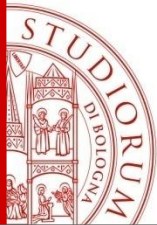


Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia

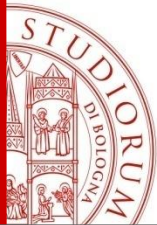
Prof. Marco Lamandini

Seminario CO.N.SO.B. Roma, 4 aprile 2016



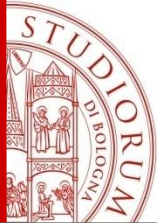
Alcuni dati a modo di premessa

- Viviamo tempi di profondo cambiamento.
- Uno dei fattori che evidenzia e al tempo stesso determina questo cambiamento è il flusso internazionale degli investimenti. Almeno al momento, una delle caratteristiche dell'andamento di tale flusso è la sua volatilità: ciò rende alquanto incerta un'analisi predittiva. Ciò non di meno, mi pare che possano segnalarsi, ai nostri fini, almeno alcune tendenze (che traggio da dati della Commissione Europea del 2015 e dallo studio Brugel per la Commissione Europea del novembre 2015).



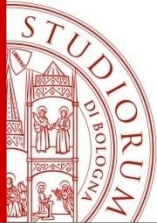
Alcuni dati a modo di premessa

- a. La prima tendenza: dal 2011 il bilancio dei flussi di capitale in entrata e in uscita nell'area euro evidenzia un saldo netto negativo. I flussi lordi, a loro volta, si mantengono ad un livello del 70% circa al di sotto del picco pre-crisi, e presentano livelli corrispondenti a quelli del 2005. I dati del 2015 sembrano introdurre qualche elemento di mitigazione del fenomeno, ma pare prematuro trarre conclusioni da ciò. L'entità del saldo netto negativo è significativa: oltre EUR 100 miliardi investiti o prestati al di fuori dell'Unione per ciascun anno nel triennio 2012-2014.



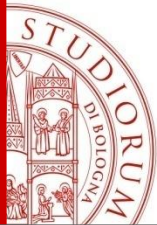
Alcuni dati a modo di premessa

- b. La seconda tendenza: gli investimenti diretti intra-EU sono precipitati dopo la crisi e permangono a livelli assai bassi: nella media si è passati da EUR 435 miliardi annui del periodo 2004-2008 a EUR 245 miliardi del periodo 2009-13 (dato puntuale 2013 EUR 123 miliardi: il 74% in meno rispetto al dato 2011). Nello stesso periodo l'investimento diretto verso l'Europa da paesi terzi è aumentato del 49% e quello in uscita dall'Europa verso i paesi terzi del 4%. Per la Commissione l'Europa è la regione maggiormente colpita quanto ad effetti sull'investimento diretto dalla crisi finanziaria. A differenza di ciò, gli investimenti di portafoglio, pur volatili, si sono mantenuti relativamente più stabili, anche se sono divenuti progressivamente meno interessanti per gli investitori stranieri nell'area euro, per effetto delle operazioni straordinarie di politica monetaria della BCE che hanno compresso i rendimenti dei titoli di debito sovrani e *corporate*.



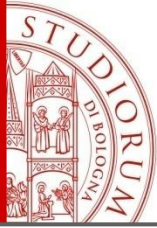
Alcuni dati a modo di premessa

- c. La terza tendenza: all'interno dell'Unione e dell'area euro la composizione dei flussi e dell'andamento dell'investimento diretto è assai differenziata. Le economie più vulnerabili all'interno dell'Unione hanno subito effetti di emorragia dei flussi sia per effetto della caduta dell'investimento diretto intra-EU sia per effetto del mercato *deleveraging* avviato dalle banche europee, che si sono ritirate entro i propri confini nazionali senza che i finanziamenti bancari fossero compensati da altre fonti di finanza privata provviste dal mercato dei capitali.



Una analisi economica di questi dati è al di là delle mie competenze.
Mi avventuro tuttavia nel formulare due ipotesi.

- a. La prima ipotesi: l'Europa (e in particolare l'area euro) sembra intrappolata (anche) in un circolo vizioso di natura finanziaria - che il significativo invecchiamento della popolazione rende per sua natura più stabile e dunque più difficile da contrastare - in base al quale i surplus finanziari delle famiglie, intermediati dagli investitori istituzionali, e delle società non finanziarie (che nell'aggregato sono passati da prenditori netti a fornitori netti di capitale in Europa negli ultimi anni) emigrano dai paesi a bassa crescita a paesi ad alti tassi di crescita nella spontanea ricerca di tassi di rendimento più elevati; in tal modo essi finanziano maggiori investimenti in tali economie e fanno mancare necessarie risorse finanziarie per investimenti in Europa, con la conseguenza che - in assenza di correzioni di natura geopolitica determinate da altri fattori - l'andamento dei flussi di capitale, mentre favorisce processi di redistribuzione della ricchezza su più ampia scala, approfondisce l'andamento negativo in termini di investimenti produttivi e crescita in Europa.



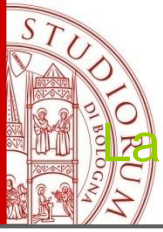
Una analisi economica di questi dati è al di là delle mie competenze. Mi avventuro tuttavia nel formulare due ipotesi

- b. La seconda ipotesi: ciò sembra *il frutto di un ritardo nel processo di integrazione industriale dell'Europa (e a maggior ragione dell'area euro) e, ancor più, nel processo di integrazione finanziaria*. L'Europa si è fatta cogliere impreparata.

Troppa dipendenza dall'intermediazione bancaria: (1) gli attivi bancari europei ammontano a oltre tre volte il PIL (316%, quando negli Stati Uniti raggiungono circa il 115% del PIL e in Cina il 256%); (2) i mercati dei capitali contribuiscono per meno della metà (il debito sovrano e il debito corporate raggiungono il 114% del PIL mentre i mercati di capitale di rischio si attestano ad un mero 64% del PIL, a fronte del 127% degli Stati Uniti e 84% della Cina).

Troppa frammentazione nazionale del mercato dei capitali: non consente una adeguata dispersione del rischio su base geografica e mantiene in vita un nesso di forte dipendenza reciproca tra sistema bancario, fabbisogno finanziario privato e fabbisogno finanziario pubblico nazionale. Non a caso, in Europa, tra le attività finanziarie detenute dallo stato le partecipazioni nel capitale di imprese costituiscono oltre il 30% (EUR 2.1 trilioni) a fronte del solo 6% (EUR 228 miliardi) degli Stati Uniti.

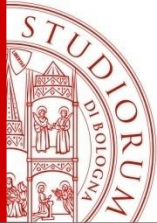
Quando aggiustamenti collegati al rischio paese inducono processi di necessario *deleveraging* e del settore pubblico, le economie più vulnerabili nell'area euro, già deboli, divengono gravemente anemiche.



La velocità e il tempo di adattamento ai mutati scenari macroeconomici sono fattori critici per le istituzioni: l'Europa è in ritardo

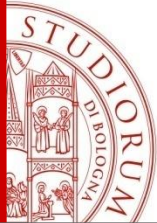
“nella musica, come nella vita, c'è un collegamento invisibile fra velocità e sostanza. La velocità di una progressione armonica, proprio come la velocità di un processo politico può determinare l'efficacia o in definitiva alterare la realtà su cui si cerca di influire (...). L'equivalente in musica sarebbe quello di suonare in maniera veloce e disordinata un'introduzione lenta e poi eseguire il principale movimento veloce troppo lentamente e con interruzioni. Sia nell'esempio politico che in quello musicale, velocità e tempo non sono fattori esterni, bensì determinano irrevocabilmente un cambiamento nella forma delle cose a venire”.

(D. Barenboim, *La musica sveglia il tempo* (Milano, 7 ed., 2016), p. 20)



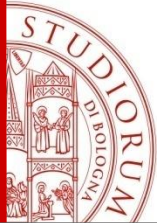
A fronte di questo ritardo, i flussi in entrata dei fondi sovrani hanno svolto un importante ruolo di sostituzione del capitale in uscita

- Questi nodi possono trovare soluzione attraverso la “messa a terra” della CMU e un riequilibrio delle regole di portafoglio per gli intermediari finanziari, capaci di promuovere maggiore diversificazione geografica, in specie intra-EU, e maggior diversificazione degli appetiti finanziari e degli orizzonti di investimento, e più in generale attraverso scelte ispirate a visioni strategiche di lungo periodo e alla fiducia e solidarietà reciproca piuttosto che alla paura e al ciascun per sé. Nel frattempo, *i flussi di investimento in entrata in Europa dei fondi sovrani hanno svolto in questi anni e tuttora svolgono un ruolo di sostituzione, seppur parziale, dell’investimento diretto intra-europeo che è allo stato mancante* e hanno contribuito in tal modo a rendere meno brusco e doloroso (almeno di quello che avrebbe potuto essere in loro mancanza) l’effetto di *deleveraging* della finanza europea.
- *I Fondi sovrani hanno per fortuna appetiti finanziari diversi: cercano in Europa sicurezza di lungo termine dell’investimento (e, talora, opportunità di rafforzamento industriale e tecnologico per l’industria nazionale) pur a fronte di rendimenti meno elevati (capitali pazienti).*



La dimensione giuridica del problema e 3 domande alle quali cercare brevemente risposta

- Che fare dunque sul piano delle regole?
- Per definizione, in questa materia, non esistono regole immutabilmente buone o cattive (il grado di apertura all'investimento straniero essendo funzione di concezioni economiche, politiche e sociali che sono mutevoli nel tempo), ma esistono regole più o meno adeguate alle circostanze.
- Vorrei affrontare almeno tre domande.



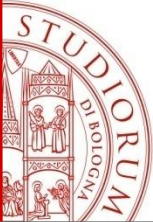
La dimensione giuridica del problema e 3 domande alle quali cercare brevemente risposta

- a. Qual è, in breve, l'*acquis communautaire* che disciplina il grado di apertura dell'Europa all'investimento diretto e di portafoglio straniero, in base all'interpretazione delle libertà fondamentali di stabilimento e circolazione dei capitali data dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea? In particolare, che regole valgono, in questo quadro, per investitori pubblici o controllati dallo stato come i fondi sovrani?
- b. Può dirsi soddisfacente l'esistenza, pur nel rispetto dei vincoli posti dal TFEU e dalla giurisprudenza della CGUE in tema di golden share, di una molteplicità di regimi nazionali di protezione delle industrie strategiche nazionali – che talora fissano regole differenziate per gli investimenti dei fondi sovrani - o sarebbe più coerente un regime uniforme europeo, e quale?
- c. Qual è il regime italiano e che spunti di riflessione e utili insegnamenti offre in una prospettiva europea?



Libertà fondamentali, politica commerciale comune e investimento diretto e di portafoglio extra-EU

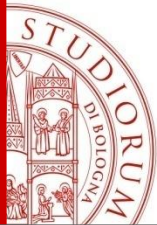
- Uno dei tratti qualificanti del Trattato di Lisbona è stato quello di attribuire alla *competenza esclusiva* dell'Unione la materia dell'investimento diretto straniero riconoscendovi una componente essenziale della politica commerciale comune.



Libertà fondamentali, politica commerciale comune e investimento diretto e di portafoglio extra-EU

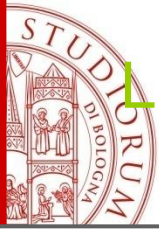
- La Commissione nel luglio 2010 ha precisato, con una comunicazione di notevole importanza politica, la sua linea d'azione in materia di flussi di investimento da e verso l'estero presentando al contempo una proposta di regolamento diretta, per una parte, a preservare la validità dei quasi 1200 accordi 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" esprime 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 (diversa naturalmente la situazione vista in relazione a più ristrette aree geografiche) un impatto negativo sull'occupazione 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 e aumenta la concorrenza e gli scambi. Per la CE, 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".



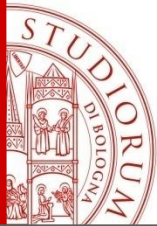
Libertà fondamentali e restrizioni nazionali consentite dal Trattato

- La libera circolazione dei capitali e l'apertura dell'economia europea all'investimento diretto straniero non è tuttavia una regola senza eccezioni. Ne esaminiamo qui di seguito le principali.
- La libera circolazione dei capitali può anzitutto trovare limite, ai sensi dell'art. 65, comma 1, lett. b) TFEU, 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 ed è assai ben illustrata da un recente e interessante 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 dei sistemi di distribuzione di energia elettrica o gas.



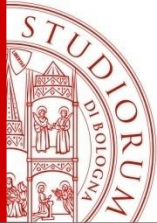
Libertà fondamentali e loro rapporto: la peculiare relazione di specialità tra libertà di stabilimento e di capitali

- Una seconda limitazione, assai importante, deriva, secondo la giurisprudenza consolidata della CGUE, 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-EU, e cioè quello funzionale all'acquisizione del controllo o comunque di sicure prerogative di governo della società partecipata.



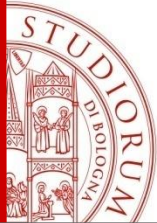
Libertà fondamentali e BIT: no europeo ad un apertura nazionale incondizionata

- 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 consente. *Ciò conferma per altra via che l'apertura europea agli investimenti stranieri non è, né vuole o può essere, assolutamente incondizionata.*



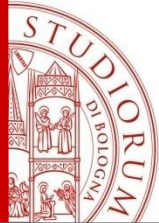
La situazione degli Stati Membri quanto ai meccanismi di esame degli investimenti stranieri

- In base ai dati raccolti dalla Commissione Europea, “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” .



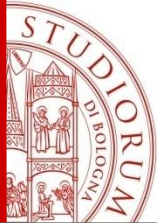
Per un regime comune europeo in tema di golden share? Quali possibili azioni?

- Tra il 2010 e il 2011 si erano avviati primi approfondimenti informali, da parte della Commissione Europea, circa la necessità o opportunità di un'azione di materia e 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-EU e extra-EU attribuendo la competenza ad adottare eventuali misure protettive ad un organo o istituzione europea.



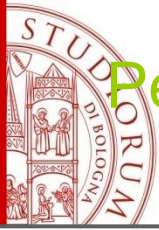
Per un regime comune europeo? Le disparità non sono solo “on/off” ma anche sui settori e sui criteri

- L'ampiezza dei settori ritenuti “strategici” e come tali meritevoli di un particolare presidio rispetto agli investimenti stranieri è molto differenziata da ordinamento regionale a ordinamento regionale. Emblematiche sono le diverse accezioni di “sicurezza nazionale” che si rinvengono a riguardo: essa, mentre è intesa in senso fortemente restrittivo in Europa a seguito della sentenza della Corte di Giustizia nel caso *Scientology*, **seppur con varianti non del tutto trascurabili nei diversi Stati membri**, negli Stati Uniti (specie dopo gli attentati dell'11 settembre) e nelle grandi economie emergenti ha tutt'altra ampiezza. Ne è un esempio la riconducibilità ad essa degli investimenti nel settore bancario e finanziario.



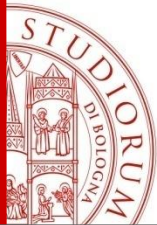
Per un regime comune europeo in tema di golden share? Le ragioni a favore

- Nessuna proposta di azione ad oggi. Eppure forse la definizione di un “rule-book” europeo sulle restrizioni all’investimento di portafoglio e diretto sia intra-EU sia extra-EU e l’attribuzione alla Commissione (previa istruttoria dell’ESMA?) del potere di esercitare le prerogative eccezionali di restringere lo stesso per comprovati motivi di interesse generale avrebbe il pregio di consentire una chiara, trasparente e unitaria politica europea, ridurre la frammentazione dei mercati e i rischi di sviamento a finalità protezionistiche nazionali, promuovere proporzionate forme di tutela di interessi industriali europei che risultino genuinamente tali sotto il controllo della CGCE. Consentirebbe altresì alla Commissione, se del caso attraverso l’uso o la minaccia di uso di una clausola di reciprocità – che in forme diverse ma per analoghe finalità è già stata usata nella direttiva sulle OPA e nel regolamento sugli appalti e viene utilizzata da talune discipline nazionali in materia, come quella italiana – di promuovere una maggiore convergenza ed equivalenza di soluzioni a livello internazionale (*global level playing field*).



Per un regime comune europeo in tema di golden share? Il caso dei fondi sovrani milita pure a favore

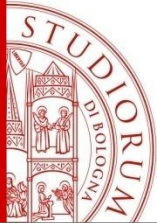
- Il ruolo crescente degli investimenti extra-EU dei fondi sovrani consiglia, a ben vedere, un'azione europea se si vuole evitare di accumulare ulteriore ritardo nell'adattamento al contesto finanziario globale. Nel contesto internazionale, investitori "gouvernement-controlled" (GCIs) sono in genere equiparati agli investitori privati, ma tra i 46 aderenti alla dichiarazione OCSE sugli investimenti diretti, ben 7 (tra cui l'Australia, la Spagna, l'Islanda e Israele, ma esso limitatamente al settore delle comunicazioni) hanno restrizioni specifiche rispetto ad essi. Tra i paesi che hanno adottato meccanismi di controllo preventivo degli investimenti diretti stranieri, 4 – tra i più importanti: Stati Uniti, Canada, Australia e Russia – dettano regole ad hoc per tali investimenti, anche se tali regole non sembrano fissare regimi in sé meno favorevoli.



L'attuale disciplina italiana: un modello per l'Europa?

Il meccanismo di controllo degli investimenti stranieri in settori strategici italiani si fonda sulla legge 56 del 2012 (di conversione del decreto legge 21 del 2012) e sui decreti di attuazione 19 febbraio 2014, n. 35, 25 marzo 2014, n. 82 e n. 86 e 6 giugno 2014 n. 108.

- Ha 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)” (Bassan).
- E' un modello che potrebbe essere assunto a riferimento europeo e rispetto al quale 3 temi meritano qui menzione.

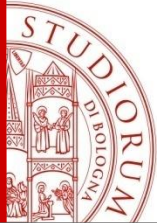


L'attuale disciplina italiana: a) la condizione di reciprocità

a. Il primo: mentre la legge non distingue tra investitori privati o investitori a proprietà e controllo pubblico, **l'art. 3, co. 1.** adotta una condizione di reciprocità per gli acquisti, a qualsiasi titolo, effettuati da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di partecipazioni in società che detengono uno o più degli attivi individuati come strategici. La condizione di reciprocità è sottoposta al "rispetto degli accordi internazionali sottoscritti dall'Italia o dall'Unione europea".

Essa esprime un principio consueto nei rapporti internazionali e forse indodotto dalle tendenze protezionistiche altrui, ma pone – come ben illustra l'esperienza della reciprocità in materia OPA – problemi applicativi *nella valutazione di equivalenza dei regimi per come applicati in pratica*. Ragionevolezza e proporzionalità, uniti ad una motivazione effettiva, sono le "stelle polari" di tale complessa valutazione, in modo da assicurare la verifica giurisdizionale piena ed effettiva.

L'art. 2, co. 5, richiede una valutazione specifica, nei settori energia, trasporti e 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 insediamento stabile. Per tale valutazione a maggior devono valere i principi ora indicati.



L'attuale disciplina italiana: un modello per l'Europa?

- b. Il secondo: in Italia si usa una definizione opportunamente restrittiva delle attività di rilevanza strategica (per la sicurezza) e degli attivi strategici (per energia, trasporti e comunicazioni), facendo riferimento essenzialmente alle grandi reti infrastrutturali di interesse nazionale (non mancano però, come sempre, nel dettaglio, interrogativi sulle ipotesi di confine).

Vi è qui una marcata disarmonia internazionale, che si manifesta addirittura a livello intra-europeo, e che nei fatti rischia di penalizzare e comunque rendere impermanente una soluzione, pur virtuosa, come quella italiana, qualora essa debba a lungo contrapporsi a scelte di natura protezionistica estese a ben altri settori da parte di altri ordinamenti, sia europei di extra-europei. Se il modello italiano fosse adottato a livello europeo (con gli adattamenti che il processo necessariamente porta con sé), ciò varrebbe ad instaurare un effettivo (e necessario) *level paying field* a livello europeo e darebbe alla Commissione, che ha peso politico internazionale corrispondente allo scopo, l'opportunità di negoziare con le altre aree regionali una progressiva convergenza internazionale su di un regime proporzionato.

L'attuale disciplina italiana: un modello per l'Europa?

- c. Il terzo, e forse il più complesso: quale è la natura dei poteri che possono essere esercitati in fase di controllo dell'investimento straniero e quale la loro relazione con la regolamentazione di settore? In linea di principio, il rapporto è di specialità reciproca ("i poteri speciali sono esercitati esclusivamente quando (...) si dia luogo ad una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa italiana ed europea di settore"). Tuttavia l'opposizione all'operazione non è vincolata ad una scelta netta tra divieto o autorizzazione, bensì – come avviene nell'esperienza del controllo antitrust – può dare luogo a prescrizioni o condizioni ove ritenute più proporzionate e adeguate per la tutela degli interessi generali (condizioni di natura strutturale o, in subordine, di natura comportamentale). In tal modo, come tra disciplina antitrust e regolamentazione nei settori regolamentati, la distinzione tra i piani sfuma.

Peraltro, quella del controllo comportamentale *ex post* sulla base di autorizzazioni condizionate nell'esercizio del *golden power*, è una frontiera rischiosa a livello nazionale ma meno a livello europeo: da un lato, misure di controllo comportamentale *ex post* possono facilmente generare frammentazioni nazionali ed esporre significativi fallimenti se non sono adeguatamente coordinate a livello regionale. Dall'altro lato, la CGUE ha in passato ravvisato nel Trattato precisi limiti all'imposizione da parte del legislatore nazionale di obblighi di comportamento agli operatori economici (*performance requirements*) che verosimilmente non si presenterebbero o si presenterebbero in forma meno restrittiva rispetto a misure comuni previste dal diritto secondario europeo.

MARCO LAMANDINI (*)

Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia ().**

Alcuni dati a modo di premessa

1.- Viviamo tempi di profondo cambiamento. Come sempre nella storia economica moderna, uno dei fattori che evidenzia e al tempo stesso determina questo cambiamento è il flusso internazionale degli investimenti. Almeno al momento, una delle caratteristiche dell'andamento di tale flusso è la sua volatilità: ciò rende alquanto incerta un'analisi predittiva. Ciò non di meno, mi pare che possano segnalarsi, *ai nostri fini*, almeno alcune tendenze (che traggo da dati della Commissione Europea del 2015 e dallo studio Brugel per la Commissione Europea del novembre 2015).¹

a) La prima, è che dal 2011 il bilancio dei flussi di capitale in entrata e in uscita nell'area euro evidenzia un saldo netto negativo. I flussi lordi, a loro volta, si mantengono ad un livello del 70% circa al di sotto del picco pre-crisi, e presentano livelli corrispondenti a quelli del 2005.² I dati del 2015 sembrano introdurre qualche elemento di mitigazione del fenomeno³, ma pare prematuro trarre conclusioni da ciò. L'entità del saldo netto negativo è significativa: oltre EUR 100 miliardi investiti o prestati al di fuori dell'Unione per ciascun anno nel triennio 2012-2014.⁴

b) La seconda, è che gli investimenti diretti intra-EU sono precipitati dopo la crisi e permangono a livelli assai bassi: nella media si è passati da EUR 435 miliardi annui del periodo 2004-2008 a EUR 245 miliardi del periodo 2009-13. Il dato puntuale degli investimenti intra-EU del 2013 è tuttavia un preoccupante EUR 123 miliardi (il 74% in meno rispetto al dato 2011). Nello stesso periodo l'investimento diretto verso l'Europa da paesi terzi è aumentato del 49% e quello

* Ordinario di diritto commerciale nell'Università di Bologna. Componente del Board of Appeal del Sistema europeo dei supervisor finanziari, dell'Appeal Panel del Meccanismo unico di risoluzione, dell'*Informal Group of Company Law Experts (ICLEG)* della Commissione Europea e dell'Organo di Vigilanza sulla parità di accesso di Telecom Italia (di nomina AGCOM). Le opinioni espresse non vincolano in alcun modo le istituzioni cui l'A. è affiliato.

** Relazione al convegno di studi organizzato da CO.N.SO.B., *Fondi sovrani e mercati finanziari*, Auditorium Consob, Roma, 4 aprile 2016

¹ Commission Staff Working Document, *On the movement of capital and the freedom of payments*, SWD(2015) 58 final e Z. Darvas, P. Huettl, S. Merler, T. Walsh, *Analysis of developments in EU capital flows in the global context*, Brugel final study 2015.2574 (Bruxelles, 3 novembre 2015) (lo studio non presenta tuttavia i dati per l'Italia).

² Commission Staff Working Document, *On the movement of capital and the freedom of payments* p. 7.

³ Z. Darvas, P. Huettl, S. Merler, T. Walsh, *Analysis of developments in EU capital flows in the global context*, p. 2 dello executive summary and p. 44 e ss.

⁴ Commission Staff Working Document, *Economic Analysis accompanying the Action Plan on Building a Capital Markets Union*, SWD(2015) 183 final, p. 60.

in uscita dall'Europa verso i paesi terzi del 4%.⁵ Questo fa giustamente dire alla Commissione che l'Europa è stata la regione maggiormente colpita quanto ad effetti sull'investimento diretto dalla crisi finanziaria. A differenza di ciò, gli investimenti di portafoglio, pur volatili, si sono mantenuti relativamente più stabili, anche se sono divenuti progressivamente meno interessanti per gli investitori stranieri nell'area euro, per effetto delle operazioni straordinarie di politica monetaria della BCE che hanno compresso i rendimenti dei titoli di debito sovrani e *corporate*.

c) La terza, è che all'interno dell'Unione e dell'area euro la composizione dei flussi e dell'andamento dell'investimento diretto è assai differenziata. Le economie più vulnerabili all'interno dell'Unione hanno subito effetti di emorragia dei flussi sia per effetto della caduta dell'investimento diretto intra-EU più sopra descritto sia per effetto del mercato *deleveraging* avviato dalle banche europee, che si sono ritirate entro i propri confini nazionali senza che i finanziamenti bancari fossero compensati da altre fonti di finanza privata provviste dal mercato dei capitali.⁶

2.- Una analisi economica di questi dati è al di là delle mie competenze. Mi avventuro tuttavia nel formulare due ipotesi.

a) La prima è che l'Europa (e in particolare l'area euro) sia intrappolata (anche) in un circolo vizioso di natura finanziaria - che il significativo invecchiamento della popolazione rende per sua natura più stabile e dunque più difficile da contrastare - in base al quale i surplus finanziari delle famiglie, intermediati dagli investitori istituzionali, e delle società non finanziarie (che nell'aggregato sono passati da prenditori netti a fornitori netti di capitale in Europa negli ultimi anni)⁷ emigrano dai paesi a bassa crescita a paesi ad alti tassi di crescita nella spontanea ricerca di tassi di rendimento più elevati; in tal modo essi finanziano maggiori investimenti in tali economie e fanno mancare necessarie risorse finanziarie per investimenti in Europa, con la conseguenza che - in assenza di correzioni di natura geopolitica determinate da altri fattori - l'andamento dei flussi di capitale, mentre favorisce processi di redistribuzione della ricchezza su più ampia scala, approfondisce l'andamento negativo in termini di investimenti produttivi e crescita in Europa.

b) La seconda è che questo sia *il frutto di un ritardo nel processo di integrazione industriale dell'Europa (e a maggior ragione dell'area euro) e, ancor più, nel processo di integrazione finanziaria*. L'Europa si è fatta cogliere

⁵ Commission Staff Working Document, *On the movement of capital and the freedom of payments* p. 13.

⁶ Commission Staff Working Document, *Economic Analysis accompanying the Action Plan on Building a Capital Markets Union*, p. 4.

⁷ Essi sono fornitori netti di circa EUR 143 miliardi all'anno, a fronte dei circa EUR 273 milioni delle famiglie: Commission Staff Working Document, *Economic Analysis accompanying the Action Plan on Building a Capital Markets Union*, p. 60.

impreparata, con una eccessiva dipendenza dall'intermediazione bancaria e una eccessiva frammentazione del mercato dei capitali. Quanto al primo aspetto, basti dire che gli attivi bancari europei ammontano a oltre tre volte il PIL (316%, quando negli Stati Uniti raggiungono circa il 115% del PIL e in Cina il 256%) mentre i mercati dei capitali contribuiscono per meno della metà (il debito sovrano e il debito corporate raggiungono il 114% del PIL mentre i mercati di capitale di rischio si attestano ad un mero 64% del PIL, a fronte del 127% degli Stati Uniti e 84% della Cina)⁸. Questo dipende da molti fattori, naturalmente, ma mi pare si possa ritenere che una importante causa stia anche nel carattere eccessivamente frammentato, ancora lungo le linee dei confini nazionali, dei mercati dei capitali europei.⁹ Ciò ha almeno due effetti indesiderati: non ha consentito e non consente una adeguata dispersione del rischio su base geografica e ha mantenuto in vita un nesso di forte dipendenza reciproca tra sistema bancario, fabbisogno finanziario privato e fabbisogno finanziario pubblico nazionale. Non a caso, in Europa, tra le attività finanziarie detenute dallo stato le partecipazioni nel capitale di imprese costituiscono oltre il 30% (EUR 2.1 trilioni) a fronte del solo 6% (EUR 228 miliardi) degli Stati Uniti. Quando – come ora - aggiustamenti collegati al rischio paese inducono processi di necessario *deleveraging* del sistema bancario (peraltro destinati a durare ancora a lungo, almeno secondo le recenti raccomandazioni del Comitato per la stabilità sistemica) e del settore pubblico, le economie più vulnerabili nell'area euro, già finanziariamente e industrialmente deboli, divengono gravemente anemiche e perdono ulteriore vitalità.

3.- Mi sembra possibile fare qui uso di una metafora musicale. Scrive giustamente Daniel Barenboim che “nella musica, come nella vita, c'è un collegamento invisibile fra velocità e sostanza. La velocità di una progressione armonica, proprio come la velocità di un processo politico può determinare l'efficacia o in definitiva alterare la realtà su cui si cerca di influire (...). L'equivalente in musica sarebbe quello di suonare in maniera veloce e disordinata un'introduzione lenta e poi eseguire il principale movimento veloce troppo lentamente e con interruzioni. Sia nell'esempio politico che in quello musicale, velocità e tempo non sono fattori esterni, bensì determinano irrevocabilmente un cambiamento nella forma delle cose a venire”.¹⁰

4.- Questa metafora coglie, a mio modo di vedere, l'essenza del “decennio perduto” in Europa e al tempo stesso la difficoltà che tuttora esiste a livello politico ed istituzionale nel trovare il giusto tempo e la giusta velocità delle importanti riforme strutturali che sono state adottate (come l'Unione bancaria, di cui tuttavia si discute ora vivacemente il tempo e la velocità di introduzione del terzo pilastro, quello dei meccanismi di riassicurazione e coassicurazione dei fondi di garanzia dei depositanti) o che sono in cantiere (come la Capital Markets

⁸ D.Valiante, *Europe's Untapped Capital Market* (Bruxelles, 2016), p. 73.

⁹ D.Valiante, *Europe's Untapped Capital Market*, p. 114 ss. (per interessanti conclusioni di policy, p. 146).

¹⁰ D. Barenboim, *La musica sveglia il tempo* (Milano, 7 ed., 2016), p. 20.

Union). L'ampio lavoro di analisi che si è svolto dall'inizio della crisi finanziaria offre una gamma amplissima di strumenti di intervento e di soluzioni possibili: *la loro composizione e la velocità della loro progressione armonica restano tuttavia da vedere*. Non mancano segni incoraggianti di una effettiva ricerca di soluzioni che siano “game-changer”; si è finalmente compreso, ad esempio, come ha recentemente osservato, Jean Pisani-Ferry¹¹ che, contrariamente alle attese, l'euro in sé non ha creato una spinta verso una *volontaria* integrazione effettiva dell'area euro; *l'integrazione è venuta in risposta alla, e come una protezione dalla crisi*. Tuttavia, “il rapporto dei 5 presidenti ha fatto proposte per riforme relativamente poco ambiziose, lasciando intenzionalmente nel buio l'agenda di più lungo termine. Ciò è politicamente realistico ma economicamente e democraticamente deplorabile. L'Europa è lasciata senza una traccia precisa di ciò che vuole conseguire”. Come è stato giustamente detto,¹²

“la crisi finanziaria, la crisi del debito sovrano, la crisi greca e (da ultimo?) la crisi degli immigrati sono stati degli stress test di incredibile forza per la concordia europea. I risultati non sono così confortanti. Nuove frammentazioni stanno emergendo sia nei mercati finanziari sia nei comportamenti politici. L'Europa sembra dinnanzi ad un trilemma assai critico: o una morte lenta dell'Unione europea, o un improvviso collasso dell'Unione monetaria o un rilancio del progetto europeo”

5.- Nell'attesa che questi nodi così complessi trovino soluzione (ad esempio attraverso la realizzazione e “messa a terra” di una Unione dei mercati dei capitali¹³ e un riequilibrio delle regole di portafoglio per gli intermediari finanziari, capaci di promuovere maggiore diversificazione geografica, in specie intra-EU, e maggior diversificazione degli appetiti finanziari e degli orizzonti di investimento, e più in generale attraverso scelte ispirate a visioni strategiche di lungo periodo e alla fiducia e solidarietà reciproca piuttosto che alla paura e al ciascun per sé)¹⁴, *i flussi di investimento in entrata in Europa dei fondi sovrani hanno svolto in questi anni e tuttora svolgono un ruolo di sostituzione, seppur parziale, dell'investimento diretto intra-europeo che è allo stato mancante e hanno contribuito in tal modo a rendere meno brusco e doloroso (almeno di quello che avrebbe potuto essere in loro mancanza) l'effetto di deleveraging della finanza europea*. Fortunatamente, mentre i detentori europei di surplus finanziario emigravano alla ricerca di maggiori rendimenti, *i detentori di surplus finanziario dei paesi emergenti cercavano in Europa sicurezza di lungo termine*

¹¹ *For Europe, the long term is now! A note for the Prometeia 40 conference*, Bologna, 26 Novembre 2015, p. 3 del dattiloscritto.

¹² P. Onofri, *The world economy in the next decades*, dattiloscritto della relazione alla Prometeia 40 conference, Bologna, 26 novembre 2015, p. 2 del dattiloscritto.

¹³ D.Valiante, *Europe's Untapped Capital Market*, p. 148 ss.

¹⁴ Come correttamente nota la Commissione, Commission Staff Working Document, *On the movement of capital and the freedom of payments* p. 19, “based on the IMF World economic Outlook, these patterns [EU and the euro area turned into net exporters of capital and domestic savings] are unlikely to change until the 2019. Therefore the EU and the euro-area seem to have ample savings that may finance the forecasted investment needs without external borrowing provided that there are no major barriers or disincentives to intra-EU investment and to the efficient allocation of resources across the Single Market”.

dell'investimento (e, talora, opportunità di rafforzamento industriale e tecnologico per l'industria nazionale) pur a fronte di rendimenti meno elevati. La Commissione, nel 2015, ha così dato atto che i fondi sovrani sono divenuti rilevanti investitori istituzionali in Europa¹⁵ e che, “secondo i dati UNCTAD, tra il 15 e il 25% delle società quotate europea hanno tra i loro azionisti fondi sovrani. Con riguardo agli investimenti diretti, alla fine del 2013, circa il 43% degli investimenti diretti complessivi dei fondi sovrani era in Europa. Ciò non di meno, l'investimento diretto dei fondi sovrani, che assomma a circa 40 miliardi di dollari nel 2013, costituisce una frazione molto piccola del loro portafoglio”.¹⁶

*La dimensione giuridica del problema
e 3 domande alle quali cercare brevemente risposta*

6.- E' da questa prospettiva fattuale che mi pare si renda consigliabile guardare al regime giuridico degli investimenti dei fondi sovrani in Europa. Per definizione, in questa materia, non esistono regole immutabilmente buone o cattive (il grado di apertura all'investimento straniero essendo funzione di concezioni economiche, politiche e sociali che sono mutevoli nel tempo), ma esistono regole più o meno adeguate alle circostanze. E poiché le circostanze presenti evidenziano, tra l'altro, il problema della frammentazione del mercato finanziario europeo lungo confini nazionali, insufficiente coordinamento nelle risposte istituzionali e giuridiche e complessivamente eccessiva complessità e frantumazione dei mercati *corporate*, primario e secondario sia di capitale di rischio sia di debito, occorre inoltre domandarsi se le regole esistenti in materia in relazione agli investimenti extra-EU, e in particolare quelli dei fondi sovrani, esprimono un livello sufficiente di coerenza interna.

7.- Poiché il discorso rischierebbe tuttavia di risultare eccessivamente articolato e complesso ove si pretendesse di affrontarlo con completezza di approccio¹⁷, mi soffermo qui solo su tre questioni e segnatamente le seguenti:

(a) qual è, in breve, l'*acquis communautaire* che disciplina il grado di apertura dell'Europa all'investimento diretto e di portafoglio straniero, e qual è in particolare l'interpretazione delle libertà fondamentali di stabilimento e circolazione dei capitali data dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea e, a livello attuativo, dalla Commissione? Che regole valgono, in questo quadro, per investitori pubblici o controllati dallo stato come i fondi sovrani?

¹⁵ Commission Staff Working Document, *Economic Analysis accompanying the Action Plan on Building a Capital Markets Union*, p. 60.

¹⁶ Commission Staff Working Document, *On the movement of capital and the freedom of payments*, p. 35.

¹⁷ Per un'analisi completa e ricca di spunti, v. già S. Alvaro, P. Ciccaglioni, *I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, Discussion papers Consob, n. 3, luglio 2012, 5-41.

(b) Può dirsi coerente con l'attuale situazione di mercato l'esistenza, pur nel rispetto dei vincoli posti dal TFEU e dalla giurisprudenza della CGUE in tema di *golden share*, di una molteplicità di regimi nazionali di protezione delle industrie strategiche nazionali – che talora fissano regole differenziate per gli investimenti dei fondi sovrani - o sarebbe più coerente un regime uniforme europeo, e quale?

(c) Qual è il regime italiano e come si colloca esso in un quadro comparativo con quello dei principali ordinamenti europei e non europei?

*Libertà fondamentali, politica commerciale comune
e investimento diretto e di portafoglio extra-EU*

7.- 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 TFEU 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-EU. Quest'ultimo risultato, ancora espresso come un mero impegno politico di *best effort* degli Stati membri all'art. 7(1) della direttiva del 1988, veniva in particolare sancito dalla riforma di Maastricht del Trattato CE, dando così vita ad un diritto direttamente invocabile²¹. Esso trova

¹⁸ V. 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.

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

conferma ora nell'art. 63 TFEU. E' dunque convinzione diffusa e corretta che l'Europa e le economie degli Stati membri siano, giuridicamente, tra le più aperte, se non le più aperte in assoluto, ai flussi di investimento stranieri. Se ne ha riprova dall'indice di restrizione dell'investimento diretto straniero elaborato annualmente dall'OCSE. La Commissione, già nel luglio 2010, facendosi carico della competenza esclusiva attribuita all'Unione dall'art. 207 TFEU, ha precisato, con una comunicazione²² di notevole importanza politica, la sua linea d'azione in materia di flussi di investimento da e verso l'estero presentando al contempo una proposta di regolamento diretta, 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" esprime 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 (diversa naturalmente la situazione vista in relazione a più ristrette aree geografiche) un impatto negativo sull'occupazione 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 e aumenta la concorrenza e gli scambi. Da queste premesse, la Comunicazione conclude 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 internazionali 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". La Commissione notava come sulla base dei BIT conclusi dai singoli Stati membri si avesse un trattamento differenziato per Stato membro di origine delle condizioni di accesso degli investimenti in paesi terzi e come, peraltro, non intendesse mettere in discussione le misure nazionali o locali di promozione degli investimenti, osservando che è forte la concorrenza tra Stati membri esistente sul punto ma che non appare "né praticabile né desiderabile" sostituire tali sforzi degli Stati membri "fino a che siano coerenti con la politica commerciale comune

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

e in conformità al diritto europeo”. Il bilancio al 2015 è ancora in chiaroscuro. Ad esempio la Commissione ha recentemente rilevato come i BIT intra-EU abbiano mantenuto “un quadro frammentato per il trattamento dell’investimento nel mercato unico” e stiano creando non pochi problemi per l’ampio numero di arbitrati (prossimi al centinaio) che sono stati introdotti sulla base di essi, sicché ha salutato con grande favore il fatto che l’Italia abbia recentemente disdettato tutti tali accordi.

8.- 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.

9.- La libera circolazione dei capitali può anzitutto trovare limite, ai sensi dell’art. 65, comma 1, lett. b) TFEU, 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 ed è assai ben illustrata da un recente e interessante 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 dei sistemi di distribuzione di energia elettrica o gas. La Corte ha qui avuto modo di precisare come:

a) in assenza, nel TFEU, di una definizione del concetto di “movimenti di capitale” ai sensi dell’art. 63, paragrafo 1, TFEU, 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, TFEU 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 effettuato 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);

b) in relazione a tali due forme di investimento, devono ritenersi “restrizioni”, ai sensi dell’articolo 63, paragrafo 1, TFEU *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);

c) la libera circolazione dei capitali può essere limitata da una normativa nazionale solamente laddove sia giustificata da uno dei motivi indicati nell'art. 65 TFEU 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 i provvedimenti che li fanno valere devono essere adeguatamente motivati e sindacabili in sede giurisdizionale.

10.- Una seconda limitazione, assai importante, 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-EU, 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 allorché 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 avesse sia affrontato la questione di come distinguere investimento diretto e investimento di portafoglio al fine di riconoscere solo in relazione al primo (anche) il diritto di stabilimento (par. 33 delle conclusioni), sia avesse al contempo concluso (ai paragrafi 49 e 50) - a me pare correttamente - *che l'investimento in azioni rileva sempre e comunque anche ai fini della libera circolazione dei capitali*. Merita rileggere quanto l'Avvocato Generale scriveva in proposito al paragrafo 50 delle sue conclusioni:

"a differenza che per la libertà di stabilimento, non ha importanza la quantità di azioni acquistate. In base a queste norme risultano tutelati anche l'acquisto o la detenzione di tutte le azioni di una società, giacché in caso contrario la tutela dell'investitore diverrebbe tanto più debole quanto maggiore è il numero di azioni che questi detiene. Tuttavia, qualora la partecipazione in una società raggiunga una dimensione tale da consentire all'investitore di esercitare un'influenza determinante sulle decisioni imprenditoriali, la libertà di stabilimento interviene accanto alla libertà di circolazione dei capitali, integrando le norme relative a quest'ultima. Infatti, in questo caso, tale investimento concreta anche la fattispecie contemplata dall'art. 52, secondo comma, e risulta tutelato dal Trattato CE sotto due differenti aspetti".

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.

Tale conclusione era del resto coerente con i precedenti già espressi nel caso Konle²⁷ che aveva enunciato il principio dell'applicazione parallela delle due libertà in relazione ad investimenti immobiliari in un altro Stato membro. Infine, nel caso *Cadbury Schweppes* (²⁸) la Corte ha per la prima volta, espressamente applicato in via il diritto di stabilimento a siffatte situazioni di fatto, 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 giustificherebbero 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*) (²⁹) 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". Peraltro, sempre ad avviso della Corte, conformemente a quanto già statuito nel caso *Holböck*³⁰, 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; dove il potere sia di "sicura influenza" si applica il

²⁷ Sentenza 1 giugno 1999, caso C-302/97.

²⁸ Sentenza 12 settembre 2006, caso C-196/04, in specie paragrafi 32 e 33.

²⁹ Su tale caso v. per tutti, G.J.Vossnstein, *Volkswagen: The State of Affairs of Golden Shares, General Company Law and European Free Movement of Capital*, in *ECFR*, 1/2008, p. 115.

³⁰ Corte di Giustizia, sentenza 24 maggio 2007, causa C-157/05.

solo di diritto di stabilimento; dove il potere sia più blando, 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) Ciò avviene benché a livello internazionale l'espressione investimento diretto straniero ricomprenda, ai fini delle disposizioni pattizie, sia l'una che l'altra ipotesi³¹. Entrambe le libertà possono applicarsi solo in quei casi in cui la normativa nazionale fissa 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 l'osservazione che, riscontrata la violazione della libera circolazione dei capitali, se deriva automaticamente anche la violazione del diritto di stabilimento, ove entrambe le libertà vengano in gioco). In termini concreti e per ricondurre ad un semplice esempio un lungo discorso, tutto ciò significa che un investimento di portafoglio di un fondo sovrano dell'1% in Unicredit e un investimento diretto del 5% 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 viceversa 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 e 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. E' questo, peraltro e a mio sommesso avviso, un esito discutibile: non solo perché, come è stato rilevato, potrebbe avere "conseguenze fatali per i movimenti di capitale con paesi terzi in generale e per l'investimento diretto straniero in particolare"³² ma anche – e forse soprattutto – perché mi sembra disconoscere un dato della realtà e cioè che l'impresa azionaria che accede ai mercati dei capitali è una organizzazione a rilevanza finanziaria. *Il diritto di stabilimento si salda al profilo organizzativo; la libera circolazione di capitali a*

³¹ Per la conferma che l'investimento diretto consiste, anzitutto, nell'acquisizione di partecipazioni di controllo, v. allegato A, punto I A 1 del Codice OCSE sui movimenti di capitale del 2012; la definizione di investimento diretto utilizzata a livello comunitario di "legami durevoli e diretti con una società" (sulla quale v. da ultimo la Comunicazione della Commissione del 2010 cit., a p. 1 e nota 4) sembra evocare a sua volta la definizione generale del codice OCSE ("investment for the purpose of establishing lasting economic relations with an undertaking such as, in particular investments which give the possibility of exercising an effective influence on the management thereof").

³² S.Hindelang, *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment*, p. 108, ove ampi riff. Di diverso avviso, di recente, A.Dimopoulos, *EU Foreign Investment Law*, cit., p. 84, il quale reputa che la libera circolazione dei capitali non possa riguardare le condizioni di accesso dell'investimento diretto straniero (e dunque, di stabilimento) ma solo quelle inerenti al trasferimento dei mezzi finanziari conseguenti ad un eventuale stabilimento che risulti consentito dalla normativa applicabile.

quello finanziario; ma entrambi sono compresenti e inscindibili, sicché non tutelare sotto il profilo della libera circolazione dei capitali la dimensione finanziaria della grande società azionaria equivale a disconoscere una componente essenziale. Ciò che è peggio è poi che il confine tra “*il potere sicuro di determinare l’attività della società*” e il “*legame durevole e diretto capace di conferire al socio la possibilità di partecipare effettivamente alla gestione o al suo controllo*” è quasi intrattabile in pratica, sicché, assegnare alla distinzione un sì rilevante effetto sul piano del riconoscimento dei diritti fondamentali previsti dal Trattato finisce con il minare la certezza del diritto e con l’attribuire una discrezionalità valutativa ampia e non necessaria agli Stati membri, che come tale finisce per operare come causa ulteriore di frammentazione e di opacità del mercato interno. Basti pensare ad alcune vicende giudiziarie italiane di qualche anno orsono riferite all’autorizzazione a detenere partecipazioni rilevanti nel capitale della capogruppo di un gruppo bancario e finanziario³³ da parte di un investitore extra europeo per avvedersi delle difficoltà giuridiche e fattuali connesse alla chiara identificazione *ex ante* e *ex post* tra situazioni di controllo, controllo congiunto e mera influenza notevole, individuale o collettiva.

11.- 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 consente³⁴. *Ciò conferma per altra via che l’apertura europea agli investimenti stranieri non è, né vuole o può essere, assolutamente incondizionata.*

*Per un regime comune europeo
in tema di golden share?*

12.- Allo stato attuale, dunque, come testimoniato dall’ampia casistica della CGUE in tema di golden share, restrizioni all’investimento in società europee sono essenzialmente poste da discipline nazionali, le quali sono soggette ad un esame di conformità al TFEU, salvo che per le restrizioni che limitino o impediscano l’acquisizione di una sicura influenza sulle società europee da parte di investitori extra-EU. In base ai dati raccolti dalla Commissione Europea, “*11 Stati membri hanno in effetti adottato discipline nazionali che prevedono un meccanismo di esame degli investimenti stranieri per salvaguardare la sicurezza*

³³ Tar Lazio 18 maggio 2010 e Consiglio di Stato 2 novembre 2011, entrambe relative al caso Delta.

³⁴ 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.

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"³⁵ (o intra-EU se si dimostra la fraudolenta o abusiva "vestizione" europea dell'investitore).

13.- Peraltro, in base al TFEU, 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, TFEU); misure restrittive all'investimento diretto intracomunitario possono essere adottate all'unanimità. Inoltre, misure particolari possono essere adottate ai sensi dell'art. 346(1) TFEU nel settore delle armi. A sua volta, come è ben 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.

13.- Nel caso *Essent* l'Avvocato Generale Jääskinen, nelle sue conclusioni del 16 aprile 2013, aveva approfondito altresì la questione se misure restrittive adottate a livello europeo subiscano una limitazione della stessa intensità di quella prevista per le misure nazionali dal Trattato. Citando i precedenti della Corte in *Bauhuis* (sentenza 25 gennaio 1977, in causa C-46/76) e *Commissione/Germania* del 13 maggio 1997 (in causa C-233/94), l'Avvocato Generale ne ha tratto la conclusione (al punto 77) che la normativa derivata dell'Unione sembra beneficiare di una presunzione di conformità alle libertà di circolazione garantite dal Trattato e comunque di una valutazione in linea di principio più favorevole (nel caso tedesco il generale obiettivo della lotta contra qualsivoglia perturbazione di mercato veniva ritenuto adeguato a giustificare un ostacolo alla libertà di stabilimento fissato dalla direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi che, se applicato a discipline puramente nazionali, sarebbe stato verosimilmente ritenuto obiettivo di natura puramente economica).

³⁵ Commission Staff Working Document, *On the movement of capital and the freedom of payments*, p. 22

14.- Tra il 2010 e il 2011 si erano in effetti avviati primi approfondimenti informali, da parte della Commissione Europea, circa la necessità o opportunità di un'azione di materia e 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-EU e extra-EU attribuendo la competenza ad adottare eventuali misure protettive ad un organo o istituzione europea. Si evidenziava infatti come non solo 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. Peraltro l'ampiezza dei settori ritenuti "strategici" e come tali meritevoli di un particolare presidio rispetto agli investimenti stranieri è molto differenziata da ordinamento regionale a ordinamento regionale. Emblematiche sono le diverse accezioni di "sicurezza nazionale" che si rinvencono a riguardo: essa, mentre è intesa in senso fortemente restrittivo in Europa a seguito della sentenza della Corte di Giustizia nel caso *Scientology*³⁶, seppur con varianti non del tutto trascurabili nei diversi Stati membri, negli Stati Uniti (specie dopo gli attentati dell'11 settembre)³⁷ e nelle grandi economie emergenti ha tutt'altra ampiezza. Ne è un esempio la riconducibilità ad essa degli investimenti nel settore bancario e finanziario, che è ad esempio considerato rilevante per la sicurezza nazionale negli Stati Uniti³⁸, mentre non lo è in Europa. Eppure le esigenze di ricapitalizzazione dell'industria bancaria e assicurativa hanno da tempo evidenziato l'ingresso massiccio nel settore dei fondi sovrani sia negli Stati Uniti³⁹ sia in Europa⁴⁰, sia in Italia⁴¹, dove tra l'altro i medesimi fondi sovrani detengono partecipazioni qualificate in più banche concorrenti (potendo in astratto porre

³⁶ Corte di Giustizia, sentenza 14 marzo 2000, in causa C-54/99, in particolare al paragrafo 17 della motivazione (sicurezza nazionale ricorre solo "se vi è una reale e sufficientemente seria minaccia ad un interesse fondamentale della società" e non può invocarsi per "meri fini economici").

³⁷ V. Committee on Foreign Investment in the United States, *Annual Report to Congress*, December 2011, *passim*; v. James K. Jackson, *Foreign Investment and National Security: Economic Considerations*, CRS Report for Congress, 10 March 2011, *passim*.

³⁸ V. infatti la risoluzione del Congresso degli Stati Uniti H. Res. 552-110th Congress del settembre 2007 con riguardo alla clausola di reciprocità per gli investimenti nel settore bancario e finanziario tra Stati Uniti e Cina.

³⁹ Si considerino ad esempio gli investimenti del fondo del Kuwait, di Abu Dhabi e del GIC di Singapore in Citigroup; o quelli di Temasek in Merrill Lynch; o quelli del CIC cinese in Morgan Stanley; del fondo cinese SAFE in Visa.

⁴⁰ Si considerino, per l'Italia, l'acquisto del 4,9% di Unicredit da parte della Libyan Investment Authority nell'ottobre 2008; per il Regno Unito gli investimenti di Temasek, CIC e del fondo del Qatar in Barclays; per la svizzera, gli investimenti di CIG e del fondo dell'Arabia Saudita in UBS o del fondo del Qatar in Credit Suisse.

⁴¹ Per riferimenti, v. M. Lamandini, *Azioni e diritto di voto nella riforma delle banche popolari*, in corso di pubblicazione in *RDS*, 2016 (accessibile a www.lamandini.org/articles)

anche interrogativi di natura antitrust, almeno nella prospettiva di alcuni precedenti della Corte di Giustizia e della Commissione)

15.- Nessuna proposta di azione è seguita. Eppure a me pare che la definizione di un “rule-book” europeo sulle restrizioni all’investimento di portafoglio e diretto sia intra-EU sia extra-EU e l’attribuzione alla Commissione (previa istruttoria dell’ESMA?) del potere di esercitare le prerogative eccezionali di restringere lo stesso per comprovati motivi di interesse generale avrebbe il pregio di consentire una chiara e unitaria politica europea sul punto, rendere la stessa certa e trasparente agli occhi degli investitori, ridurre la frammentazione dei mercati e i rischi di sviamento a finalità protezionistiche nazionali, promuovere proporzionate forme di tutela di interessi industriali europei che siano genuinamente tali sotto il controllo della CGCE e consentire altresì alla Commissione, se del caso attraverso l’uso o la minaccia di uso di una clausola di reciprocità – che in forme diverse ma per analoghe finalità è già stata usata nella direttiva sulle OPA e nel regolamento sugli appalti⁴² e viene utilizzata da talune discipline nazionali in materia, come quella italiana – di promuovere una maggiore convergenza ed equivalenza di soluzioni a livello internazionale (*global level playing field*)

16.- Proprio l’emersione e il ruolo crescente degli investimenti extra-EU dei fondi sovrani consiglia, a ben vedere, un’azione europea. E’ questo infatti un terreno di particolare complessità e rispetto al quale, se si vuole evitare di accumulare ulteriore ritardo nell’adattamento al contesto finanziario globale, una unitaria risposta europea sembrerebbe necessaria. Nel contesto internazionale, investitori “government-controlled” (GCIs) sono in genere equiparati agli investitori privati, ma tra i 46 aderenti alla dichiarazione OCSE sugli investimenti diretti, ben 7 (tra cui l’Australia, la Spagna, l’Islanda e Israele, ma esso limitatamente al settore delle comunicazioni) hanno restrizioni specifiche rispetto ad essi. Tra i paesi che hanno adottato meccanismi di controllo preventivo degli investimenti diretti stranieri, 4 – tra i più importanti: Stati Uniti, Canada, Australia e Russia – dettano regole ad hoc per tali investimenti, anche se tali regole non sembrano fissare regimi in sé meno favorevoli.⁴³ E’ ben noto come, giuridicamente⁴⁴ esistano: (a) fondi sovrani privi di un’autonoma personalità rispetto a quella dello Stato persona cui appartengono (quelli della Norvegia, dell’Arabia Saudita, dello stato dell’Alberta in Canada, della Russia, del Cile, del Messico) e che sono di conseguenza intrinsecamente governativi; (b) fondi sovrani che hanno autonoma personalità giuridica di diritto pubblico (KIC per la Repubblica di Corea, KIA per il Kuwait; QUI in Qatar, ADIA negli Emirati Arabi

⁴² COM(2012) 124/4.

⁴³ Y. Sima, *The Policy Landscape for International Investment by Government-controlled Investors. A Fact Finding Survey*, OECD Working Papers on International Investment, 2015/01, p. 9. Alle p.19-22 una sintetica e aggiornata descrizione dei meccanismi di controllo degli investimenti stranieri in Australia, Canada, Federazione Russa e Stati Uniti.

⁴⁴ F.Bassan, *The Law of Sovereign Wealth Funds* (Edward Elgar Publishing, 2011), p. 33

Uniti) e (c) fondi sovrani che hanno autonoma personalità giuridica di diritto privato (CIC in Cina, Temasek e GIC a Singapore). In genere, gli amministratori dei fondi sovrani che pur hanno autonoma personalità di diritto pubblico o privato sono, tuttavia, in tutto o in maggioranza espressione dell'esecutivo; solo in pochi casi vi sono regole organizzative che richiedono la nomina di amministratori indipendenti che riferiscono al Parlamento. L'oggetto sociale dei fondi sovrani è variamente declinato dagli strumenti istitutivi: sono infatti perseguite talora finalità di garanzia per la comunità nazionale - quali quelle di stabilizzazione⁴⁵ o di accumulazione di risparmio nella prospettiva di un patto intergenerazionale⁴⁶ - e talora finalità di diversificazione del rischio⁴⁷ o di massimizzazione della redditività⁴⁸ (in taluni casi anche con modulazioni diverse a seconda del settore d'investimento). Al di là dei Principi di Santiago⁴⁹ - sostanzialmente privi di un meccanismo credibile di *enforcement* - e del codice di condotta OCSE - peraltro principalmente rivolto ai paesi ospitanti e funzionale a promuovere la proporzionalità della regolamentazione al fine di evitare scelte protezionistiche nazionali - la materia è allo stato essenzialmente rimessa ai singoli Stati membri, sia pure nel rispetto delle ricordate libertà fondamentali, per come interpretate dalla CGUE. La Commissione, che ha pubblicato nel luglio 2008 una Comunicazione a riguardo⁵⁰ ha ritenuto allora che il sistema di regole e di salvaguardie previsto dal Trattato sia adeguato a definire diritti e obblighi degli Stati membri quali stati ospitanti. *Eppure se, tramite la CMU, si vuole conseguire un mercato finanziario europeo funzionante e superare le frammentazioni e opacità che lo rendono inefficiente e scarsamente competitivo nell'intercettare i flussi di investimento internazionali, anche questo tema così importante meriterebbe una chiara risposta comune.* Si tratta infatti di trovare un condiviso punto di equilibrio su di un tema cruciale per l'economia europea e il suo finanziamento che evidenzia un *trade off* tra esigenze finanziarie e preoccupazioni di natura politica e industriale. Certo si tratta di un *rebus* di politica economica di non facile soluzione. Eppure, se come la stessa Commissione notava già nel 2008 "una serie di risposte nazionali tra loro non coordinate frammenterebbe il mercato

⁴⁵ KIA del Kuwait; Reserve Fund russo; LIA libico; SGSF dell'Oman; OISF del Messico; ESSF del Cile: F.Bassan, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, p. 34.

⁴⁶ ADIA degli Emirati Arabi, QIA del Qatar, il Fondo norvegese: F.Bassan, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, p. 34.

⁴⁷ Temasek di Singapore, Khazanah della Malesia, PIF dell'Arabia Saudita, Mubadala di Abu Dhabi, ICD di Dubai: F.Bassan, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, p. 34.

⁴⁸ Il cinese CIC, GIC di Singapore, il KIC coreano: F.Bassan, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, p. 34.

⁴⁹ IWG - International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", Ottobre 2008, passim. Per una ricognizione v. tra i tanti A.Roselli, G.Mazzantini, *I fondi sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, working paper, dicembre 2009, passim; S.Mezzacapo, *The so-called "Sovereign Wealth Funds": Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, disponibile in SSRN. Per dati sulla loro applicazione v. IFSWF, Members' Experience in the Application of the Santiago Principles, 7 luglio 2011 (e per un commento S.Bagall, E.Truman, *IFSWF Report on Compliance with the Santiago Principles: Admirable but Flawed Transparency*, in *Peterson Institute for International Economics, Policy Brief*, agosto 2011, p. 1 ss.)

⁵⁰ *A common European approach to Sovereign Wealth Funds*, COM(2008) 115 final, Bruxelles, 27 febbraio 2008.

interno e danneggerebbe l'economia europea"⁵¹, deve considerarsi quantomeno timida la posizione finora tenuta dalle istituzioni europee.

*L'attuale disciplina italiana:
un modello per l'Europa?*

17.- Se, dunque, tuttora manca in materia una unitaria risposta europea, resta, conclusivamente, da domandarsi come debba valutarsi il regime italiano e come esso si atteggi rispetto agli investimenti dei fondi sovrani. Esso, come è largamente noto, si fonda sulla legge 56 del 2012 (di conversione del decreto legge 21 del 2012) e sui decreti di attuazione 19 febbraio 2014, n. 35, 25 marzo 2014, n. 82 e n. 86 e 6 giugno 2014 n. 108. Esso ha il pregio di aver risposto – finalmente con robusta compiutezza – alle prescrizioni della CGUE che a più riprese avevano dichiarato incompatibili con il Trattato le disposizioni precedenti in tema di *golden share* italiana con la conseguenza che, da un lato, come è stato osservato, il nuovo regime “ha scelto la soluzione più lineare e chiara (e coraggiosa), e cioè garantire pari trattamento alle imprese pubbliche e private, mediante l’esercizio ad opera del Governo – sottoposto a sindacato giurisdizionale⁵² - di poteri elencati in modo esaustivo, al verificarsi di eventi e fattispecie espressamente indicati, in settori specifici” e, dall’altro lato, ha 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)”.⁵³ Un’esposizione analitica del regime di controllo, che viene ora qualificato come di *golden power*, è superfluo ai fini che qui ci occupano: è sufficiente rinviare sul punto a commenti già pubblicati⁵⁴, che illustrano anche i primi casi applicativi⁵⁵. Conviene, viceversa, fermare brevemente l’attenzione su tre aspetti particolarmente qualificanti, almeno ai miei occhi, e tanto più se – come è stato affermato – “è facile prevedere che la disciplina italiana del 2012 diventerà un *benchmark* europeo per il superamento della giurisprudenza *golden share* mentre costituisce già un avamposto di frontiera per la tutela degli interessi nazionali nella prassi internazionale”⁵⁶

⁵¹ *A common European approach to Sovereign Wealth Funds*, cit., p. 7

⁵² 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.

⁵³ 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.

⁵⁴ V. comunque F.Bassan, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell’intervento dello Stato sull’economia*, p. 63-79.

⁵⁵ A. Comino, *Golden power per dimenticare la golden share*, in particolare paragrafo 6, in relazione ai casi Avio e Piaggio Aero.

⁵⁶ F.Bassan, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell’intervento dello Stato sull’economia*, p. 59.

a) Il primo, attiene al fatto che – mentre la legge non distingue tra investitori privati o investitori a proprietà e controllo pubblico - l’art. 3, co. 1. adotta una condizione di reciprocità per gli acquisti, a qualsiasi titolo, effettuati da parte di un soggetto esterno all’Unione europea di partecipazioni in società che detengono uno o più degli attivi individuati come strategici. La condizione di reciprocità è naturalmente sottoposta al “rispetto degli accordi internazionali sottoscritti dall’Italia o dall’Unione europea” e, mentre esprime un principio consueto nei rapporti internazionali e probabilmente necessario (secondo anche quanto più sopra esposto) in risposta alle tendenze protezionistiche altrui, all’evidenza pone – come ben illustra l’esperienza della reciprocità in materia OPA – problemi applicativi di non poco momento *nella valutazione di equivalenza dei regimi per come applicati in pratica*. Ragionevolezza e proporzionalità, uniti ad una motivazione effettiva, sembrerebbero dover essere le “stelle polari” di tale complessa valutazione, in modo da consentire che la revisione giurisdizionale possa essere piena ed effettiva, in conformità a quanto richiedono anche i principi fondamentali di natura procedimentale della Convenzione. Il decreto prevede inoltre, ai sensi dell’art. 2, co. 5, una valutazione specifica, nei settori energia, trasporti e 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 insediamento stabile. Per tale valutazione a maggior devono valere i principi ora indicati.

b) Il secondo attiene alla definizione opportunamente restrittiva delle attività di rilevanza strategica (per la sicurezza) e degli attivi strategici (per energia, trasporti e comunicazioni). Per quanto non manchino, nel dettaglio, interrogativi specifici sul come precisamente delimitare la fattispecie, in via generale è senz’altro espressione di meritorio *self-restraint* e apertura all’investimento diretto straniero il limitare i poteri speciali essenzialmente alle grandi reti infrastrutturali di interesse nazionale. Vi è qui, tuttavia, come già si è accennato, una marcata disarmonia internazionale, che si manifesta addirittura a livello intra-europeo, e che nei fatti rischia di penalizzare e comunque rendere impermanente una soluzione, pur virtuosa, come quella italiana, qualora essa debba a lungo contrapporsi a scelte di natura protezionistica estese a ben altri settori da parte di altri ordinamenti, sia europei di extra-europei. Vi è qui, dunque, una duplice ragione per auspicare l’adozione del modello italiano a livello europeo (con gli adattamenti che il processo necessariamente porta con sé): ciò varrebbe ad instaurare un effettivo (e necessario) *level paying field* a livello europeo e darebbe alla Commissione, che ha peso politico internazionale corrispondente allo scopo, l’opportunità di negoziare con le altre aree regionali una progressiva convergenza internazionale su di un regime proporzionato.

c) Il terzo, e forse il più complesso, attiene alla natura dei poteri che possono essere esercitati e alla loro relazione con la regolamentazione di settore.

In linea di principio, il rapporto è di specialità reciproca, nel senso che – come è stato osservato⁵⁷ - “i poteri speciali sono esercitati esclusivamente quando (...) si dia luogo ad una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa italiana ed europea di settore”. Tuttavia l’opposizione all’operazione non è vincolata ad una scelta netta tra divieto o autorizzazione, bensì – come avviene nell’esperienza del controllo antitrust – può dare luogo a prescrizioni o condizioni ove ritenute più proporzionate e adeguate per la tutela degli interessi generali. Si potranno dunque avere condizioni di natura strutturale o, ove le prime non siano adeguate, anche condizioni di natura comportamentale. In tal modo, come già avviene sul difficile terreno del rapporto tra disciplina antitrust e regolamentazione nei settori regolamentati, la distinzione tra i piani sfuma, almeno nelle situazioni “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 certo il pregio di essere più proporzionata di un divieto e più coerente con le particolari esigenze concrete di tutela. Presenta a sua volta incognite che, a loro volta, sembrerebbero consigliare l’assunzione a livello europeo del modello italiano. Da un lato, misure di controllo comportamentale *ex post* possono facilmente generare frammentazioni nazionali ed esporre significativi fallimenti istituzionali se non sono adeguatamente coordinate a livello regionale. Dall’altro lato, 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*)⁵⁸ che verosimilmente non si presenterebbero o si presenterebbero in forma meno restrittiva rispetto a misure comuni previste dal diritto secondario europeo.

⁵⁷ F.Bassan, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell’intervento dello Stato sull’economia*, p. 74.

⁵⁸ 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*.