

## **I FONDI SOVRANI E GLI INVESTIMENTI INTERNAZIONALI - SALVATORI O SOVVERTITORI?**

di Andrea Goldstein e Paola Subacchi \*

*L'economia mondiale sembra vivere un paradosso. Da un lato gli investimenti internazionali hanno superato nel 2007 il livello record che avevano raggiunto nel 2000, prima dell'esplosione della bolla Internet. Prima del rallentamento dovuto alla crisi dei mutui sub-prime, le operazioni di fusione ed acquisizione, cioè la forma che le società adottano sempre più spesso per entrare su mercati esteri, avevano battuto il record precedente, grazie all'enorme liquidità dei mercati internazionali ed alla moltiplicazione delle opportunità d'investimento (anche in aree come l'Africa subsahariana che erano fino a poco tempo fa off-limits). Dall'altro, i timori di un ritorno del protezionismo sono sempre più forti, dato che i benefici degli investimenti internazionali e della presenza di imprese multinazionali, pur provati da innumerevoli studi, non sono evidentemente sufficienti per rassicurare chi teme che la perdita d'identità nazionale delle imprese sia negativa per il funzionamento delle economie nazionali nel loro complesso.*

*La ragione principale che spiega questo pericoloso paradosso è il cambio cui si è assistito negli ultimi anni nell'identità degli attori della globalizzazione. Le multinazionali tradizionali come l'Unilever, la United Fruits o la General Motors potevano non piacere a molti, ma quantomeno avevano un'identità facilmente riconoscibile. In compenso adesso i protagonisti – da Carlyle ai gruppi pubblici cinesi e semi-pubblici russi, passando per Temasek o l'Abu Dhabi Investment Corporation – sono più opachi, per struttura proprietaria, qualità delle informazioni fornite, meccanismi di governance, motivazioni strategiche e sistemi di gestione dei rischi.*

*Prima di esaminare in maggior dettaglio cosa sono i fondi sovrani, come operano, quali preoccupazioni destano e quali risposte richiedono, è utile contestualizzare il loro emergere. La forte crescita delle esportazioni e gli alti prezzi del petrolio sono alla base dell'enorme accumulazione di riserve valutarie da parte della Cina e dei paesi del Golfo, che si ritrovano così ad avere un ruolo del tutto nuovo sulla scena internazionale.<sup>1</sup> Le politiche e le strategie d'investimento di tali paesi possono influire in maniera rilevante sia sui flussi di capitale sia sul commercio internazionale. Con alcune eccezioni, di cui la Cina è quella più significativa, nelle loro politiche di cambio i paesi con ampi attivi delle partite correnti hanno finora mantenuto il dollaro come moneta di riferimento, ciò che, a sua volta, ha un impatto significativo sia sugli scambi commerciali che sui flussi di capitale. Queste politiche valutarie, che non sembrano più in grado di rispondere adeguatamente agli obiettivi di sviluppo economico di questi paesi, sono in trasformazione – né, del resto, l'accumulo di ampi disavanzi è nell'interesse degli Stati Uniti. La contraddizione tra ampi avanzi e gli obiettivi di sviluppo interno è ormai evidente, specialmente laddove sono*

---

\* Ocse (Parigi) e Chatham House (Londra), rispettivamente. Gli autori si assumono la responsabilità per il contenuto di questo contributo, che non riflette necessariamente le posizioni delle istituzioni di appartenenza.

<sup>1</sup> Su questo punto si veda Paola Subacchi (2007), 'Capital flows and emerging market economies: a larger playing field?', International Economics Programme Briefing Paper 07/03, Chatham House.

*richieste misure di ‘sterilizzazione’ per il controllo dell’eccessiva liquidità. In questa situazione, è necessario ripensare gli strumenti di politica economica utilizzati per controllare tale liquidità e stabilizzare la bilancia dei pagamenti. Dati tendenziali sui flussi di capitale e informazioni di tipo qualitativo suggeriscono di spostare il baricentro della politica economica verso strategie di investimento più ‘aggressive’, con maggior attenzione, quindi, al tasso di rendimento e minore preoccupazione per la gestione della liquidità.*

## **1. Cosa sono?**

*I fondi sovrani (per i quali usiamo in questo contributo l’acronimo SWFs che corrisponde al termine inglese Sovereign Wealth Funds) sono emersi come un nuovo soggetto economico, finanziario e politico negli ultimi anni. Anzi, si può dire che prima del 2007 essi interessavano, e comunque in maniera abbastanza limitata, solo un numero limitato di osservatori.*

*Può apparire paradossale, ma a dispetto della prominenza che gli SWFs hanno acquisito nell’arena internazionale, ne manca a tutt’oggi una definizione comunemente accettata.<sup>2</sup> Quella più semplice li definisce come un insieme di cespiti detenuti dal governo di uno stato sovrano, anche se tra gli SWFs compaiono anche fondi subnazionali come quelli dello stato dell’Alaska negli Stati Uniti e della provincia dell’Alberta in Canada. È però erroneo includere cespiti che sono detenuti come riserve ufficiali, così come i fondi pensione, la cui principale funzione consiste nel reinvestire il gettito fiscale in titoli fruttiferi di emittenti domestici. Soprattutto nel contesto di una discussione sul ruolo degli SWFs nel panorama degli investimenti internazionali, è più preciso fare esclusivo riferimento a quei fondi i cui cespiti non sono legislativamente riservati a finalità precise e che sono mantenuti separati dalle riserve ordinarie di un paese. Un altro elemento che genera confusione è che il termine fondo sovrano è spesso utilizzato per fare riferimento sia ai fondi medesimi, sia alle entità amministrative che li gestiscono. Si pensi alla Kuwait Investment Authority (KIA), che non è un fondo bensì un’entità regolarmente registrata che ha in gestione due fondi separati. Per questo l’Ocse suggerisce di definire queste entità come delle “sovereign investment companies” (SICs).*

*Stabilito che il patrimonio di un SWF è costituito dalle risorse finanziarie che un governo decide di mantenere separate dal normale processo di allocazione di bilancio e di asset management, è utile distinguere tra SWFs a seconda della fonte delle risorse stesse:*

- Fondi basati su risorse naturali – sono quelli più diffusi, in particolare in Medio Oriente, in Africa settentrionale, in Russia e in Nord America a livello subnazionale, dove ricevono il gettito delle esportazioni di idrocarburi.*
- Fondi basati sui forex – cioè alimentati stornando in un fondo separato una parte della divisa estera accumulata, invece di trasferirla presso la banca centrale. La maggior parte degli SWFs che rientra in questa tipologia si trova in Asia orientale.*
- Fondi fiscali – creati per investire i proventi delle privatizzazioni oppure avanzi strutturali del bilancio pubblico. Tra questi spiccano Temasek Holdings di*

<sup>2</sup> In questa sezione ci basiamo in particolare sul documento OCSE “The relevance of the OECD Guidelines for Corporate Governance of State Owned Enterprises to the governance of state owned investment vehicles”, DAF/CA/PRIV(2008)1.

*Singapore (che in realtà assomiglia anche molto alla vecchia IRI italiana) e il malese Khazanah Nasional, che da par suo si è finanziato anche attraverso emissioni obbligazionarie sul mercato domestico.*

*Quella proposta è una categorizzazione che non è mutualmente esclusiva. Per esempio, il Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) creato in Cile nel 2007 viene alimentato da avanzi straordinari di bilancio, ma questi sono a loro volta il frutto del prezzo storicamente elevato del rame e pertanto le risorse del FEES arrivano in pratica dal Fondo de Compensación del Cobre.*

*Fin qui per una classificazione in termini di risorse. In termini funzionali, la classificazione del Fondo Monetario Internazionale fa riferimento a tre tipologie (che anche in questo caso si sovrappongono in parte):*

- *Fondi di stabilizzazione – il cui obiettivo principale è isolare i conti pubblici dalle fluttuazioni nel prezzo di una risorsa naturale o di una materia prima che è particolarmente importante nell'economia di un paese, in modo da sterilizzare gli introiti in divisa e stabilizzare nel tempo il gettito fiscale. Alcuni esempi di questo tipo sono i fondi petroliferi della Russia e del Kazakistan, così come uno dei fondi amministrati dalla KIA. In vari paesi la tendenza è a differenziare gli SWFs in un fondo di stabilizzazione e in un veicolo d'investimento più aggressivo.*
- *Fondi di risparmio – che servono a distribuire la ricchezza di un paese tra varie generazioni. In pratica non è semplice capire cosa li differenzi dai fondi basati su risorse menzionati in precedenza: un dettame tradizionale della teoria economica è che quando le risorse sono limitate, una parte importante dei proventi provenienti dal loro sfruttamento va investito per equilibrare consumo e benessere nazionale tra la generazione presente e quelle future.*
- *Fondi d'investimento delle riserve – creati per ridurre il costo opportunità di mantenere immobilizzate riserve in valuta in eccesso e/o per cercare di massimizzare il rendimento degli investimenti. Anche se a prima vista essi appaiono identici ai fondi basati sulle valute estere di cui sopra, e indubbiamente alcuni dei principali SWFs in Asia orientale rientrano in questa categoria, anche le esportazioni petrolifere sono una fonte di riserve e parecchi tra i fondi dei paesi arabi assomigliano a fondi d'investimento delle riserve piuttosto che a fondi di risparmio.*

## **2. Cosa fanno?**

*Dati i loro molteplici e diversi obiettivi, non stupisce che i fondi sovrani abbiano orizzonti d'investimento di lungo periodo. Il processo di reinvestimento di avanzi fiscali, molti dei quali una tantum, e di attivi della bilancia dei pagamenti cerca di conservare il potere di acquisto e di distribuire lungo il ciclo di vita della generazione oggi economicamente attiva la ricchezza così accumulata. Gli SWFs tendono così ad avere orizzonti temporali non dissimili da quelli dei fondi pensione. Gli SWFs basati su risorse naturali hanno, tendenzialmente, un orizzonte temporale ancora più lungo. Dal momento che le riserve petrolifere sono limitate, i fondi sovrani dei paesi*

---

<sup>3</sup> Andrea Goldstein e Pavidia Pananond (2008), "Singapore Inc. Goes Shopping Abroad: Profits and Pitfalls", *Journal of Contemporary Asia*, 38(3): 417-438.

esportatori di petrolio tengono presente, nelle loro strategie d'investimento, il benessere delle generazioni future, allungando ulteriormente il proprio orizzonte temporale ed entrando così nel gruppo degli investitori con strategie di lunghissimo periodo.

Da ciò deriva la naturale avversione dei fondi sovrani a strategie che, in cambio di guadagni di breve termine, possano mettere a rischio la solidità di lungo periodo dei loro investimenti. Questo non significa, tuttavia, che gli SWFs siano totalmente avversi al rischio, ma che il loro profilo di rischio tiene in considerazione il trade-off tra rischio e guadagni di lungo periodo. Il confronto tra SWFs e, per esempio, fondi di private equity evidenzia numerose similarità in termini di profilo di rischio e di strategie d'investimento che ne derivano. Tuttavia, se si trascurano le differenze tra gli orizzonti temporali, tale confronto non riesce a cogliere le fondamentali differenze tra questi due gruppi di investitori. Detto questo, il fatto che gli SWFs investano sul lungo periodo non significa che siano investitori passivi. In molti casi essi preservano e aumentano nel tempo i loro rendimenti di lungo periodo svolgendo un ruolo attivo nelle aziende in cui investono, accanto al management e, in alcuni casi, come amministratori.

Per parecchi governi le cui strategie di investimento, in parte determinate dalla larghissima accumulazione di riserve valutarie, non possono limitarsi ad investimenti obbligazionari a bassi rendimenti, gli SWFs sono senza dubbio diventati lo strumento preferito. Le loro strategie di investimento hanno in comune la preferenza per strumenti dai rendimenti medio-alti, ma variano considerevolmente da fondo a fondo in termini di scelte di portafoglio e stile di gestione. In alcuni casi il fondo sovrano può acquisire una quota limitata in un'azienda e tale limite è normalmente stabilito dal governo o, come nel caso del fondo norvegese, dal Parlamento. Per esempio, per il fondo norvegese il limite all'acquisizione di quote societarie è del 5 per cento. Tale norma di fatto limita il ruolo del fondo a investitore di portafoglio, vale a dire senza alcuna influenza sulla gestione dell'azienda. Altre norme limitano gli investimenti del fondo per area geografica o impongono investimenti in obbligazioni con un credit rating superiore ad un determinato valore minimo. In altri casi, come per esempio il fondo russo di stabilizzazione (Russian Stabilisation Fund), gli SWFs sono limitati nell'ammontare di investimenti in divisa.

Un numero relativamente limitato di SWFs è coinvolto nell'acquisizione di quote di maggioranza in società quotate. Un esempio è Temasek di Singapore, che peraltro in seguito alle reazioni suscitate dall'acquisizione di società "strategiche" in paesi limitrofi – in particolare in Thailandia<sup>4</sup> – sembra comunque essersi riorientato verso investimenti di minoranza. Anche alcuni fondi della regione del Golfo Persico seguono strategie attive di acquisizione. Un esempio spesso citato è quello del Qatar Investment Authority i cui investimenti nella catena britannica di supermercati Sainsbury e in un paio di mercati azionari in Europa sono stati oggetto di un animato dibattito nel 2007.

Stime dei cespiti gestiti dagli SWFs nella seconda metà del 2007 oscillano tra 2100 e 2500 miliardi di dollari.<sup>5</sup> Tali stime sono assai incerte, sia per la mancanza di informazioni precise sia per la mancanza di una definizione generalmente condivisa

<sup>4</sup> A tale proposito si rimanda ad Andrea Goldstein e Pavid Pananond (2008).

<sup>5</sup> Si vedano Stephen Jen (2007), Tracking the Tectonic Shift in Foreign Reserves and SWFs, Briefing Note, Morgan Stanley Global Research e Gerard Lyons (2007), State Capitalism: The rise of sovereign wealth funds, Standard Chartered Global Research.

e utilizzata di fondi sovrani. Per esempio stime basate su una definizione più ampia di fondi sovrani valutano il totale dei cespiti da essi gestiti a oltre 3000 miliardi di dollari.

Sette fondi concentrano la maggioranza dei cespiti, per un totale di 1800 miliardi di dollari (Tavola 1). Quattro dei principali sette fondi sono alimentati dai ricavi delle esportazioni di prodotti energetici. Questo spiega la forte crescita negli ultimi anni, sulla scia degli alti prezzi del petrolio, di ADIA – il fondo di Abu Dhabi –, del fondo norvegese Global Pension Fund, della KIA e del fondo russo di stabilizzazione. Altri due, GIC and Temasek, reinvestono le riserve valutarie per conto del governo di Singapore. Temasek ha anche la funzione di holding per investimenti in aziende locali. Il fondo CIC, la cui fonte di finanziamento sono le riserve valutarie della banca centrale cinese, è coinvolto nella ristrutturazione del settore bancario nazionale e allo stesso tempo attivo nell'acquisizione di partecipazioni in aziende straniere.

Tavola 1

Paese	Nome	Fonte	Patrimonio in miliardi di dollari (2007)	Tipologia
Emirati Arabi Uniti (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Commodity	875	SIC
Norvegia	Pension Fund Global	Commodity	380	SWF
Singapore	Government Investment Corporation (GIC)	Divise	330	SIC
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	Commodity	250	SIC
Cina	China Investment Corporation (CIC)	Divise	200	
Russia	Stabilisation Fund	Commodity	157	SWF
Singapore	Temasek Holdings	Fiscale	159	SIC
Qatar	Qatar Investment Authority	Commodity	60	SIC
Algeria	Revenue Regulation Fund	Commodity	43	SWF
Stati Uniti	Alaska Permanent Fund	Commodity	40	SWF
Libia	Libyan Investment Authority	Commodity	50	
Brunei	Brunei Investment Authority	Commodity	30	
Malesia	Khazanah Nasional Berhad	Divise/Fiscale	26	SIC
Corea	Korea Investment Corporation	Divise	20	SIC
Venezuela	National Development Fund	Commodity	18	

Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute <http://www.swfinstitute.org/index.php>

Un aspetto interessante è il costante aumento nel numero degli SWFs, oltre che nel volume di risorse da essi gestito. Per esempio nei primi mesi del 2008 le autorità brasiliane e islandesi hanno annunciato l'intenzione di destinare almeno una parte delle riserve in valuta a nuovi veicoli di questo genere, mentre a fine aprile l'Arabia Saudita ha proceduto alla costituzione di un SWF con una dotazione di 20 miliardi di riyals (5,3 miliardi di dollari), gestito da una nuova entità del Public Investment Fund, un gruppo controllato dal Ministero delle Finanze. Tra i grandi paesi dell'Ocse, il Giappone è l'unico in grado di creare un fondo sovrano sulla base delle riserve valutarie che ammontano a circa mille miliardi di dollari – e fonti non ufficiali segnalano l'intenzione di Tokyo di muoversi in questo senso. E laddove un SWF non esiste, e non esisterà mai, come in Francia e in Italia, è diventato di uso comune per i media designare istituzioni come la Caisse des Dépôts et Consignation e Cassa Depositi e Prestiti, rispettivamente, come dei fondi sovrani.

Negli ultimi due anni sono state molteplici le occasioni in cui gli SWFs hanno attratto l'attenzione internazionale. Ci soffermeremo nella prossima sezione sugli investimenti dei fondi cinesi e russi, per la valenza politica che è loro spesso associa-

ta. Di altra natura sono gli investimenti nel settore finanziario, per due ordini di motivi, separati ancorché non sempre interamente distinguibili.

È noto come la crisi dei mutui sub-prime abbia provocato ingenti perdite per le banche occidentali, obbligandole a richiedere risorse esterne per la ricapitalizzazione. Gli SWFs hanno giocato un ruolo molto importante in questo frangente, come mostra la Tavola 2. A novembre 2007 ADIA ha sottoscritto un'emissione di convertible equity per 7,5 miliardi di dollari del Citigroup, diventando così il maggior potenziale azionista individuale con una partecipazione pari a quasi il 5 per cento del capitale della banca americana. Il mese successivo è venuto il turno dell'UBS, di cui il GIC di Singapore ha sottoscritto l'aumento di capitale, portando la propria quota nella banca elvetica a quasi il 10 per cento. Il CIC ha comprato obbligazioni convertibili per 5 miliardi di dollari in Morgan Stanley, potenzialmente pari al 9,9 per cento del capitale. La stessa banca americana ha poi beneficiato a gennaio del sostegno della KIA (4 miliardi di dollari) e della Korean Investment Corporation (2,6 miliardi). Nello stesso mese GIC, KIA e altri investitori hanno concorso alla ricapitalizzazione del Citigroup, per un esborso totale di 14,5 miliardi di dollari.

In altri casi gli investimenti sembrano piuttosto essere interventi strategici per strutturare la diversificazione economica, dei paesi del Golfo e non solo. Per esempio, l'acquisto di partecipazioni rilevanti nell'OMX Nordic Exchange e nel London Stock Exchange da parte della Qatar Investment Authority serve a rafforzare la posizione dell'Emirato nella lotta con Dubai per la supremazia regionale tra mercati finanziari. In dicembre 2007 Temasek ha acquistato una quota pari al 5,7 per cento di Merrill Lynch, e probabilmente ha concluso anche un accordo per aumentare ulteriormente la propria partecipazione in futuro, in modo da rafforzare il ruolo di Singapore come principale piazza finanziaria dell'Asia emergente.

Tavola 2

Date	Istituzione	Apporto (miliardi \$)	Investitore/i	Quota (effettiva o potenziale)	Osservazioni
Gennaio 2008	Citigroup	6.8	GIC	3,7%	Titoli preferenziali con un dividendo del 7%, convertibili in azioni Citigroup con premio del 20%.
		7.7	KIA; Alwaleed bin Talal; Capital Research; Capital World; Sandy Weill; altri investor	4,1%	
	Merrill Lynch	6.6	Korean Investment Corp.; KIA; Mizuho Financial	10-11%	
Dicembre 2007	UBS <sup>1</sup>	9.7	GIC	9,9%	
	Merrill Lynch	4.4	Temasek Holdings	9,4%	
	Morgan Stanley	5.0	CIC	9,9%	Convertibili obbligatorie con un dividendo del 9%.
	Standard Chartered	0.4	Temasek Holdings	5%	In aggiunta ad una precedente quota azionaria del 13%
Novembre 2007	Citigroup	7.5	ADIA	4,9%	Titoli preferenziali con un dividendo del 7%, convertibili in azioni Citigroup al prezzo di mercato.
Luglio 2007	Barclays	2.0	Temasek Holdings	2,1%	Operazione conclusa in occasione della disputa per il controllo di ABN Amro. <sup>2</sup>

<sup>1</sup> UBS ha poi raccolto 1,8 miliardi di dollari da un non identificato investitore mediorientale.

<sup>2</sup> Barclays ha raccolto 3 miliardi di dollari dalla banca pubblica China Development Bank.

*Il principale punto interrogativo a proposito del ruolo dei fondi sovrani nell'economia e nella finanza mondiale riguarda il tasso di crescita nei prossimi anni dei loro cespiti. Se essi sono ancora modesti rispetto ad altri veicoli di investimento, si pensa<sup>6</sup> che tra dieci anni il totale dei cespiti gestiti dagli SWFs potrebbe crescere fino a 10-15 trilioni di dollari – una cifra molto elevata da qualsiasi punto di vista la si osservi. In ogni caso, come già segnalato, queste stime risentono di numerose incertezze dato che sono basate sull'ipotesi che gli attuali squilibri delle bilance dei pagamenti persistano quasi indefinitamente, che i prezzi delle materie prime rimangano agli attuali livelli e che gli SWFs non mutino strategia d'investimento. Se si pensa che sono stati necessari vari decenni perché gli SWFs accumulassero cespiti del valore di 2500 miliardi di dollari, la previsione di quadruplicare tali cespiti in meno di dieci anni deve essere presa con cautela. Allo stesso tempo, il crescente interesse mostrato per gli SWFs da paesi che al momento ne sono sprovvisti potrebbe essere un'ulteriore spinta alla crescita di tali fondi.*

<sup>6</sup> Al proposito si rimanda a Stephen Jen (2007).

### 3. Quali rischi?

*L'attivismo degli SWFs e la prospettiva che essi diventino ancora più grandi e potenti sta sollevando preoccupazioni crescenti, sia perché i meccanismi di governance dei fondi sovrani non sembrano soddisfare standard internazionali di trasparenza e responsabilità, sia perché i governi che li controllano sono spesso autoritari.*

*Le dimensioni totali di tali fondi, e soprattutto le potenziali dimensioni future, alimentano il timore che gli SWFs possano essere fonte di instabilità finanziaria. Questo non è sicuramente dovuto all'impatto che una diversificazione più marcata del portafoglio dei fondi sovrani potrebbe avere sul valore del dollaro e sull'andamento del mercato obbligazionario. Dato che la maggioranza di tali portafogli sono in dollari o in titoli denominati in dollari, qualsiasi diversificazione dovrebbe prudentemente mantenersi sui margini o su nuovi flussi per evitare un deprezzamento improvviso del dollaro che si tradurrebbe in una perdita, soprattutto, per tali fondi. Si tratta chiaramente di un difficile equilibrismo che implica l'accurata gestione delle aspettative e la comprensione delle logiche di azione collettiva. Poiché il comportamento di ciascun investitore ha conseguenze per tutti gli altri, qualsiasi decisione degli SWFs che abbia un impatto significativo sulla composizione dei loro portafogli – per esempio una riduzione delle riserve in dollari – potrebbe creare panico e innescare una serie di perdite in conto capitale. Tutti gli investitori cercherebbero infatti di liberarsi dei dollari per evitare di ritrovarsi con un portafoglio svalutato. Alcuni speculatori potrebbero anche cercare di provocare una reazione del mercato. Ovviamente una certa dose di volatilità è fisiologica e inevitabile, specialmente nei mercati valutari e obbligazionari in cui i fondi sovrani sono fortemente esposti al dollaro e a investimenti denominati in dollari – una situazione che è quasi un invito per gli operatori finanziari ad indovinare se e come i portafogli dei fondi potrebbero essere diversificati. È tuttavia importante evitare di generare panico che a sua volta potrebbe scatenare una crisi finanziaria di ampie proporzioni.*

*Ugualmente importanti sono le implicazioni politiche del cambiamento della strategia e del baricentro degli investimenti dei fondi sovrani da valute e obbligazioni ad investimenti azionari. Questo è particolarmente rilevante nel caso della Cina, anche se non si tratta dell'unico caso. I flussi di capitali di provenienza cinese, oltre a ridurre la pressione sul sistema bancario cinese e diminuire l'esposizione della banca centrale al mercato delle obbligazioni governative americane, contribuiscono a rafforzare il ruolo geo-politico della Cina attraverso legami produttivi, commerciali e finanziari.*

*Dati recenti su investimenti diretti (FDI) e fusioni e acquisizioni lasciano ben pochi dubbi sulle aspirazioni e ambizioni future di Pechino. La maggior parte degli investimenti dei fondi sovrani sono stati incanalati nel resto dell'Asia, in paesi come il Pakistan, la Malesia e Singapore, così da minimizzare attriti culturali e ostilità. Sono però gli investimenti in Europa e negli Stati Uniti ad essere politicamente delicati e ad avere già attirato reazioni ostili nonostante il loro numero relativamente limitato. L'interesse della Cina ad acquisire imprese strategiche in paesi sviluppati venne alla ribalta nel 2004 in occasione del takeover di IBM PC da parte di Lenovo e poi nel 2005 quando la China National Offshore Oil Corporation propose di rilevare Unocal – acquisizione che non andò a buon fine a causa dell'opposizione politica che sollevò negli Stati Uniti. Nel maggio 2007 il CIC annunciò l'investimento di 3 miliardi di dollari per acquisire il 9,9 per cento del Blackstone Group (il fondo sovrano di Pechino acconsentì a non esercitare i propri diritti di voto per quattro anni). A questo seguì, alcuni mesi dopo, l'investimento da 2,2 miliardi di dollari da parte della China Development Bank nella Barclays Bank. I termini di questo investimento sono*

*interessanti in quanto includono la presenza di un rappresentante della banca cinese nel consiglio di amministrazione di Barclays – dimostrando che per gli investitori cinesi prendere parte ai processi decisionali di aziende straniere nelle quali hanno un interesse strategico è altrettanto importante che fornire un contributo puramente finanziario. Questo potrebbe segnare l’inizio di una tendenza destinata a creare preoccupazione e fomentare sentimenti protezionistici in Europa e negli Stati Uniti.*<sup>7</sup>

*A parte il Regno Unito, che almeno sinora ha mostrato un atteggiamento relativamente aperto nei confronti degli investimenti stranieri, altre economie sviluppate mostrano una crescente inclinazione a proteggere le loro aziende strategiche da possibili scalate da parte di investitori stranieri. Investimenti controllati da governi stranieri come quelli dei fondi sovrani destano infatti preoccupazioni perché non sempre sono chiari gli obiettivi degli investitori e i motivi che ne guidano le azioni – considerazioni di tipo commerciale o motivi politici e obiettivi di politica estera? Inoltre crea apprensione il potenziale coinvolgimento di governi stranieri in settori strategici come quello della difesa – il fatto che, per esempio, gli investimenti potrebbero rappresentare un canale di accesso a tecnologie di impiego sia civile che militare da parte del governo investitore straniero, o uno strumento tramite il quale impedire l’uso di tecnologie indispensabili alla difesa nazionale del paese ricevente l’investimento, o un modo per aiutare l’intelligence di un paese straniero ostile al paese ricevente. Infine, c’è preoccupazione per l’interesse che i fondi sovrani vanno mostrando per aziende minerarie e petrolifere nei paesi emergenti (comprese quelle che sono quotate nei mercati occidentali ma hanno tutti i propri cespiti e riserve in Africa e altrove).*<sup>8</sup>

#### **4. Quali soluzioni?**

*L’intero dibattito sui fondi sovrani soffre di un vizio di fondo – l’assenza di dati solidi su cui basare un’analisi tecnica per confermare o meno i problemi elencati nei paragrafi precedenti. Di fronte a questo inconveniente, invero abbastanza fondamentale, la prima alternativa è semplicemente credere alle dichiarazioni fatte con crescente frequenza dai dirigenti dei principali SWFs. Il capo della KIA ha sostenuto che “i fondi sovrani non sono speculativi, sono stabili e disciplinati”, mentre il chief risk officer del CIC lo ha descritto come “uno dei fondi più trasparenti al mondo”.<sup>9</sup>*

*Una linea di difesa è quella assunta da Norges Bank Investment Management (NBIM), che è responsabile per gli investimenti internazionali del Norwegian Government Pension Fund – Global. Knut Kjaer, che è stato a capo del NBIM dalla sua creazione nel 1997 fino a gennaio di quest’anno, ha scritto sul Financial Times che “regole specifiche per gli SWFs sarebbero un passo nella direzione sbagliata. Ciò che andrebbe fatto è invece discutere quali condizioni siano necessarie per garantire una gestione professionale di cespiti finanziari di proprietà pubblica. La libera circolazione dei capitali contribuisce all’efficiente allocazione del rischio e delle risorse.*

---

<sup>7</sup> Dopo il tracollo azionario subito dal titolo Blackstone, il CIC è stato peraltro criticato in Cina (“Profits Don’t Come Easy”, Beijing Review, 30 Aprile 2008).

<sup>8</sup> In ogni caso non è facile distinguere tra investimenti in termini di paesi sviluppati e paesi emergenti. Per esempio, quando società petrolifere cinesi investono in Africa, normalmente non si assumono il compito e la responsabilità di operare i giacimenti, ma si rivolgono ad aziende occidentali.

<sup>9</sup> Rispettivamente “Fund’s chief focuses on long-term opportunities”, Financial Times, 2 Gennaio 2008 e “Senior executive defends CIC as ‘transparent’”, Financial Times, 3 Aprile 2008.

*La regolamentazione dei SWFs rischia di generare inefficienza, limitando le potenzialità delle forze di mercato in un frangente in cui abbiamo bisogno piuttosto di rafforzare sia il potere sia il professionalismo dei detentori di capitale.”<sup>10</sup> Più in generale, anche osservatori critici come il sottosegretario americano al Tesoro Robert Kimmitt riconoscono che, allorché gli investimenti realizzati dai fondi rispondono a logiche strettamente economiche, i paesi ricettori hanno un chiaro e forte interesse a fornire un quadro normativo “aperto, trasparente e prevedibile”.<sup>11</sup>*

*Scartata quindi l’opportunità di erigere barriere, comprese quelle modulabili in funzione dell’entità dell’investimento, dell’esercizio o meno dei diritti di voto e di discutibili pagelle di democrazia,<sup>12</sup> è necessario valutare quali modalità operative siano utili per instaurare un dialogo duraturo e elaborare un codice di condotta comprendente norme sulla trasparenza e sulla governance. Nello scorso mese di febbraio, in preparazione del Consiglio di primavera, la Commissione Europea ha adottato una comunicazione sui fondi sovrani. Se il fine è accrescerne la trasparenza, la prevedibilità e la responsabilità, la scelta dell’adozione di un approccio comune intende rafforzare la voce dell’Europa nelle discussioni internazionali.*

*Le autorità americane, da parte loro, hanno espresso la propria intenzione di rispettare determinati principi nella regolamentazione degli investimenti dei fondi – equità e trasparenza del quadro normativo, anche per ciò che riguarda la difesa degli interessi di sicurezza nazionale; non discriminazione tra categorie di investitori; rispetto dell’autonomia decisionale di quest’ultimi. All’interno dell’amministrazione, il Tesoro ha svolto un ruolo di leader nell’analisi degli SWFs. Il President’s Working Group on Financial Markets, che riunisce i principali regolatori finanziari americani e altri membri del governo sotto la guida di Henry Paulson, ha iniziato un esame accurato degli SWFs. Il Tesoro ha anche iniziato una discussione regolare e ampia con gli SWFs e altri partecipanti ai mercati per meglio capire le tendenze, monitorare gli investimenti e le acquisizioni da parte di entità legate ad uno stato sovrano e riportare i risultati ad intervalli regolari al Congresso.*

*È però necessario che esercizi di questo tipo, per arrivare a norme migliori, si svolgano su un piano di parità, senza cercare di imporre ai paesi emergenti regole plurilaterali cui i paesi industrializzati sono giunti dopo decenni di esperienze e conoscenza reciproca. In questo senso, e su sollecitazione della comunità internazionale, operano sia il Fondo monetario internazionale, sia l’Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.*

*In collaborazione con i governi proprietari dei fondi, il FMI sta elaborando un codice di condotta, di carattere volontario. A maggio è stato costituito formalmente un International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) che dovrà presentare ad ottobre un insieme di principi che guidino pratiche e obiettivi degli investimenti degli SWFs. L’IWG conta 25 membri<sup>13</sup> ed è presieduto pariteticamente da un rappresentante dell’ADIA e da Jaime Caruana, direttore del Monetary and Capital Markets Department del Fmi ed ex governatore del Banco de España. Queste regole riguarda-*

<sup>10</sup> “Do not regulate sovereign funds, improve them”, Financial Times, 14 Aprile 2008.

<sup>11</sup> “Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy”, Foreign Affairs, Gennaio 2008.

<sup>12</sup> Proposta, quest’ultima, di Francesco Vella in “Una pagella per i Sovrani”, Mondo Economico, 23 Maggio 2008.

<sup>13</sup> Australia, Azerbaijan, Bahrain, Botswana, Canada, Cile, Cina, Corea del Sud, Emirati Arabi Uniti, Guinea Equatoriale, Iran, Irlanda, Kuwait, Libia, Messico, Nuova Zelanda, Norvegia, Qatar, Russia, Singapore, Stati Uniti, Timor Est, Trinidad e Tobago e Vietnam. Arabia Saudita, Banca Mondiale e OCSE partecipano come osservatori permanenti.

no diversi aspetti, come le relazioni tra i fondi e i governi che ne detengono la proprietà, la natura e qualità delle relazioni con gli stakeholders e l'equità delle regole cui i fondi sono soggetti rispetto a quelle che vengono applicate ad altri investitori. L'IWG offrirà agli SWFs l'opportunità per dare e ricevere feedback e cercherà di migliorare la conoscenza mutua tra i suoi membri ed altre parti interessate.

Per quanto attiene alle attività degli SWFs stessi, il primo e fondamentale impegno non può che essere quello di impegnarsi ad applicare criteri commerciali, e non politici, di allocazione e investimento. Il passo successivo sta nel divulgare le informazioni necessarie per rassicurare mercati finanziari e controparte dal punto di vista delle pratiche operative, della liquidità e della solvibilità. Come osserva Kimmitt, "malgrado siano investitori con ragionevole leverage e, in teoria, con un orizzonte di lungo periodo, ai fondi possono corrispondere posizioni significative, concentrate ed opache che di conseguenza possono causare preoccupazioni di rischio sistemico". In questo contesto l'Ocse può mettere a disposizione la sua esperienza con le Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, e in particolare le clausole che separano le funzioni regolatorie e di proprietà svolte dal governo e garantiscono la disclosure degli impegni straordinari assunti dalle imprese pubbliche.

L'Ocse sta dal canto suo individuando le migliori pratiche per i paesi destinatari, nel rispetto di principi fondamentali quale l'impegno a migliorare il clima per gli investimenti, la proporzionalità tra gli obiettivi ricercati e gli strumenti utilizzati e la trasparenza nella loro applicazione. Questi principi già sono alla base del recente accordo concluso tra il Tesoro americano e le autorità di Abu Dhabi e Singapore, che contiene anche impegni da parte di queste ultime ad investire solo sulla base di motivazioni commerciali (e non geopolitiche), a divulgare maggiori informazioni finanziarie (in particolare sulla asset allocation, i benchmarks e i rendimenti realizzati) e a rafforzare le strutture di governance, i controlli interni e i sistemi di gestione del rischio. È importante sottolineare come questi principi si applicano insieme a strumenti normativi dell'Ocse che riconoscono ai paesi il diritto di adottare azioni per proteggere la sicurezza nazionale.

In compenso, utilizzare il principio di reciprocità per ottenere concessioni da paesi che mantengono barriere agli investimenti non appare granché utile, visto che tale minaccia rischia di danneggiare in primo luogo il paese recettore, che si ritroverebbe privato dei benefici degli investimenti altrui. Detto questo, è chiaro che uno sforzo da parte dei paesi di origine dei fondi, nel senso di una maggiore apertura, renderebbero politicamente meno scabrosa la discussione sulla liberalizzazione dei mercati. Lo stesso dicasi per la maggiore trasparenza. I fondi sovrani sono attualmente non regolamentati e non sono soggetti ad alcun obbligo di rivelare le loro strategie di investimento o le dimensioni o la composizione dei loro portafogli. Tale mancanza di trasparenza accresce le preoccupazioni che i fondi sovrani possano essere usati per scopi politici. Chiari obiettivi d'investimento, informazione puntuale ed accurata, gestione efficace delle aspettative e maggior assunzione di responsabilità dovrebbero rendere maggiormente accettabili acquisizioni altrimenti controverse dal punto di vista politico. Ugualmente utile sarebbe se i fondi sovrani operassero come persone giuridiche – società per azioni o a responsabilità limitata – in modo totalmente indipendente dal governo del paese di origine.<sup>14</sup> In altre parole, si tratterebbe di assumere una forma giuridica simile a quella dei fondi pensione allo scopo di placare le ansie suscitate dall'acquisizione da parte di un governo straniero di quote in società in

---

<sup>14</sup> Si veda Paola Subacchi (2007).

paesi terzi. La decisione della Cina di creare SFEIC al di fuori del perimetro della Banca centrale è stato un primo passo nella giusta direzione. Tuttavia, anche se è probabile che SFEIC affidi in subappalto una larga porzione dei suoi cespiti a gestori esterni, il suo consiglio di amministrazione rimane formato da funzionari governativi subordinati al Consiglio di Stato.

Va infine menzionato il dibattito sulle somiglianze e le differenze tra hedge funds e fondi sovrani, occorre anche considerare che se la trasparenza è importante in entrambi i casi, ciascuno richiede un approccio diverso. A differenza degli SWFs, gli hedge funds sono entità tendenzialmente circoscritte al settore privato. L'accesso a informazioni sulla struttura e sugli investimenti di ciascun fondo è importante per rafforzare la disciplina di mercato e di conseguenza per mitigare rischi sistemici. Nel caso degli hedge funds, la trasparenza riguarda principalmente il rapporto tra i fondi e i loro investitori, tra i fondi, le loro controparti e i creditori, e tra controparti, creditori e regolatori. Queste questioni sono state affrontate attraverso lo sviluppo di un codice volontario di best practice da parte di gruppi del settore privato sia negli Stati Uniti sia in Europa. Tale codice di disciplina di mercato, tuttavia, non si applica agli SWFs. Questi ultimi sono entità circoscritte al settore pubblico che gestiscono fondi pubblici e per i quali la massimizzazione del profitto non è l'obiettivo principale. Dal momento che i fondi sovrani rispondono a cittadini e governo, le loro controparti possono decidere di non esercitare la disciplina di mercato, limitando l'esposizione o imponendo termini finanziari più rigorosi perché si aspettano una garanzia sovrana a garanzia dell'intero pagamento. L'accesso a informazioni rilevanti è quindi necessario per mitigare rischi sistemici.

## 5. Per concludere

Non c'è dubbio che l'irruzione degli SWFs sulla scena internazionale rappresenti un cambio fondamentale e strutturale per il sistema finanziario internazionale. Avviene in un momento particolare, in cui l'ottimismo sulle "sorti magnifiche e progressive" della globalizzazione sembra lasciar spazio a un grande scetticismo sulle capacità del "secol superbo e sciocco" a creare benessere per tutti. E assume forme come il controllo pubblico che attizzano paure reali.<sup>15</sup>

Di fronte ad una situazione così complessa, coloro per cui ogni forma di regolamentazione va considerata alla stregua di un'offesa all'efficienza dei mercati suggeriscono un approccio di *laissez faire*. È vero che a volte utilizzare il concetto di regole della globalizzazione rischia di solleticare gli appetiti più protezionistici. Ma non intervenire rischia di disorientare l'opinione pubblica e offrire il destro a politici populistici e protezionisti. Oltretutto, intervenire non vuol dire necessariamente creare nuove regole – come sottolineato dal Segretario Generale dell'Ocse, sarebbe sufficiente applicare quelle esistenti. Questi principi si basano sull'accettazione del fatto che gli SWFs possano accumulare investimenti. Tuttavia le politiche macroeconomiche che permettono agli SWFs tale accumulazione dovrebbero essere costantemente monitorate per verificare se anch'esse rimangono valide sia per i paesi con SWFs sia per il sistema finanziario internazionale.

<sup>15</sup> Si vedano in particolare due articoli di Lawrence Summers sul Financial Times, "Sovereign funds shake the logic of capitalism" (30 Luglio 2007) e "America needs to make a new case for trade" (27 Aprile 2008)".

*Roma non fu costruita in un giorno e sarebbe ingenuo credere che un sistema di regole internazionali costruito nella seconda metà del XX secolo da, e per, i paesi del Nord possa improvvisamente e rapidamente adeguarsi ad una nuova realtà in cui l'asse del potere economico e politico si muove, sia pure lentamente, verso Sud.<sup>16</sup> Gli stessi paesi che gestiscono i fondi sovrani sono reticenti a discutere misure che possano erodere la propria (per l'appunto) sovranità – anche se non potranno che riconoscere il proprio interesse a salvaguardare l'apertura dei mercati internazionali e la stabilità di quelli finanziari in particolare.*

*Un sistema di regole per i fondi sovrani non potrà che essere implementato tramite consenso e quindi dovrà rappresentare un “ragionevole compromesso” fra le diverse parti in causa. Per arrivare a questo, è però necessario che ciascuno sappia definire con chiarezza i propri interessi nazionali, sui quali è possibile negoziare solo in cambio di identici sacrifici della controparte. È fondamentale che l'Italia, sia pur nel necessario rispetto dell'architettura europea, prosegua nell'identificazione di tali priorità.<sup>17</sup>*

---

<sup>16</sup> Paola Subacchi (2008), “New power centres and new power brokers: are they shaping a new economic order?,” *International Affairs*, Vol. 84, No. 3, pp. 485–498.

<sup>17</sup> Un primo e significativo passo in questo senso è stato il Rapporto 2020. Le scelte di politica estera che il Ministero degli Affari Esteri ha pubblicato ad inizio 2008.