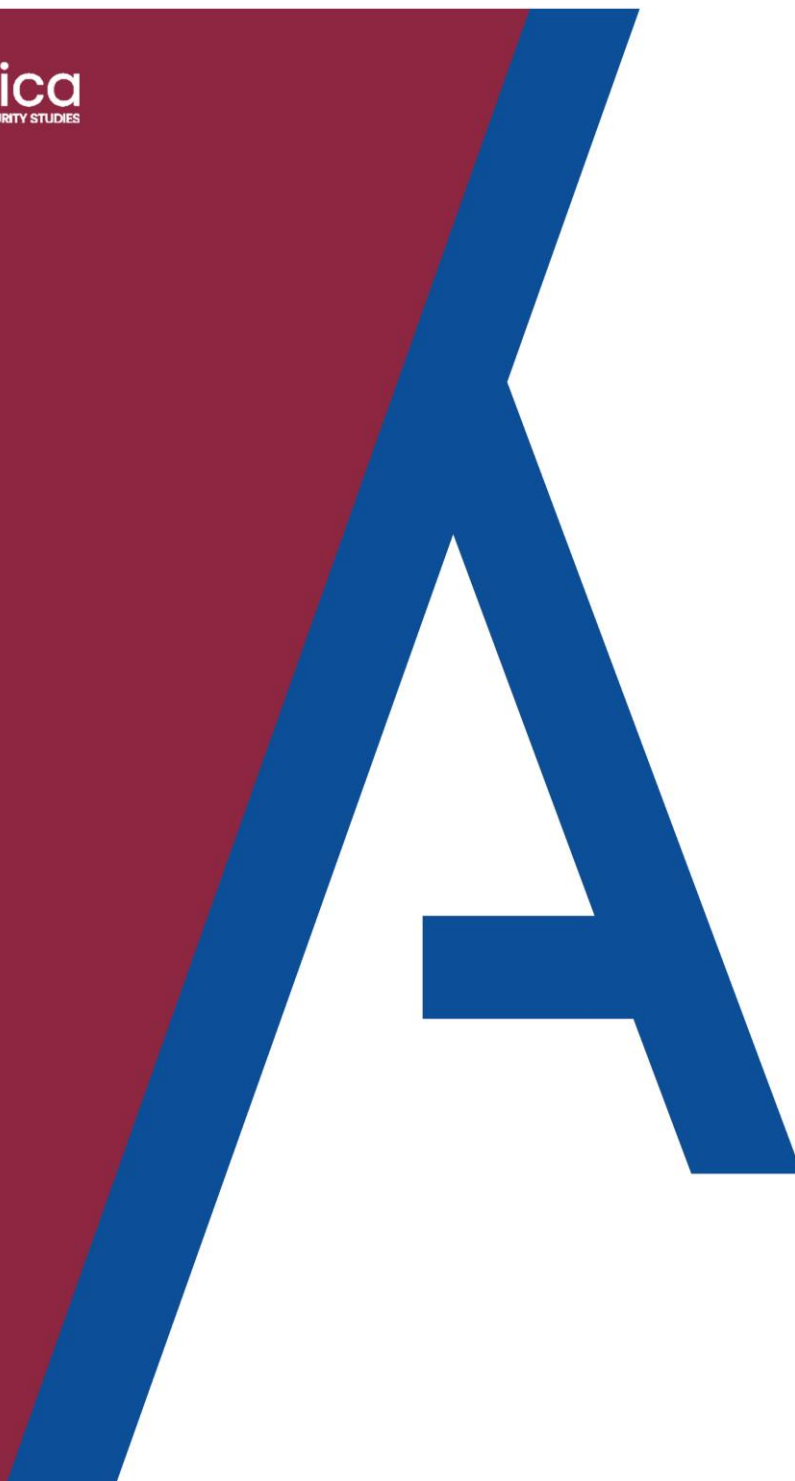


Analytica

FOR INTELLIGENCE AND SECURITY STUDIES



Golden Power e regolamentazione finanziaria:
prospettive e implicazioni nazionali ed europee

Giuseppe Sidoti



Analytica for intelligence and security studies

Paper GEOECONOMIA

ISSN: 2784-8760

Golden Power e regolamentazione finanziaria: prospettive e implicazioni nazionali ed europee

Giuseppe Sidoti

Revisioni a cura di MARCHIONNA G. G.

Direttore del Dipartimento Geoeconomia: BEVERE D.

Torino, Agosto 2022



Introduzione

Il Golden Power è uno strumento giuridico attraverso cui un governo nazionale può imporre condizioni stringenti, o addirittura il veto, all'acquisizione di partecipazioni azionarie o all'adozione di determinate delibere societarie, quando queste potrebbero minacciare la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico¹. Si tratta di *poteri speciali* (così viene definita tale disciplina nell'ambito legislativo italiano) poiché non del tutto in linea con la tradizione comunitaria, che ha nella limitazione dell'intervento dello Stato nell'economia uno dei suoi fondamenti. La questione può però diventare particolarmente delicata, quando l'oggetto di tali poteri è un investitore straniero che mira a investire direttamente in un settore considerato strategico da uno Stato, e ancor più quando questo investitore opera per conto di un governo straniero. Si può dunque affermare che le misure di golden power rappresentano un tentativo, da parte di uno Stato sovrano, di stabilire il proprio controllo su asset considerati fondamentali per la sicurezza e l'indipendenza dello Stato stesso e dei suoi cittadini. Tra gli ambiti interessati dalla disciplina del golden power rientra anche l'infrastruttura finanziaria. Ed è su questa in particolare che si concentra il presente articolo. Nel contesto UE, il settore finanziario è già fortemente regolamentato, sia a livello nazionale che comunitario. Di conseguenza, un'ulteriore disciplina che miri a intervenire su di esso, caratterizzata da propri obiettivi e strumenti, potrebbe confliggere a livello legale – oltre che politico – con la legislazione sul settore già esistente, caratterizzata da altri obiettivi e strumenti. È pertanto utile fornire una visione generale sull'approccio europeo e nazionale in merito all'esercizio dei poteri speciali sui mercati finanziari, esaminando i possibili conflitti che potrebbero sorgere tra questo e le norme di vigilanza prudenziale, in modo da delineare prospettive e possibili implicazioni sia a livello nazionale che europeo.

L'approccio europeo all'esercizio del golden power

L'uso di poteri speciali, o golden power, è una materia che ha acquisito sempre più rilevanza nel dibattito pubblico nazionale ed europeo, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2007 e in seguito alla recessione economica causata dalla pandemia di COVID-19. In Italia, ad esempio, un caso piuttosto recente ha portato all'attenzione pubblica la questione, quando nell'aprile del 2021 il Presidente del Consiglio Mario Draghi ha annunciato che il governo italiano si sarebbe opposto all'acquisizione dell'impresa italiana LPE S.p.A. (impegnata nel settore dei semiconduttori) da parte della Shenzhen Investment Holding, una società di proprietà del governo regionale di Shenzhen, in Cina². Da allora, il governo Draghi ha adottato più volte misure di golden power. La domanda di "controllo preventivo" sull'acquisizione di partecipazioni azionarie da parte delle imprese italiane stesse è cresciuta notevolmente, tanto da portare il governo a estendere progressivamente l'ambito di applicazione di tale disciplina e a creare una nuova struttura all'interno del Dipartimento per il Coordinamento Amministrativo (DICA) per affrontare le nuove sfide poste da un sistema economico internazionale in evoluzione e sempre più aggressivo³.

Considerata la tradizionale apertura dell'UE nei confronti degli investimenti diretti esteri (IDE), e al tempo stesso la sensibilità dei Paesi Membri per una questione intimamente legata alla loro sicurezza nazionale, una strategia comune a livello europeo è stata sviluppata in ritardo. Il passaggio da un approccio liberale a uno più attento alle esigenze nazionali di difesa dei settori strategici si è però dimostrato necessario col tempo, e ha rappresentato un passo significativo per la protezione dell'economia europea.

¹ Camera dei Deputati, temi dell'attività parlamentare. Disponibile al seguente link: https://temi.camera.it/leg17/post/la_disciplina_del_golden_power__quadro_normativo.html.

² *Mario Draghi sets tone in cooling EU-China relations*. Articolo apparso sulla rivista Financial Times il 6 giugno 2021.

³ *Vedi Italy extends vetting powers to protect key national assets e Italy to set up unit to scrutinise takeovers of strategic firms*. Articoli pubblicati dall'agenzia di stampa Reuters rispettivamente il 9 maggio e l'11 aprile 2022.



Questo cambiamento di strategia riflette in particolare l'aumento degli IDE verso i Paesi dell'UE effettuati da Fondi sovrani e imprese statali extracomunitari. Un rapporto pubblicato dalla Commissione europea nel 2019 osserva che le acquisizioni di imprese UE da parte di tali società, provenienti soprattutto da Cina, Russia ed Emirati Arabi Uniti, sono triplicate dal 2007 al 2017⁴. Il timore che dietro a questi investimenti possano esserci ragioni non economiche ma geopolitiche ha portato alcuni Paesi europei - soprattutto Germania, Francia e Italia - a spingere le istituzioni europee verso un quadro comune per lo screening degli IDE⁵. In una comunicazione del 2017⁶, la Commissione europea ha ribadito l'apertura dell'UE agli investimenti esteri come sancito dai Trattati dell'Unione, evidenziando tuttavia la necessità di garantire l'ordine pubblico e la sicurezza degli Stati membri e dell'Unione stessa in un pattern di investimenti in continua evoluzione. Il risultato è stato l'adozione del Regolamento (UE) 2019/452, che istituisce appunto un quadro per lo screening degli investimenti diretti esteri nell'Unione che possono sollevare preoccupazioni in materia di sicurezza e ordine pubblico. L'atto consente agli Stati membri di mantenere, modificare o adottare meccanismi di controllo degli investimenti diretti esteri nel loro territorio per motivi di sicurezza o di ordine pubblico. Non crea nuovi meccanismi comuni, ma sceglie di stabilire alcuni criteri che quelli esistenti devono rispettare: la trasparenza sulle circostanze che portano allo screening; la non discriminazione tra Paesi terzi; l'applicazione di tempi che consentano allo Stato membro di prendere in considerazione le osservazioni degli altri Paesi dell'UE e i pareri della Commissione.

Il Regolamento include tra i settori sensibili anche l'infrastruttura finanziaria, definita critica. Il timore è infatti che gli investitori stranieri possano assumere il controllo dei mercati finanziari europei acquisendo quote di capitale degli operatori che li gestiscono. Sebbene il Regolamento non specifichi il significato di questa espressione, si possono certamente ricondurre a essa quelle strutture «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»⁷. Il governo italiano ha incluso nel perimetro dell'infrastruttura finanziaria anche i settori bancario e assicurativo⁸.

Golden power e regolamentazione finanziaria: possibili conflitti legali

Il Regolamento (UE) 2019/412, in conclusione, riconosce l'infrastruttura finanziaria come uno dei settori strategici in cui gli Stati sono legittimati ad adottare misure di golden power. Tuttavia, potrebbe sorgere un conflitto tra queste misure e la legislazione del settore, dovuto al fatto che gli obiettivi, l'ambito di applicazione e le istituzioni competenti differiscono sostanzialmente tra le due discipline.

Gli obiettivi della vigilanza sui mercati finanziari sono fondamentalmente la trasparenza del mercato, la protezione degli investitori e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, mentre la vigilanza sugli intermediari finanziari mira a garantire la fiducia nel sistema finanziario e la stabilità, il corretto funzionamento e la competitività di questo⁹. Nell'UE, la responsabilità di raggiungere questi risultati è nelle mani delle Autorità Nazionali Competenti (in Italia si tratta della Consob e della Banca d'Italia), che

⁴ Commission Staff Working Document on Foreign Direct Investment in the EU Following up on the Commission Communication "Welcoming Foreign Direct Investment while Protecting Essential Interests" of 13 September 2017 (SWD(2019) 108 final).

⁵ Aresu A., Negro M., *Geopolitica della protezione, investimenti e sicurezza nazionale: gli Stati Uniti, l'Italia e l'UE*. Roma, Fondazione verso l'Europa, 2019.

⁶ European Commission, *Welcoming Foreign Direct Investment while Protecting Essential Interests*, COM(2017) 494 final. Brussels, 2019.

⁷ Alvaro S., Lamandini M., Police A., Tarola, I., *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*, Quad. giur. Consob., 2019.

⁸ Decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23.

⁹ Dal sito web della Consob, disponibile al seguente link: <https://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-della-consob>.



cooperano tra di loro e con le istituzioni europee quali l'ESMA¹⁰ e la Banca Centrale Europea. Il raggiungimento di questi obiettivi dovrebbe, a sua volta, evitare l'espansione di una crisi degli intermediari finanziari nell'economia reale. L'obiettivo delle misure di golden power è invece quello di garantire la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico, quando un investimento diretto estero rivolto all'infrastruttura finanziaria abbia il potenziale di minacciarli. Gli unici attori legittimati a prendere questa misura sono gli Stati membri.

Certo, sia il Regolamento in sé che la Commissione Europea e il legislatore italiano hanno tentato, in parte, di indirizzare la questione. In particolare, viene indicato che l'esercizio dei poteri speciali deve rispettare il principio di proporzionalità, e deve dunque essere strettamente limitato al raggiungimento dell'obiettivo perseguito¹¹. Inoltre, il considerando n. 37 del Regolamento precisa che esso «non incide sulle regole dell'Unione per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, che costituisce una procedura distinta con un obiettivo specifico». In generale, quindi, lo Stato, nel settore finanziario, dovrebbe esercitare il suo diritto di vagliare gli IDE come misura residuale, agendo quindi solo in casi eccezionali che non rientrano nell'ambito delle norme di vigilanza già esistenti. E poiché il settore finanziario è già altamente regolamentato, non dovrebbero praticamente verificarsi problemi di sovrapposizione o coordinamento tra le due legislazioni¹². Tuttavia, la realtà potrebbe non essere questa. Come si è detto, infatti, le due discipline differiscono sostanzialmente in obiettivi, ambito di applicazione e istituzioni competenti, ed esiste quindi la possibilità di un conflitto tra le misure di golden power nel settore finanziario e la normativa di settore.

Si prenda, ad esempio, la procedura di valutazione prudenziale dell'acquisizione di partecipazioni qualificate nel settore bancario¹³. Nel contesto del Meccanismo Unico di Vigilanza¹⁴, la Banca Centrale Europea è l'autorità competente nel concedere l'autorizzazione all'acquisizione di partecipazioni qualificate (a seguito di una valutazione iniziale dell'Autorità Nazionale Competente, la Banca d'Italia nel caso italiano). Tale valutazione avviene sulla base di cinque criteri stabiliti dalla Direttiva 2013/36/UE (la cosiddetta Capital Requirements Directive, CRD):

1. l'onorabilità del candidato acquirente;
2. l'onorabilità, le conoscenze, le competenze e l'esperienza dei nuovi esponenti aziendali proposti dal candidato acquirente;
3. la solidità finanziaria del candidato acquirente;
4. la capacità dell'ente oggetto dell'operazione di continuare a soddisfare i requisiti prudenziali in seguito all'acquisizione;
5. l'esistenza di motivi ragionevoli per sospettare che l'acquisizione comporti attività di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, o ne accresca il rischio.

È chiaro che, fatta (parzialmente) eccezione per quest'ultimo criterio, la valutazione di un'acquisizione di partecipazione qualificata in un ente creditizio non coinvolge considerazioni sull'ordine pubblico e sulla

¹⁰ Sigla che identifica l'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati (in inglese European Securities and Markets Authority).

¹¹ Camera dei Deputati, temi dell'attività parlamentare, vedi supra nota 1.

¹² Alvaro et al., vedi supra nota 7.

¹³ Si intende in questo caso la partecipazione azionaria in un istituto bancario che rappresenti almeno il 10% delle quote azionarie e dei diritti di voto del medesimo. Da ricordare che il governo italiano ha inserito il settore bancario tra gli ambiti di applicazione della disciplina del golden power.

¹⁴ Il primo dei tre pilastri dell'Unione Bancaria, che mira a salvaguardare la sicurezza e la solidità del sistema bancario europeo.



sicurezza nazionale di uno Stato Membro. Una tale operazione potrebbe essere consentita dalle autorità di vigilanza competenti, che non ritengono l'azione contraria alla normativa in vigore, mentre lo Stato potrebbe considerarla come una minaccia agli interessi nazionali (soprattutto se l'ente in questione fosse di dimensioni e importanza notevoli per l'economia dello stesso Stato Membro). In tali circostanze, l'esercizio del golden power, limitando in qualche misura la concorrenza e il normale funzionamento del mercato, potrebbe persino impedire alle autorità di vigilanza di raggiungere i loro obiettivi, in particolare quelli di garantire la stabilità, il corretto funzionamento e la competitività del sistema bancario. Tali considerazioni possono essere estese, più in generale, a tutti gli intermediari finanziari e alle altre componenti dell'infrastruttura finanziaria. Si tratta di uno *shortcoming* che potrebbe generare un conflitto legale, oltre che politico, tra istituzioni differenti e appartenenti a livelli diversi (ossia, quello nazionale e quello comunitario). Come già sottolineato dagli studiosi¹⁵, per garantire la proporzionalità ma anche l'efficacia dell'intervento sono necessarie sia una forma più approfondita di coordinamento tra le istituzioni coinvolte (ossia il Governo italiano e, in base alle circostanze, la Consob e la Banca d'Italia), sia un'interpretazione restrittiva delle infrastrutture finanziarie che possono essere considerate strategiche.

Conclusioni

L'utilizzo di misure di golden power è entrato (e continua a entrare) con vigore nel dibattito pubblico nazionale, soprattutto in periodi di maggiore vulnerabilità del sistema economico. Si tratta, infatti, di uno strumento giuridico attraverso cui uno Stato sovrano cerca di stabilire il proprio controllo su asset considerati fondamentali per la sicurezza e l'indipendenza dello Stato stesso e dei suoi cittadini – attraverso cui tenta di affermare la propria sovranità economica. Nonostante ciò, non sia del tutto in linea con la tradizionale apertura dell'Unione Europea al movimento di merci e capitali da e verso i Paesi terzi, a livello comunitario ci si è mossi verso un approccio comune allo screening degli investimenti diretti esteri (IDE) indirizzati all'interno dell'Unione. Il risultato di questo cambio di paradigma è stato il Regolamento (UE) 2019/452, che annovera tra gli ambiti di applicazione della disciplina del golden power anche l'infrastruttura finanziaria. Il presente articolo ha cercato di indagare le possibili conseguenze legali e politiche di ciò. Infatti, quello dei mercati finanziari (inclusi i mercati bancari e assicurativi) è un settore già altamente regolamentato: di conseguenza, un'ulteriore disciplina su di essi applicabile, caratterizzata da propri obiettivi e strumenti, potrebbe confliggere con la già esistente normativa di settore. In particolare, è stato proposto un esempio relativo al settore bancario in cui un tale conflitto legale potrebbe avvenire, un esempio che potrebbe comunque essere ampliato agli altri intermediari finanziari. La conseguenza sarebbe un conflitto tra istituzioni – di vigilanza e governative, nazionali e comunitarie – che potrebbe anche impedire alle autorità di vigilanza prudenziale di perseguire i compiti di cui sono state investite. Alla luce di ciò, una maggiore collaborazione fra le istituzioni coinvolte e una interpretazione restrittiva di quelle infrastrutture finanziarie che possono essere definite come strategiche sono augurabili per indirizzare potenziali conflitti legali.

¹⁵ Alvaro et al., vedi *supra* nota 7.



Fonti

Alvaro S., Lamandini M., Police A., Tarola, I., *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*. Quaderni giuridici, Consob, 2019.

Aresu A., Negro M., *Geopolitica della protezione, investimenti e sicurezza nazionale: gli Stati Uniti, l'Italia e l'UE*. Roma, Fondazione verso l'Europa, 2019.

Camera dei Deputati, Temi dell'attività parlamentare (XVII legislatura), La disciplina del golden power: quadro normativo (disponibile al link:

<https://temi.camera.it/leg17/post/la-disciplina-del-golden-power-quadro-normativo.html>, ultimo accesso risalente al 13 luglio 2022).

Consob, *La Vigilanza della Consob* (disponibile al link: <https://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-della-consob>, ultimo accesso risalente al 13 luglio 2022).

European Central Bank Banking Supervision, *What is a qualifying holding?* (Disponibile al link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/qh.en.html>, ultimo accesso risalente al 13 luglio 2022).

European Commission, *Commission Staff Working Document on Foreign Direct Investment in the EU Following up on the Commission Communication "Welcoming Foreign Direct Investment while Protecting Essential Interests"*, Brussels, 2017 (SWD(2019) 108 final).

European Commission, *Welcoming Foreign Direct Investment while Protecting Essential Interests*. Brussels, 2019 (COM(2017) 494 final).

Giuseppe Fonte, *Italy to set up unit to scrutinise takeovers of strategic firms*. Reuters, 11 aprile 2022.

Johnson M., Ghiglione D., Sciorilli Borelli S., *Mario Draghi sets tone in cooling EU-China relations*. Financial Times, 6 giugno 2021.

Reuters, *Italy extends vetting powers to protect key national assets*. 9 maggio 2022.