, 2018

- Costi R., Enriques L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da G. Cottino), Vol. VII, Padova, 2004, p. 260 e ss.
- Costi R., *Il mercato mobiliare*, Torino, V ed., 2008, p. 263
- Costi R., Privatizzazione e diritto delle società per azioni, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 77
- CPSS/IOSCO, *Principles for Financial market Infrastructures: Disclosure framework and Assessment methodology*, 2012.
- Crane D. et al., *The Global Financial System: a functional perspective*, Boston, Harvard Business School Press, 1995.
- Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., *Recent Developments in the Structure of Securities Markets*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2000, p. 223
- Daidone A., *Il golden power*, in *Codice delle società a partecipazione pubblica* (a cura di G. Morbidelli), Milano, 2018, p. 511 e ss.
- Davies R., Dufour A., Scott-Queen B., *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*, in G. Ferrarini e E. Wymeersch (eds), *Investor Protection in Europe. Corporate Law making, the MiFID and Beyond*, 2006, p. 163
- De Bandt O., Hartmann P., *Systemic risk: a survey*, European Central Bank, Working paper Series, n. 35, novembre 2000
- Dimopoulos A., *EU Foreign Investment Law*, Oxford, 2011, p. 16 ss.
- Donativi V., *Amministratori e sindaci di nomina pubblica nelle spa*, Milano, 2000
- Dow J., *What is systemic risk? Moral hazard, initial shocks and propagation*, in *Monetary and Economic Studies*, bank of Japan, 18, dicembre 2000
- Drezner D.W., *Sovereign wealth funds and the (in)security of global finance*, in *Journal of International Affairs*, 1, 2008
- Ferrarini G., Moloney N., *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interests' Groups: from MiFID I to MiFID II*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, p. 557
- Ferrarini G., Saguato P., *Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: From EMIR to MIFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2013, p. 319.
- Ferrarini G., Saguato P., *Regulating Financial Market Infrastructures*, ECGI, Law Working Paper n. 259, giugno 2014.
- Ferrarini G., *Stock Exchange Governance in the European Union*, in M. Balling, E. Hennessy e R. O'Brien (eds) *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, 1998.

- Forte A., I poteri sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, in *Nomos* 2014/3
- FSB, Improving financial regulation – Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, 2009.
- Galanti E., D'Ambrosio R., Guccione A.V., Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa. Dall'Unità d'Italia al 2010, Banca d'Italia, 2011
- Galgano F., Pubblico e privato nella regolazione dei rapporti economici, in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia (diretto da F. Galgano), vol. I, La costituzione economica, Padova, 1977, p. 126 e ss.
- Gaspari F., Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici, Torino, 2015, p. 7 ss.
- Gilson R.J., Milhaupt C.J., Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism, in *Stanford Law Review*, 2008
- Golub S.S., Measures of Restrictions on Inward Foreign Direct Investment for OECD Countries, *OECD Economic Studies* 36, 2003
- Guaccero A., Pan E.J., Chester M., Investimenti stranieri e Fondi Sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa, in *Riv. Soc.*, 2008, 1370
- Gualandri E., Noera M., Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale, in *Lo stato della finanza – Scritti in onore di Marco Onado* (a cura di Bioni, Gualandri, Landi, Lusignani), Bologna, 2014, p. 33
- Guarnieri F., Battaglie economiche fra le due guerre, Bologna, 1988
- Hanson S.G., Kashyap A.K., Stein J.C., A Macroprudential Approach to Financial Regulation, in *Journal of Economic Perspective* (25), 2011, p. 3
- Hart O., Moore J., The governance of Exchanges: Members' Cooperatives Versus Outside Ownership, in *Oxford Review of Economic Policy* (12), 1996, p. 53.
- Hindelang S., *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment*, Oxford, 2009
- Hufbauer G.C., Wong Y., Sheth K., *US-China Trade Disputes: Rising Tide, Rising Stakes*, in *Policy analyses in International Economics* n. 78, Peterson Institute for International Economics, 2006
- Ibba C., L'impresa pubblica in forma societaria fra diritto privato e diritto pubblico, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2015, p. 409
- Ibba C., Le società a partecipazione pubblica: tipologia e discipline, in *Le società pubbliche* (a cura di C. Ibba, M.C. Malaguti e A. Mazzone), Torino, 2011;
- Ibba C., Società pubbliche e riforma del diritto societario, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1 ss.
- International Monetary Fund, *Macro-prudential Policy: An Organizational Framework*, Marzo 2011

- IOSCO Technical Committee, Regulatory issues arising from exchange evolution. Final report, novembre 2006, p. 5.
- Irti N., Dall'ente pubblico economico alla società per azioni, in *Le privatizzazioni in Italia – saggi, leggi e documenti* (a cura di P. Marchetti), Milano, 1995, p. 31 e ss.
- Irti N., *L'ordine giuridico del mercato*, Roma, 2003, p. 145 e ss.
- Jackson J.K., *The Committee on Foreign Investment in the United States*, in Congressional Research Service – Report for Congress, aggiornato al 16 gennaio 2018
- Jaeger P.G., Problemi attuali delle privatizzazioni in Italia, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 989
- Karmel R., Turning Seats into Shares: Implication of Demutualization for the Regulation of Stock and Futures Exchange, Address to the American Association of Law Schools, 2001.
- Kaufman G.G., Scott K.E., *What is systemic risk and do bank regulator retard or contribute to it?*, in *Independent Review* 7, 2003, pp. 371-391; S.L. Schwarcz, *Systemic risk*, in *Georgetown Law Journal* 97 (1), 2008, pp. 193-249.
- Kloner D., The Commodity Future Modernization Act of 2000, in *Securities Regulation Law Journal*, 2001, 286
- Kauko K., Interlinking securities settlement system: A strategic commitment?, Bank of Finland, febbraio 2005
- Lamandini M., Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia, in *Giur. Comm.*, 2016, p. 671
- Lamandini M., Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello stato: dalla golden share al golden power, in *Diritto societario europeo e internazionale* (diretto da M. Benedettelli e M. Lamandini), Torino, 2016, p. 107 e ss.
- Lamandini M., Ramos Muñoz D.R., *EU Financial Law. An introduction*, Padova, 2016, p. 628 e ss.
- Lee R., *Running the World's Market – The Governance of Financial Infrastructure*, 2011
- Lee R., *What Is an Exchange? The Automation Management and regulation of Financial Markets*, Oxford University Press, 1998
- London Stock Exchange, *Our History*, disponibile all'indirizzo web www.londonstockexchange.com
- Macey J., Kanda H., The Stock Exchange as a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges, in *Cornell Law Review* (75), 1990, p. 1007
- Macey J., O'Hara M., From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World, in *Stanford Law Review*, 2005, p. 563

- Macey J., O'Hara M., *Globalisation, Exchange Governance and the Future of Exchange*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 1999, p. 1
- Macey J., O'Hara M., *Regulating Exchanges and Alternative Trading System: A Law and Economics Perspective*, *Journal of Legal Studies*, 8, 1998, p. 17
- Mezzacapo S., *The So-called "Sovereign Wealth Funds": Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, Commissione europea, Economic Paper n. 378, aprile 2009.
- Minervini G., *Amministratori nominati dallo Stato o da enti pubblici*, in *Banca borsa e tit.cred.*, 1954, I, p. 714 e ss.
- Mola L., *Which role for the EU in the development of international investment law?* SIEL working paper n.26/08.
- Moloney N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, terza edizione, 2014
- Morgan E. , Thomas W., *The London Stock Exchange*, New York, NY, St. Martin Press, 1969
- Motti C., *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in *L'attuazione della MiFID in Italia* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2010, p. 675 e ss.
- O'Brien J., *Barriers to Entry: Foreign Direct Investment and the Regulation of Sovereign Wealth Fund*, in *Engineering a Financial Services Bloodbath*, 2009
- Oppo G., *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, p. 25 ess.
- Plotkin M.E., *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
- Reece M., *Infrastructure organization and IPOs*, in *Journal of Financial Transformation*, agosto 2001, p. 106
- Restuccia R., *La tutela costituzionale dell'iniziativa economica e l'intervento pubblico nelle attività imprenditoriali*, in *Dir. econ.*, 1994, p. 157 e ss
- Rossi G., *Privatizzazione e diritto societario*, in *Le privatizzazioni in Italia – saggi, leggi e documenti* (a cura di P. Marchetti), Milano, 1995, p. 125 e ss.;
- Sabatini G., *Commento agli artt. 61 e 62*, in *Il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* (a cura di Rabitti Bedogni), Milano, 1998, p. 455
- Sacco Ginevri A., Sbarbaro F.M., *La transizioni dalla golden share ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Le nuove leggi civ.comm.*, 2013, 1, p. 109 e ss.
- San Mauro C., *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, 2004

- Santonastaso F., Dalla "golden share" alla "poison pill": evoluzione o involuzione del sistema?, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 383
- Savona P., Regola P., Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi Sovrani e il grande negoziato globale, Catanzaro, 2009, in part. nota 25.
- Schmiedel H., Schonenberger A., *Integration of securities market infrastructures in the euro area*, European Central Bank, Occasional paper series, n. 33, luglio 2005
- Schön W., Der Kapitalverkehr mit Drittstaaten und das Internationale Steuerrecht, in *Festschrift für Franz Wassermeyer*, Monaco, 2005, 491.
- Selvatici A., *La Cina e la nuova via della seta*, Catanzaro, 2018.
- Sepe M., Commento all'art. 62, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (a cura di Alpa e Capriglione)*, Padova, 1998, p. 590.
- Sfameni P., A. Giannelli, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano 2013
- Shemirani M., *Sovereign Wealth Fund and International Political Economy*, Ashgate, 2011
- Shleifer A., Vishny R.W., Fire Sales in Finance and Macroeconomics, in *Journal of Economic Perspectives*, 2011
- Siniscalco D., Governi alle porte: crisi del credito e fondi sovrani, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2008, p. 75
- Sistema di Informazione della Repubblica italiana, *Relazione sulla politica dell'informazione per la sicurezza – Anno 2017*, febbraio 2018.
- Sornarajah M., *The International Law on Foreign Investment*, Cambridge University Press, 2010
- Tarola I. (et.al.), in *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, Consob, Position Papers n. 5, giugno 2014
- Truman E.M., *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, 14 novembre 2007.
- UNCTAD, *World Investment Report: Investment and the Digital Economy*, 2017.
- Visentini B., *Partecipazioni pubbliche in società di diritto comune e di diritto speciale*, Milano, 1979
- Vossenstein G.J., Volkswagen: The State of Affairs of Golden Shares, General Company Law and European Free Movement of Capital, in *ECFR*, 1/2008, p. 115.
- Walch A., *The Bitcoin as Financial Market Infrastructure: A Consideration of Operational Risk*, 18 *NYU Journal of Legislation and Public Policy*, 2015, 837

GIURISPRUDENZA

- Corte di Giustizia, sentenza 28 gennaio 1992, causa C-204/90
- Corte di Giustizia, sentenza 23 febbraio 1995, casi riuniti C-358/93 e C-416/93
- Corte di Giustizia, sentenza 9 luglio 1997, causa C-222/95, Parodi
- Corte di Giustizia, sentenza 9 dicembre 1997, causa C-265/95, Commissione/Francia
- Corte di Giustizia, sentenza 13 aprile 2000, causa C-251/98
- Corte di Giustizia, sentenza 14 marzo 2000, causa 54/99 *Église de Scientologie*
- Corte di Giustizia, sentenza 4 giugno 2002, causa C-503/99, Commissione c. Belgio
- Corte di Giustizia, sentenza 4 giugno 2002, causa C-483/99, Commissione c. Francia
- Corte di Giustizia, sentenza 12 maggio 2003, causa C - 98/01, Commissione/Regno Unito
- Corte di Giustizia, sentenza 13 maggio 2003, causa C- 463/00, Commissione/Spagna
- Corte di Giustizia, sentenza 12 settembre 2006, causa C-196/04
- Corte di Giustizia, sentenza 28 settembre 2006. causa C- 282/04 e C- 283/04 Commissione/Paesi Bassi
- Corte di Giustizia, sentenza 3 ottobre 2006, causa C-452/04
- Corte di Giustizia, sentenza 5 ottobre 2006, causa C-442/02, *Caixa Bank France*
- Corte di Giustizia, sentenza 24 maggio 2007, causa C-157/05
- Corte di Giustizia, sentenza 23 ottobre 2007, causa C- 112/05, Commissione/Germania
- Corte di Giustizia, sentenza 22 dicembre 2008, causa C- 161/07, Commissione/Austria
- Corte di Giustizia, sentenza 3 marzo 2009, causa C-205/06, Commissione c. Austria
- Corte di Giustizia, sentenza 3 marzo 2009, causa C-249/06, Commissione c. Svezia
- Corte di Giustizia, sentenza 26 marzo 2009, causa C. 326/07, Commissione/Italia
- Corte di Giustizia, sentenza 19 novembre 2009, causa C-118/07 Commissione c. Repubblica della Finlandia.
- Corte di Giustizia, sentenza 10 novembre 2011 causa C-212/09, Commissione/Portogallo
- Corte di Giustizia, sentenza 8 novembre 2012, causa C-244/11, Commissione/Grecia

Recenti pubblicazioni

- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*: Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo
- 7** – ottobre 2018
Position papers La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 17** – settembre 2018
Quaderni giuridici Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi
S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr
- 87** – settembre 2018
Quaderni di finanza Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy
G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano
- 16** – febbraio 2018
Quaderni giuridici Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs
Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi
Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017
- 8** – gennaio 2018
Discussion papers Il costo dei fondi comuni in Italia. Evoluzione temporale e confronto internazionale
G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso
- 86** – gennaio 2018
Quaderni di finanza Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries
F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli

- 15** – dicembre 2017
Quaderni giuridici The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead
S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini
- 85** – dicembre 2017
Quaderni di finanza Board diversity and firm performance across Europe
A. Ciavarella
- 14** – novembre 2017
Quaderni giuridici Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile
 Un'analisi dei profili giuridici e finanziari
S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura
- 84** – ottobre 2017
Quaderni di finanza Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes
N. Linciano and P. Soccorso Editors
- 7** – settembre 2017
Discussion papers Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane
L. Giordano, M. Modena
- 13** – settembre 2017
Quaderni giuridici Autorità Indipendenti e anticorruzione
 Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017
- 12** – settembre 2017
Quaderni giuridici I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti
G. Gasparri
- 11** – novembre 2016
Quaderni giuridici *Business judgement rule* e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori
S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti
- 6** – agosto 2016
Position papers L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.
*Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
 CONSOB – CNDCEC*
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.
 Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini