

# **I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare?**

## **Opportunità e problemi (\*)**

*A. Roselli \**

*G. Mazzantini \**

**SOMMARIO:** Premessa – 1. Aspetti generali – 2. L’avanzo dei paesi petroliferi ed emergenti e come esso è investito – 3. Fattori di interesse dei fondi sovrani per gli investimenti di partecipazione – 4. Impatto dei fondi sovrani sui mercati finanziari. Aspetti di concorrenza sui mercati reali – 5. Trasparenza e *governance* dei fondi sovrani – 6. Le implicazioni politiche – 7. Le esperienze di regolazione nazionali – 7.1 La Germania – 7.2 La Francia – 7.3 L’Italia – 7.4 Gli Stati Uniti – 8. I codici di condotta internazionali – 8.1 Il Fondo Monetario Internazionale – 8.2 L’OCSE – 8.3 La Commissione europea – 9. Sintesi e conclusioni

### **Premessa**

Nel 2008, un rapporto di un istituto di ricerca individuava in quattro ‘*power brokers*’ le principali forze che condizionavano, con peso crescente, i mercati finanziari internazionali: gli investitori “sovrani” dell’Asia, i ‘petrodollari’, gli *hedge funds*, i *private equity funds*<sup>1</sup>. Peraltro, interrogativi sulla loro consistenza e crescita potenziale sono stati recentemente sollevati nella corrente turbolenza finanziaria, aggravatasi dall’autunno del 2008, in particolare alla luce della difficoltà di ottenere credito, della caduta dei corsi azionari e delle forti spinte recessive. I fondi *hedge* e di *private equity*, i primi colpiti da ingenti richieste di riscatti e i secondi dall’inaridimento

---

\* *Cass Business School, Londra*

\* *Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Roma*

(\*) Il lavoro è frutto del lavoro congiunto degli autori. Ciononostante, i paragrafi 1-6 sono di A. Roselli, mentre i paragrafi 7-8 sono di G. Mazzantini; le conclusioni sono il frutto di una riflessione comune. Le opinioni espresse nel presente testo non vincolano in nessun modo le istituzioni di appartenenza dei due autori.

<sup>1</sup> McKinsey Global Institute (2008a)

del credito che drasticamente riduce l'attività di *leveraged buy-outs*, hanno molto risentito della mutata situazione. I fondi sovrani (*sovereign wealth funds* - SWFs) – di origine 'petrolifera' o comunque generati da forti avanzi di bilancia dei pagamenti – sembrano meno risentire di questa crisi, sia per la scarsa rilevanza, o l'assenza, di *leverage*, sia per l'orizzonte temporale lungo dei loro investimenti, sia per la libertà dalla pressione dei riscatti, sia infine perché essi traggono alimento da cospicui avanzi commerciali, che sono probabilmente destinati a permanere. Vi è ormai un andamento divergente fra fondi di *private equity* e fondi hedge da un lato, e fondi sovrani dall'altro: i primi sono in una sorta di stallo – ora anche "minacciati" da più stringenti normative in discussione sia negli Stati Uniti sia nell'Unione Europea - , mentre i secondi sembrano in posizione più robusta per restare importanti presenze nei mercati dei capitali, nell'economia reale e nella scena politica internazionale. Tuttavia, incertezze sull'andamento dell'economia globale, sulle condizioni monetarie e sui tassi di cambio mantengono condizioni estremamente volatili sui mercati, sicché stime diverse sono formulate sulla consistenza e dinamica dei *power brokers* negli anni a venire. Quanto ai fondi sovrani, il decresciuto valore dei loro investimenti sembra almeno parzialmente compensato da nuovi afflussi di capitale dovuti al permanere degli avanzi commerciali dei loro paesi. Tendono anche a cambiare le reazioni degli Stati che ne ricevono gli investimenti: dalla preoccupazione della loro invadenza a quella della interruzione o riduzione dei loro investimenti nella attuale fase di crisi, mentre diversi fondi sovrani spostano le loro strategie dall'investimento nei paesi avanzati, in particolare nei loro istituti finanziari, verso il proprio paese d'origine o altri della stessa area geografica.

La presente nota si articola come segue: si tenta anzitutto di definirne le caratteristiche istituzionali e operative, anche nella loro distinzione dalle riserve ufficiali degli Stati d'appartenenza (paragrafo 1). Vengono poi considerate la consistenza degli avanzi dei paesi petroliferi ed emergenti, e la direzione dei loro investimenti, particolarmente attraverso i fondi sovrani (paragrafi 2 e 3). Ci si sofferma poi sull'impatto degli investimenti sui mercati finanziari (paragrafo 4), sui problemi di governo societario che essi sollevano (paragrafo 5), sulle implicazioni in senso lato politiche del loro operato (paragrafo 6). I paragrafi successivi trattano delle principali reazioni, a livello normativo, di singoli Stati con iniziative legislative (paragrafo 7), e di istituzioni internazionali con elaborazione di codici di condotta o simili (paragrafo 8). Il paragrafo 9 contiene alcune conclusioni.

## **1. Aspetti generali**

Non esiste una definizione precisa e generalmente accettata dei fondi sovrani<sup>2</sup>. Tuttavia, un minimo comune denominatore consiste nel fatto che essi sono entità strumentali (*vehicles*) di investimento, costituite ad hoc da stati sovrani. Tale definizione si precisa menzionando altre caratteristiche che si individuano abitualmente in tali fondi<sup>3</sup>:

- distinzione non solo dallo stato ma anche dalla banca centrale<sup>4</sup>
- denominazione in valute estere, rispetto a quella del paese detentore
- lungo orizzonte temporale dei loro investimenti
- relativamente elevata tolleranza al rischio
- assenza, o relativamente limitata presenza, di passività.

La presenza contemporanea di questi elementi, se restringe l'ambito della definizione, consente di meglio individuare i fondi sovrani rispetto a organismi analoghi.

Se abbastanza lontana ne è l'origine, recente è la forte crescita dei SWFs; il 34% sarebbe stato costituito anteriormente al 1990, il 21% tra il 1991 e il 1999, il 45% fra il 2000 e il 2008<sup>5</sup>. La loro origine e' generalmente ricollegata al determinarsi di forti avanzi dei paesi produttori di petrolio, causati dall'aumento delle sue quotazioni negli anni '70 (secondo una stima, circa il 61% della consistenza dei fondi sovrani sarebbe tuttora *oil or gas-related*.<sup>6</sup>) La non rinnovabilità di questa risorsa, l'incertezza sulla sua quotazione (in effetti, nel decennio successivo si registrò un tracollo delle quotazioni del greggio), l'intento di evitare "colli di bottiglia" una volta che la domanda interna degli stessi produttori avesse preso a salire, furono fattori che li indussero a "trasformare" il reddito corrente proveniente dal petrolio in attività finanziarie che avrebbero possibilmente mantenuto il flusso di reddito anche nel futuro<sup>7</sup>. Si aggiunga che le dimensioni delle economie dei paesi petroliferi erano, e rimangono, troppo modeste per assorbire gli ingenti avanzi con l'estero attraverso importazioni addizionali. La crescita di tali avanzi e' stata tale che gli investimenti

---

<sup>2</sup> Sul punto, Bassan F. (2009).

<sup>3</sup> SWF Institute website ; Jen S. (25.10.07); Gieve J. ( Deputy governor, Bank of England) (2008); Teslik L.H. (2008); Johnson S. ( 2007); White P., Barysch K.(2007); RiskMetrics Group (2008)

<sup>4</sup> Alcuni fondi sono tuttavia parte del Ministero delle finanze o controllati dalla banca centrale: vds Hammer C. et al (2008)

<sup>5</sup> IFSL (2009)

<sup>6</sup> SWF Institute website; Jen S. (14.9.06); Teslik (2008)

<sup>7</sup> Gieve (2008) Il primo SWF, il Kuwait Investment Office, risale al 1953. Esiste un altro curioso caso di fondo sovrano costituito per sfruttare risorse non rinnovabili: nel 1956 il protettorato britannico delle Gilbert Islands (Pacifico centrale), ora indipendente (Kiribati), costituì un SWF, Revenue Equalisation Fund, alimentato dalla vendita di ingenti depositi di guano accumulatisi nei secoli nell'isola. Vds Coleman I.(2008)

“domestici”, anche se fortemente in aumento, costituiscono una quota decrescente degli investimenti complessivi.

In tempi più recenti, agli avanzi dei produttori di petrolio si sono sommati ingenti avanzi di bilancia dei pagamenti in un gruppo di paesi emergenti, prevalentemente asiatici, causati da crescenti esportazioni. Questi paesi hanno spesso fruito anche di afflussi netti di capitale che ne hanno incrementato le disponibilità valutarie.

Quanto alle aree di origine, il 44% dei fondi sarebbe basato nel Medio Oriente, il 35 in Asia, il 17 in Europa (Russia, Norvegia), il 2 in America, il residuo 2% in altre zone<sup>8</sup>.

E' qui opportuno avvertire che esula da questa nota la considerazione del problema macroeconomico sottostante all'investimento di tali avanzi correnti: cioè, la questione dei forti e persistenti squilibri che colpiscono l'economia mondiale, e quindi delle politiche economiche, monetarie e di cambio, idonee a fronteggiare quegli squilibri. I fondi sovrani si ridimensionerebbero se i paesi con ampi avanzi di bilancia dei pagamenti entrassero in una prolungata fase di deficit e/o permettessero un sostanziale apprezzamento delle loro valute<sup>9</sup>.

Il recente, forte rallentamento dell'economia mondiale ha portato sia a un drastico ridimensionamento – non sappiamo quanto intenso e prolungato, ma in parte già riassorbito - del prezzo del petrolio sia a un contenimento degli avanzi correnti delle economie emergenti, ma – come si è sopra accennato e come si vedrà più in dettaglio – ciò non sembra aver influito fortemente sulla consistenza dei SWFs. Nell'attuale fase di crisi, possono disegnarsi due scenari:

- se i saldi dei conti esteri confermeranno la tendenza all'ampliamento del deficit americano e dell'avanzo dei paesi emergenti, la crescita dei fondi sovrani dovrebbe consolidarsi;
- se invece si delinea una riduzione degli sbilanci, soprattutto se la dinamica del commercio mondiale resterà frenata per un lungo periodo, allora la crescita dei fondi sovrani resterà ben al di sotto dei tassi osservati nel recente passato.

In breve, questi fondi appaiono sensibili ai rischi dell'economia mondiale.

Si osserva, in generale, che mentre i paesi asiatici esportatori tendono ad accumulare valuta nelle riserve ufficiali, i paesi petroliferi tendono a preferire lo sviluppo di propri fondi sovrani. I paesi che hanno i fondi sovrani più grandi rispetto alle proprie riserve sono gli Emirati Arabi Uniti (il 13,9%) e il Kuwait (10,9%). Peraltro, mentre l'accumulo e la gestione delle riserve della banca centrale rispondono prevalentemente a scopi di politica monetaria, quei fondi rispondono a obiettivi diversi : protezione contro la volatilità del prezzo dei beni esportati, o stabilizzazione della politica

---

<sup>8</sup>SWF Institute website

<sup>9</sup>Si noti però che un calo del prezzo del petrolio, se abbassa l'avanzo dei paesi produttori, amplia – ceteris paribus - quello dei paesi emergenti, come la Cina, che ne sono importatori

di bilancio, isolandola da oscillazioni derivanti da volatili entrate connesse a *royalties* (*stabilisation funds*), o finanziamento di bisogni di generazioni future, attraverso i sistemi pensionistici pubblici (*savings o intergenerational funds*), o stabilizzazione dei propri sistemi bancari e delle loro economie.

Senza pretesa di una rigida classificazione, si tende a distinguere tra due tipi di fondi sovrani:

- *commodity funds*, generati dall'esportazione di petrolio o altre materie prime effettuata da imprese statali, o anche da imprese private ma fortemente tassate attraverso, ad esempio, *royalties*. La valuta affluisce al fondo direttamente e non ha effetti sull'offerta di moneta nel paese esportatore. Il problema di politica monetaria, della sterilizzazione degli afflussi di valuta estera sull'offerta di moneta allo scopo di prevenire l'inflazione, è risolto senza interventi della banca centrale; di fronte all'avanzo della bilancia dei pagamenti, si pone in modo meno pressante l'alternativa di apprezzamento della propria valuta. Si noti anche che lo stesso Stato può direttamente detenere fondi così generati, senza formalmente costituire un fondo sovrano o un fondo equivalente<sup>10</sup>; in tal caso, il bilancio del fondo sovrano è incorporato in quello statale: un aspetto, questo, rilevante ai fini di trasparenza (vds paragrafo 5);

- *non-commodity funds*, generati da paesi esportatori di manufatti, e realizzati con trasferimento di valuta dalla riserva ufficiale del paese. La valuta è spesso acquisita con interventi della banca centrale sul mercato interno, così accrescendo l'offerta di moneta e potenzialmente creando tensioni sui prezzi. L'alternativa della rivalutazione si pone in modo più diretto. Il mantenimento del tasso di cambio è qui più rilevante, influenzando sulla grandezza degli avanzi correnti, sull'accumulo di riserve e infine sullo sviluppo dei fondi sovrani.

Le attività finanziarie, siano esse allocate presso le riserve ufficiali delle banche centrali, ovvero presso detti fondi ad hoc costituiti, possono essere costituite da *asset classes* diverse, che vanno dai depositi bancari ai prestiti, dai titoli societari - obbligazionari o azionari, e questi ultimi a scopo di controllo o di investimento di portafoglio – ai titoli di Stato. Parimenti, possono avere destinatari diversi, dal sistema bancario a imprese, a stati sovrani, organismi internazionali, paesi in via di sviluppo. Tuttavia, essendo diversi gli scopi finali delle due categorie di investitori (banche centrali e SWFs o fondi equivalenti), i criteri di investimento variano nei due casi. La gestione delle riserve delle banche centrali ha costantemente presenti criteri di sicurezza e di liquidità, e solo in secondo piano considera l'ottimizzazione del profilo *risk/return*. La gestione della quota in eccesso

---

<sup>10</sup> Truman E.M.(2007); RiskMetrics Group (2008); IFSL (2008)

rispetto a tali occorrenze, comunque individuata (vds più oltre) e allocata presso un SWF o ente equivalente, si basa su parametri diversi: gli aspetti di *risk/return* possono essere valutati senza prima considerare obiettivi di gestione monetaria; le attività detenute possono estendersi nel lungo termine ed essere focalizzate su rendimenti più elevati ma più rischiosi almeno nel breve; possono riguardare anche “investimenti alternativi” (come fondi *hedge*) o il settore immobiliare<sup>11</sup>. L’allocazione di questa quota “eccedente” fuori della banca centrale evita anche il rischio “reputazionale” di una banca centrale che gestisca allo stesso tempo riserve *low-risk* e fondi di investimento indirizzati ad attività più rischiose.

Sono tuttavia necessari alcuni caveat che rendono questa distinzione meno netta: da un lato, le banche centrali, specialmente dei paesi emergenti, mostrano crescente interesse per strumenti finanziari meno liquidi ma almeno potenzialmente più redditizi, ad iniziare da titoli azionari anche se non a scopo di controllo<sup>12</sup>; dall’altro, è possibile che gli investimenti degli stessi SWFs si indirizzino anche, o prevalentemente, verso le numerose *asset classes* sopra ricordate, relativamente liquide e comunque diverse dagli investimenti di partecipazione o di controllo.

Il quadro degli investimenti transfrontalieri dei paesi petroliferi/emergenti va completato ricordando che una ampia quota di essi proviene da società e persone fisiche fornite di amplissime risorse, cd *high-net-worth individuals*. Secondo IFSL, circa il 40% degli investimenti transfrontalieri dei paesi petroliferi è effettuato da questa categoria di investitori<sup>13</sup>. Secondo McKinsey, per i paesi petroliferi le attività estere a fine 2008 erano ripartite tra fondi sovrani, soggetti privati e riserve ufficiali, per il 16, il 28 e il 56% rispettivamente.<sup>14</sup>

Quanto alla distribuzione degli *assets* tra riserve e SWFs o fondi assimilabili, e cioè al livello appropriato di riserve che sia ritenuto bastevole a proteggere il paese detentore da crisi di liquidità e che vada dunque gestito secondo gli obiettivi e con i criteri di prudenza sopra delineati, vengono individuati almeno due approssimativi criteri per misurarne l’adeguatezza: il primo si riferisce all’ammontare necessario a coprire le importazioni per un certo periodo (da tre a sei mesi). Il secondo – conosciuto come la *Greenspan-Guidotti rule* – suggerisce che il livello delle riserve dovrebbe essere tale da coprire tutte le scadenze del proprio debito che abbiano luogo nei successivi dodici mesi<sup>15</sup>. Anche utilizzando entrambi i criteri, le riserve internazionali di parecchi di

---

<sup>11</sup> Hildebrand (2007), p. 43

<sup>12</sup> Sull’investimento delle riserve in *asset classes* non tradizionali, come titoli azionari, obbligazioni societarie, strumenti derivati, vds Hildebrand (2007) p.42

<sup>13</sup> IFSL (2008)

<sup>14</sup> McKinsey Global Institute (2009)

<sup>15</sup> Summers L. (2007) pp. 17-18; Jen S. (12.7.07); Hildebrand (2007) p. 34-36. Quest’ultimo aggiunge anche un’altra *rule of thumb*: dato il crescente rischio, particolarmente nei paesi emergenti, di volatilità nei flussi di capitale, causato dalla integrazione internazionale dei mercati dei capitali, occorrerebbe mantenere un certo rapporto tra riserve

quei paesi esportatori appaiono in eccesso rispetto alle potenziali occorrenze di valuta nel breve termine. Vi è dunque un *opportunity cost* dell'investimento delle riserve "in eccesso" in attività finanziarie a basso rendimento. L'ammontare delle riserve "in eccesso" (comunque definite e comunque esso sia stimato) è fattore importante per valutare la crescita potenziale dei fondi sovrani.

Le statistiche sui fondi sovrani sono viziate sia dalla loro incerta definizione, sia dalla non elevata trasparenza che li caratterizza. La tavola 1. riporta i fondi sovrani con oltre 100 mld di dollari di attività, con l'avvertenza che altre fonti possono riportare dati diversi. Secondo notizie recenti, anche India e Thailandia potrebbero costituire propri SWFs<sup>16</sup>.

**Tavola 1**

Paese	denominazione	costituzione	dimensioni *
Emirati Arabi Uniti	ADIA	1976	627
Arabia Saudita	SAMA Foreign Holdings		431
Cina	SAFE		347
Norvegia	Gov. Pension Fund	1990	445
Cina	CIC	2007	289
Singapore	Gov. Singapore	1981	247
Kuwait	KIA	1953	203
Russia	Nat. Welfare Fund	2008	178
Cina	Nat. Social security fund	2000	146
Cina	HKMA Inv.Portfolio	1993	140
Singapore	Temasek	1974	85
* mld di dollari			

Fonte: SWF Institute (2009)

## **2. L'avanzo dei paesi petroliferi ed emergenti e come esso è investito**

Il periodo qui considerato copre gli anni 2003-2008. Esso include la forte ascesa delle quotazioni del greggio e la più rapida discesa nel corso del 2008<sup>17</sup>. Nel periodo l'avanzo delle partite correnti (CA) dei paesi petroliferi ed emergenti non petroliferi è ammontato a 4.045 mld di

---

in valuta e quantità di moneta in circolazione. Tale rapporto è ipotizzato nel 10-12% di M2 in regime di cambi fissi o di fluttuazione controllata, e nel 5-10% in regime di cambi fluttuanti

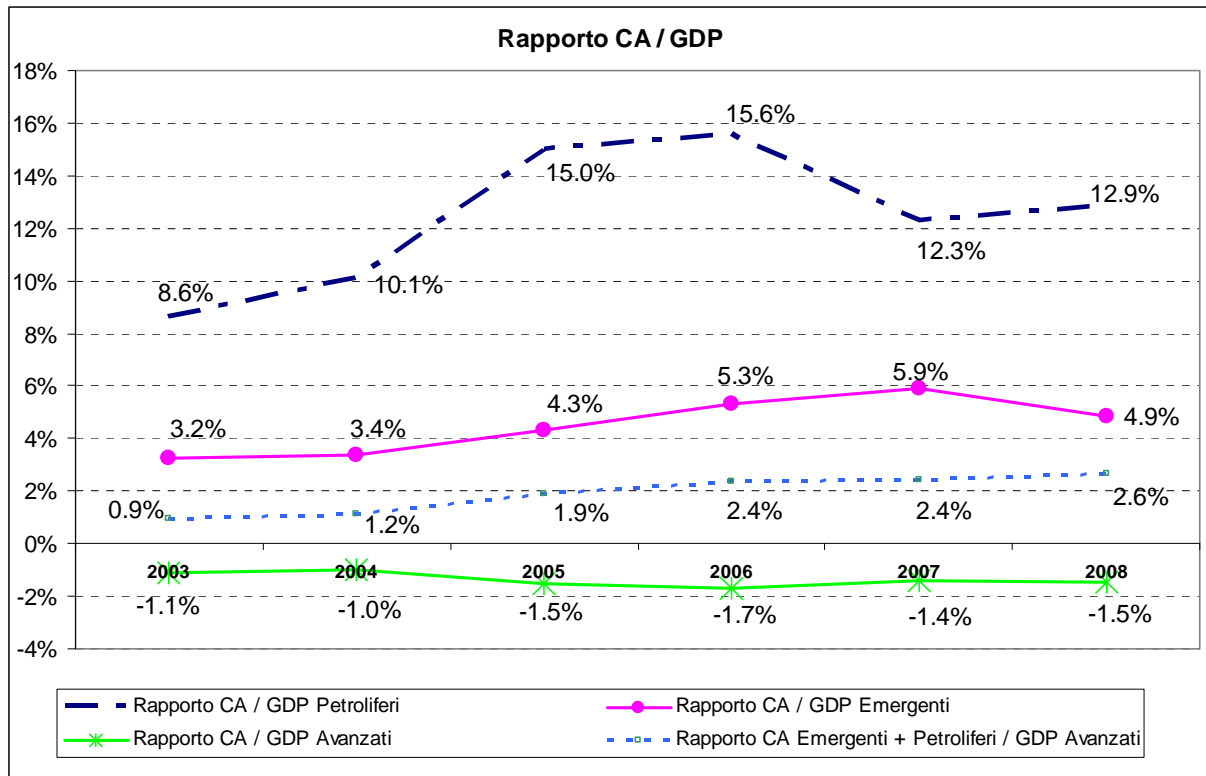
<sup>16</sup> SWF Institute website ; Deutsche Bank Research (2008)

<sup>17</sup> L'intero periodo è caratterizzato da ampie oscillazioni. Il prezzo medio del 2008 (94,03 dollari al barile) e' pari a circa due volte e mezzo quello del 2003 (27,56), ma occorre aggiungere che nel luglio 2008 si registra la punta media mensile massima (128,08), mentre a dicembre la quotazione media (36,75) e' quasi uguale a quella media del 2004 (quotazioni del greggio statunitense).

dollari. La tav. 2 dà conto della dinamica dei loro avanzi, rispetto al loro PIL e al PIL dei paesi avanzati importatori.

Per i paesi petroliferi<sup>18</sup> l'avanzo ha oscillato, secondo gli anni, tra l'8,6 e il 15,6% del loro PIL. Negli anni '70, epoca del primo shock petrolifero, essa si aggirava sull'11% del loro PIL<sup>19</sup>.

**Tavola 2. Rapporti CA/PIL**



Fonte: elaborazioni nostre su dati IMF (2009)

Ma nel periodo recente si aggiunge l'avanzo degli emergenti non petroliferi, che ha oscillato tra il 3,2 e il 5,9% del loro PIL<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> La scelta dei paesi significativi ha elementi di discrezionalità. Nei paesi petroliferi sono inclusi i paesi OPEC, oltre a Norvegia e Russia. Nei paesi emergenti non petroliferi: Brasile, Cina, Corea del Sud, India, Singapore, Taiwan (l'avanzo è prevalentemente cinese; Brasile e India hanno un deficit di parte corrente). I paesi avanzati sono quelli classificati tali dal Fondo Monetario Internazionale, meno Norvegia (inclusa nei paesi petroliferi), e Corea, Singapore e Taiwan, inclusi negli emergenti non petroliferi)

<sup>19</sup> Per gli anni '70, sulla scorta di uno studio della Bank of England (1980), è considerato il periodo 1974-79. I paesi considerati nello studio sono quelli dell'OPEC, oltre a Trinidad e Tobago, Bahrein, Brunei, Oman. I dati dell'avanzo dei paesi petroliferi sono quelli stimati dalla Bank of England, essendo quelli del FMI incompleti. I dati del loro PIL sono di fonte FMI: imfstatistics.org

<sup>20</sup> Questa più bassa percentuale si spiega con le dimensioni relativamente più grandi delle loro economie. La Cina è peraltro, nei due gruppi, il paese col surplus più elevato



Il deficit corrente dei paesi avanzati importatori è stato, nel periodo, tra l'1 e l'1,7% del loro PIL (gli Stati Uniti hanno il deficit più elevato, ma alcuni di essi, come Germania e Giappone, pur essendo importatori dai paesi suddetti, registrano forti avanzi correnti).

Nel complesso, gli avanzi dei due gruppi - petroliferi ed emergenti non petroliferi – oscillano tra lo 0,9% (2003) e il 2,6% (2008) del PIL dei paesi avanzati.

Come sopradetto, nel periodo 2003-08 l'avanzo dei paesi petroliferi/emergenti come sopra definiti è ammontato a 4.045 mld di dollari. Non risulta però possibile stabilire quanta parte di tale importo sia affluita ai fondi sovrani e quali investimenti essi abbiano effettuato. Secondo un'indagine del FMI, tutti i fondi sovrani investono in titoli di Stato, il 70% investe in titoli azionari, il 40% in *private equity* e settore immobiliare, il 30% in *commodities*.<sup>21</sup> Un più recente rapporto privato stima che l'89% dei SWFs investa in titoli azionari, l'87 nel reddito fisso, il 73 nel settore immobiliare, il 51 in infrastrutture, il 49 nel *private equity*, il 38 negli *hedge funds*.<sup>22</sup> Tali cifre tuttavia non sono utili a stimare quanto i fondi sovrani investano nelle singole *asset classes*.

Una visione meno incompleta si ha se ci si limita a un periodo più recente (2007-primi trim 2008), che sono comunque quelli in cui i sovereign wealth funds hanno avuto un straordinario sviluppo (buona parte delle problematiche da essi suscitate provengono proprio dal loro andamento in quest'ultimo periodo). Vengono qui utilizzate tre fonti: FMI, Morgan Stanley, BCE. Al riguardo, l'avanzo del gruppo dei paesi in considerazione è stato complessivamente pari a circa 1.180 mld di dollari<sup>23</sup>. Una valutazione della Morgan Stanley ha assunto un fondo pubblico (il Canadian Pension Fund, che a stretto rigore non è un fondo sovrano, ma è trasparente e dettagliato nei suoi investimenti) come una *proxy* sufficientemente significativa per individuare una sorta di *model portfolio*. Sulla base degli investimenti di quel fondo, viene arguito che gli investimenti di un "tipico" SWF tenderebbero a distribuirsi tra un 25% in reddito fisso, un 45% in titoli di partecipazione, un 30% in "investimenti alternativi" (ivi includendo infrastrutture, *private equity*, crediti al settore immobiliare, materie prime, *hedge funds*)<sup>24</sup>. Secondo uno studio della Banca Centrale Europea, gli investimenti di partecipazione dei SWFs nello stesso periodo sarebbero ammontati a 91,5 mld<sup>25</sup>.

Tenendo conto della stima della BCE (investimenti di partecipazione per 91,5 mld), e della valutazione della Morgan Stanley (secondo cui tali investimenti sarebbero di circa il 45% del totale

---

<sup>21</sup> Hammer C. et al (2008)

<sup>22</sup> Prejin (2009)

<sup>23</sup> imfststatistics.org

<sup>24</sup> Jen, SWFs, Morgan Stanley Research, non pubblicato, aprile 2008. Gli investimenti in *foreign equity* e in *emerging markets equity* – quelli che più direttamente includono partecipazioni di controllo in imprese straniere – sarebbero pari, rispettivamente, al 33% e al 12% del totale. Secondo Beck e Fidora (2008), la percentuale dei *risky assets* nei portafogli dei SWFs sarebbe analoga, "in excess of half the total assets", p. 11

<sup>25</sup> Beck R., Fidora M. (2008)

investito), si potrebbe stimare – su questi fragili presupposti - che nel periodo 2007-primi mesi 2008 gli investimenti complessivi dei fondi sovrani siano stati pari a poco oltre 200 mld di dollari. Si può tentativamente concludere che – dato il suddetto avanzo di 1.180 mld dei paesi petroliferi/emergenti nel periodo in questione – poco più del 17% dell'avanzo è stato investito tramite i fondi sovrani e che circa il 7,8% è stato investito in titoli di partecipazione.

### **3. Fattori di interesse dei fondi sovrani per gli investimenti di partecipazione**

La rilevanza degli investimenti di partecipazione, e talora di controllo, effettuati dai paesi in surplus costituisce una forte differenza rispetto alla direzione presa dai surplus dei paesi produttori di petrolio durante la crisi petrolifera degli anni '70 quando, secondo una cauta stima, solo l'1,8% dell'avanzo andò in investimenti azionari (lo 0,8 in investimenti diretti e lo 0,9% in investimenti di portafoglio<sup>26</sup>), essendo la parte maggiore assorbita da depositi sul mercato dell'eurodollaro, da investimenti in titoli del Tesoro, in prevalenza americani e inglesi, dall'intermediazione delle istituzioni internazionali, dal finanziamento diretto dei disavanzi dei PVS (cd "riciclaggio"). La proposizione secondo cui l'interesse dei "produttori" verso la partecipazione in imprese estere è salito pone almeno quattro quesiti: a) perché ciò è avvenuto

b) quale ne è la conseguenza per i mercati finanziari e per certi settori dell'economia reale

c) quale ne è la conseguenza per la *corporate governance* delle imprese partecipate

d) quali sono le implicazioni politiche del cresciuto interesse.

Circa il punto a), il mercato delle eurovalute costituiva agli anni '70 l'unico mercato internazionale, libero da vincoli imposti dalle autorità dei singoli paesi (nonostante che tali vincoli venissero talora invocati) e in grado di sfuggire alla localizzazione statunitense, pur essendo denominato in dollari nella grande prevalenza. Al riguardo, l'impennata del prezzo del petrolio avveniva in una atmosfera internazionale di tensione tra paesi arabi, appena reduci da due guerre con Israele, e mondo occidentale, Stati Uniti in particolare. Il dollaro era l'incontrastata moneta di riserva, con un mercato altamente liquido ed efficiente. Questi elementi contribuivano a spingere quegli investimenti verso i depositi bancari denominati in quella valuta, ma domiciliati fuori degli Stati Uniti, e le banche furono abili nel trasformare le scadenze, raccogliendo "petrodollari" a breve e impiegandoli verso paesi aventi bisogno di dollari a lungo per coprire i propri deficit di bilancia dei pagamenti dovuti anche alle più care importazioni petrolifere.

---

<sup>26</sup> Bank of England (1980) pp. 154-159

Attualmente, la globalizzazione dei mercati, la riduzione o la totale scomparsa di normative valutarie che limitano i movimenti di capitale, l'affievolimento delle connotazioni nazionali anche in termini di fiscalità, che anzi porta a una sorta di *competition in regulation*, il ridimensionamento del dollaro come valuta internazionale, il comprensibile interesse dei produttori verso paesi della stessa area geografica ( e quindi per valute non identificantesi con quelle tradizionalmente ben stabilite nei rapporti internazionali) , contribuiscono a mutare sensibilmente il quadro di riferimento, e la scelta delle diverse *asset classes*, rispetto agli anni '70.

Il mercato dei titoli societari è ampio, aperto, diversificato. L'ostilità politica a investimenti di controllo provenienti dai paesi produttori appare ridimensionata (vds più avanti). In certi paesi (Regno Unito) e in certi settori (banca e finanza) sembra essersi trasformata in incoraggiamento. Questo incoraggiamento è prevalentemente connesso a considerazioni di competitività del paese che riceve gli investimenti o di sostegno a certi settori, o a specifici istituti, in crisi, piuttosto che a problematiche macroeconomiche di squilibrio nei conti esteri, come negli anni '70.

Inoltre, alla diffusa bassa redditività del settore delle imprese, legata a conflitti industriali, inflazione, timori di nazionalizzazioni o di pesanti controlli pubblici, che caratterizzavano quegli anni , sono subentrate, almeno in certi paesi dell'occidente industriale e fino a tempi recenti, situazioni più favorevoli alle imprese, redditività crescente, e spostamenti nella distribuzione del profitto dal lavoro al capitale.

In coerenza con quanto precede, l'enfasi passa – per quanto qui interessa – dalle riserve ufficiali, ritenute “adeguate” nel senso sopra precisato, a veicoli di investimento come SWFs o simili, tendenzialmente più orientati al capitale di rischio. Resta aperto il quesito se il contesto internazionale in evoluzione possa modificare durevolmente queste condizioni e mutare le strategie dei fondi sovrani. Le notevoli perdite, potenziali ed effettive, finora riportate su certi investimenti, particolarmente in istituti di credito, contribuiscono a questa possibilità. Vi è evidenza che i fondi petroliferi indirizzino crescente attenzione verso investimenti immobiliari, *commodities* e mercati emergenti (vds paragrafo 4).

#### **4. Impatto dei fondi sovrani sui mercati finanziari. Aspetti di concorrenza sui mercati reali**

Difficile è la stima delle complessive attività dei fondi sovrani, data l'incertezza sulla loro definizione, e la relativa opacità delle loro transazioni e in generale della loro *governance*. Stime recenti sembrano indicare che il punto massimo del valore delle loro consistenze sia stato raggiunto

a fine 2008. IFSL stimò il totale in 3.800 mld di dollari, Deutsche Bank in circa 3.600, McKinsey in 3.200 mld. Prequin dava, a marzo 2009, un importo di 3.220 mld, che Deutsche Bank riduce ancora, a giugno 2009, a circa 3.000 mld, principalmente a causa della drastica contrazione del portafoglio azionario<sup>27</sup>.

Secondo una previsione risalente al 2007, quando la dinamica dei fondi sovrani era particolarmente rilevante, prima del 2011 le attività dei fondi avrebbero ecceduto le riserve ufficiali mondiali.<sup>28</sup> La previsione è ora difficilmente credibile, considerato che tali attività sono tuttora – probabilmente – la metà circa delle riserve mondiali in valuta. Le previsioni della loro crescita formulate da diversi istituti variano ora enormemente, anche in relazione a diversi scenari di evoluzione dell'economia globale. La Deutsche Bank ipotizza che in 10 anni il volume dei loro *assets* venga più che raddoppiato, a 7.000 mld di dollari. McKinsey vede, per il 2013, una ampia forchetta tra 3.400 e 5.800 mld, secondo la velocità di uscita della recessione. È tuttavia opportuna una nota di cautela sulle stime dimensionali dei fondi sovrani negli anni futuri. Prescindendo da fattori macroeconomici (già accennati al paragrafo 1), tre fattori influirebbero negativamente sulla loro evoluzione: le perdite potenziali già subite; più bassi prezzi del petrolio; l'eventualità che i gli avanzi correnti debbano essere utilizzati per operazioni di finanza straordinaria all'interno dei loro paesi<sup>29</sup>. D'altra parte, può influire in senso espansivo la possibilità che, nonostante la riduzione degli avanzi di parte corrente, i paesi emergenti e produttori di petrolio mostrino preferenza ad accumulare tali avanzi in questi fondi piuttosto che nelle riserve ufficiali, ritenute sufficientemente coperte secondo le *rules of thumb* citate nel paragrafo 1.

L'attività dei fondi sovrani è stata particolarmente accentuata da metà del 2007. Circa, in particolare, i fondi asiatici, questi sono stati i più attivi nelle loro transazioni, le quali hanno riguardato in prevalenza i mercati americani ed europei, rispettivamente col 37 e 32% delle transazioni, e ciò è comprensibile tenuto conto dello sviluppo e liquidità di quei mercati finanziari. Il 28% ha riguardato i mercati asiatici, a conferma della attenzione crescente con cui i fondi sovrani seguono l'area geografica di insediamento.<sup>30</sup> Viene anche rilevata la recente tendenza a creare *partnerships* fra diversi fondi sovrani onde distribuire il rischio dell'investimento<sup>31</sup>.

Quanto all'impatto, corrente e potenziale, di questi fondi sul livello e la volatilità di prezzi, rendimenti, tassi di cambio, esso non è da sopravvalutare<sup>32</sup>. A fine 2008 essi erano di gran lunga sopravanzati dai fondi pensione (25.000 mld), dai fondi comuni d'investimento (22.000/18.800

---

<sup>27</sup> IFSL (2009), Deutsche Bank (2008) e (2009), McKinsey Global Institute (2009a), Prequin (2009)

<sup>28</sup> Jen S. (3.5.07)

<sup>29</sup> Jen S. (30.10.08).

<sup>30</sup> Deutsche Bank Research (2008)

<sup>31</sup> Fondazione ENI Enrico Mattei-Monitor Group (2009)

<sup>32</sup> Gieve (2008); Johnson (2007)

mld), dai fondi delle assicurazioni (17.000/16.200 mld). D'altra parte, essi precedevano i fondi investiti in *hedge funds* (1.700/1.400 mld) e in *private equity* (700/900 mld).<sup>33</sup>

Il totale globale dei mercati azionario, del reddito fisso (pubblico e privato) e dei depositi bancari, era stimato, a fine 2007, in circa 194.000 mld di dollari<sup>34</sup>. Alla stessa data, le attività dei fondi sovrani erano stimate in circa 3.200/3.600 mld<sup>35</sup>, l'1,6-1,9% del totale globale. A fine 2008, le attività dei fondi sovrani si attesterebbero ancora sui 3.200/3.800 mld secondo diverse stime<sup>36</sup>, mentre la capitalizzazione del mercato azionario, il valore di mercato dei titoli del debito privato e pubblico, e l'importo dei depositi sarebbero scesi a 178 mld.<sup>37</sup>. Ne consegue che il peso dei fondi sovrani sarebbe salito all'1,8-2,1%.

Il loro peso sui mercati si riduce se si ha presente che essi, di massima, non hanno *leverage*<sup>38</sup>, diversamente, ad es, dai fondi *hedge* o di *private equity* (i fondi sovrani investono peraltro in entrambi questi veicoli, anche per minimizzare, attraverso tali schermi, le ricadute politiche della loro crescente attività<sup>39</sup>). Le modifiche dei premi al rischio sugli strumenti in cui i SWFs investono, date le dimensioni del mercato globale dei capitali, non dovrebbero essere ingestibili.<sup>40</sup>

Essi hanno tuttavia un potenziale di influire sui mercati in modo relativamente maggiore di altri tipi di investitori, sia perché le attività detenute sono molto concentrate: circa il 57% delle attività totali sarebbe detenuto, secondo le suddette stime, dai cinque più grandi fondi, sia perché la loro politica di investimento è più dinamica delle altre categorie di grandi investitori istituzionali, come i fondi pensione. Inoltre, nelle correnti condizioni di *credit crunch*, l'assenza di *leverage* consente ai fondi sovrani di essere assai meno condizionati dalla scarsa disponibilità di credito che colpisce i fondi *hedge* o di *private equity*<sup>41</sup>.

Sia il loro potenziale impatto sui mercati finanziari relativamente modesto ovvero accentuato, opinione quest'ultima sostenuta da chi ne prevede una decisa crescita nel perdurare degli avanzi correnti più volte accennato<sup>42</sup>, l'altro quesito riguarda il se quell'impatto sia o meno stabilizzante, e in quali direzioni esso avvenga.

La circostanza che i fondi sovrani abbiano un orizzonte temporale lungo, e l'assenza di passività che in generale li caratterizza, fanno sì che in fasi di tensioni sui mercati essi avvertano

---

<sup>33</sup> IFSL (2009), McKinsey (2009)

<sup>34</sup> McKinsey Global Institute (2008b), Deutsche Bank Research (2008), IFSL (2008)

<sup>35</sup> McKinsey Global Institute (2008a)

<sup>36</sup> fonti citate in nota 25

<sup>37</sup> McKinsey Global Institute (2009b)

<sup>38</sup> Fondi petroliferi di dimensioni relativamente ridotte, tuttavia, farebbero ricorso al *leverage*

<sup>39</sup> F. T., 11.6.08

<sup>40</sup> Summers (2007), p. 26

<sup>41</sup> F.T., 16.2.08

<sup>42</sup> "The long term implications for financial markets are immense". Vds. Jen S. (15.3.07)

meno pressione a ridurre le dimensioni dei loro investimenti o a renderli più liquidi. In periodi di caduta delle quotazioni essi possono svolgere un *contrarian role* (simili in ciò agli *hedge funds*). Possono inoltre svolgere un ruolo di stabilizzazione per specifiche imprese bisognose di capitale, come si è visto con le iniezioni di capitale effettuate da SWFs a vantaggio di imprese bancarie durante la recente turbolenza finanziaria<sup>43</sup>. Il settore finanziario è stato nel 2007 e 2008 il principale settore di investimento dei fondi sovrani, specialmente negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Svizzera, i paesi le cui banche sono state maggiormente colpite dalla crisi finanziaria; ma le tendenze più recenti mostrano una interruzione di questi finanziamenti, e qualche importante disinvestimento, dovuto alle notevoli perdite causate dalla crisi finanziaria o all'intento di trarre profitto dal recente aumento delle quotazioni delle banche, rispetto all'assai basso prezzo di acquisto delle partecipazioni (tale è il caso dell'uscita del fondo sovrano del Kuwait da Citigroup). Secondo fonti di stampa (non risultando disponibili esaurienti dati ufficiali), le principali operazioni di rifinanziamento di banche americane ed europee dal marzo 2007 ad aprile 2008, per la maggior parte in obbligazioni convertibili, sarebbero ammontate a un totale di circa 45 mld di dollari. Coinvolti sono stati i fondi di Kuwait, Singapore, Emirati, Qatar, Corea, Cina. Le principali banche sarebbero le inglesi Barclays, HSBC, Standard Chartered, le americane Citigroup, Morgan Stanley, Merrill Lynch, le svizzere UBS e Credit Suisse, la tedesca Deutsche Bank.,

Una efficienza allocativa viene individuata nel fatto che, diversamente dalla gestione delle riserve ufficiali, la gestione dei loro investimenti può attuarsi in una ampia gamma di strumenti. Un maggior coinvolgimento dei paesi emergenti che li gestiscono nei mercati azionari integra utilmente questi paesi nel sistema finanziario globale e li incoraggia ad essere presenze attive nel *policy-making* internazionale<sup>44</sup>.

Chi ne sottolinea il rilievo delle implicazioni per i mercati finanziari, tuttavia, è portato anche a enfatizzarne il ruolo come possibile fonte di instabilità. Si ritiene infatti che la ricomposizione dei portafogli di investimento, con uno spostamento dai titoli obbligazionari agli azionari, parallela allo spostamento dalle riserve ufficiali ai fondi sovrani, comporti che le attività "rischiose" ricevano dai fondi sovrani un maggior supporto, che la *risk-aversion*, e così i premi al rischio, cadano; è utile ricordare che la diffusa riduzione dei premi al rischio è stata un fattore caratterizzante la fase che ha preceduto la recente turbolenza finanziaria. Inoltre, lo spostamento delle disponibilità valutarie dalle riserve ufficiali ai SWFs viene visto come negativo per le valute tradizionalmente di riserva –

---

<sup>43</sup> Per una discussione su questo punto, vds Deutsche Bank Research (2008)

<sup>44</sup> Gieve (2008); IFSL (2008)

dollaro, ma anche euro – a vantaggio di valute di paesi emergenti, ove parte degli investimenti dei fondi sovrani si indirizzano: “*more of a core-versus-periphery than a battle of giants*”<sup>45</sup>.

Un aspetto spesso trascurato nel dibattito sui SWFs è quello del loro impatto sulla concorrenza, in primo luogo nei mercati nazionali. L’impatto può essere diretto, nei casi di significative partecipazioni assunte dai SWFs in imprese operanti nello stesso settore di mercato: possono determinarsi situazioni di abuso di posizione dominante o accordi di cartello, di cui possono essere evidenza fenomeni di *interlocking directorships*, cioè di amministratori sedenti in consigli di società collegate, nominati dal fondo sovrano che ha assunto le partecipazioni. Si potrebbe osservare che tale rischio è comunque presente quale che sia la natura dell’investitore che procede all’acquisizione della partecipazione, ma si teme che la carenza di trasparenza e lo status pubblico del SWF intralcino ogni intento investigativo delle autorità antitrust (sugli aspetti di trasparenza, vds. anche paragrafo 5).

L’impatto indiretto si ha nel fenomeno opposto, quando cioè lo Stato recipiente l’investimento reagisce con misure protezionistiche, di chiusura dei propri mercati agli investimenti esteri, o più specificatamente a quelli dei fondi sovrani (su ciò, vds. più oltre: paragrafi 6, 7 e 8).

## **5. Trasparenza e governance dei fondi sovrani**

Nel caso in cui un’impresa sia acquisita da un soggetto “privato” e de-listata (il caso esemplare del *private equity*), si consegue, da un lato, un allineamento degli interessi della proprietà e del management, che deriva da una loro quasi totale identificazione: si attenuano i problemi di “agenzia” tra proprietà (*principal*) e gestione (*agent*), a vantaggio dell’efficienza gestionale dell’impresa acquisita (*portfolio company*). D’altro lato, attesa la natura giuridica “privata” che quest’ultima assume, vengono meno diversi presidi che gli ordinamenti pongono per le società ad azionariato diffuso a tutela degli azionisti e degli altri *stakeholders* (personale, sindacati, fornitori, clienti, comunità ove l’impresa opera, autorità). In aggiunta, la stessa entità di *private equity*, strutturata, com’è generalmente, in forma di *partnership*, è esente da quegli obblighi di *accountability* che incombono sulla società ad azionariato diffuso. Si determina così un doppio *accountability gap*. Questi aspetti sono ben presenti nel settore del *private equity*, e sono stati affrontati, ad es nel Regno Unito, con l’adozione di linee-guida che sono state definite in un rapporto che è emanazione del settore stesso<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> Jen S. (26.4.07, 18.10.07)

<sup>46</sup> Walker D. (a cura di) (2007)

La questione si pone in termini simili ove un'impresa sia acquisita da un SWF. La *portfolio company* tende a scomparire dall'osservazione di quanti sono, rispetto all'impresa, "terzi" interessati alla sua gestione, i suddetti *stakeholders*. Per il fondo sovrano che acquisisce l'impresa, si può distinguere tra la sua *accountability* nel paese di appartenenza, e – questione più rilevante – quella verso lo Stato in cui ha sede l'impresa acquisita, o in genere verso terzi.

Quanto alla prima, Sotto l'aspetto istituzionale l'*accountability* del fondo sovrano al parlamento del proprio paese è almeno in parte legata allo stato giuridico del fondo, in particolare alla inclusione o meno, del fondo stesso e del suo bilancio, nei conti del Ministero delle finanze o della banca centrale. Secondo la già citata indagine del FMI, per la maggior parte (37%) dei SWFs è il Ministro delle finanze a riferire al parlamento; il 21% non riferisce affatto; in un altro 21% è il presidente del fondo a riferire; nel 16% dei casi sussiste un controllo contabile del parlamento; nel 5% il parlamento è semplicemente informato attraverso la relazione annuale del fondo.<sup>47</sup>

Circa l'informazione disponibile al pubblico, la maggior parte dei fondi sovrani rende pubblici dati e informazioni relativi a spese, profitti, *assets*, ma la quantità e qualità dell'informazione variano notevolmente<sup>48</sup>. Come si vedrà più avanti (paragrafi 7 e 8), lo Stato recipiente intende spesso tutelarsi contro questa assenza di trasparenza.

In linea di principio, potrebbe arguirsi che, quanto più l'investimento diventa da "passivo" a "strategico"- una tendenza non necessariamente connessa con le dimensioni dell'investimento - tanto più dovrebbe crescere l'*accountability* di chi lo effettua, e il grado di trasparenza come strumento per ottenerla. Così non è: vengono messi a raffronto, ad es, la scarsa trasparenza e l'alto valore strategico della CIC (cinese), con la passività, e alta trasparenza, del Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio, il SWF di Hong Kong.<sup>49</sup> D'altra parte, elevato valore strategico e alta trasparenza si ravvisa nel Temasek (Singapore).

Almeno due aspetti vengono in considerazione: l'identità stessa dell'investitore, e la sua strategia e tecnica di investimento (enunciazione degli obiettivi di *policy*, e diffusione di informazioni sulla struttura legale del fondo, sull'impiego dei profitti, sulle *asset classes* incluse nel portafoglio del SWF, sulla gestione del rischio, sulla dimensione e rapidità degli aggiustamenti di

---

<sup>47</sup> Hammer et al (2008), p.10

<sup>48</sup> Ibidem, p. 12-13

<sup>49</sup>Il SWF Institute ha creato un indice di trasparenza, cd Linaburg-Madwell Index, sulla base di 10 parametri. Secondo tale indice, hanno alti punteggi il Temasek di Singapore e il Government Pension Fund norvegese; per converso, il più grande fondo, l'ADIA, ha un punteggio molto basso. Sono stati elaborati vari *scoreboards* che connettono trasparenza dei fondi e modalità di gestione delle loro partecipazioni (da "passiva" a "strategica"). Cfr, ad es, ABI(2008), p 19; Beck, Fidora (2008); Lyon G.(2007), p 14



portafoglio, sul funzionamento di una adeguata *corporate governance* all'interno dello stesso fondo sovrano).

E' possibile che per eludere il primo aspetto il fondo sovrano investa in un fondo di *private equity*: in tal caso, infatti, l'investitore rimarrebbe protetto dalla anonimità di ogni investitore in un fondo di *private equity*, che lo stesso rapporto Walker riconosce come da tutelare<sup>50</sup>. Al riguardo, circa il 60% dei SWFs investirebbe in fondi di *private equity*, per un totale di 120/150 mld, quindi intorno al 4% delle attività dei fondi sovrani.<sup>51</sup>

Circa il secondo aspetto, il SWF può adottare una strategia di autolimitazione, ad es limitare l'investimento a titoli non di partecipazione. In proposito, si può ricordare che, sulle 11 principali acquisizioni di partecipazioni bancarie, negli Stati Uniti e in Europa, nel periodo marzo 2007-aprile 08, solo due sono avvenute nella forma di azioni ordinarie, per un importo di circa 2,6 mld di dollari, mentre le altre, per un importo di circa 42,4 mld, sono avvenute in forma di obbligazioni convertibili.<sup>52</sup> Si ritiene peraltro che crescenti tensioni si manifesteranno man mano che i SWFs tenderanno all'acquisizione di quote di controllo.

La passività dell'investimento è accentuata nel caso in cui la sua gestione sia affidata a un gestore esterno. Secondo stime private, tra il 45e l'84% % delle attività dei fondi sovrani fruirebbe di tale gestione, anche se tale percentuale sembra destinata a scendere man mano che i SWFs acquisiscono personale sufficientemente esperto e aprono rappresentanze nelle principali piazze mondiali. Si tratta di quote considerevoli, generalmente viste con favore dai commentatori.

Quanto precede mostra, in sintesi, che il problema di *accountability gap* viene avvertito per la *portfolio company* principalmente in caso di acquisizione di una partecipazione di controllo da parte del fondo sovrano; per lo stesso fondo, non appare particolarmente evidente ove gli investimenti siano affidati a un gestore esterno; è parte del problema della trasparenza nel *private equity* nel caso di partecipazioni attraverso l'investimento in un fondo di *private equity*; è rilevante e immediato non solo nel caso di acquisizione di controllo, ma anche nel caso di significativi investimenti di minoranza, come in quello dei recenti investimenti in banche "occidentali", soprattutto trattandosi di banche di rilievo "sistemico".

Un quesito correlato è se la passività dell'investimento sia da considerare comunque "positivamente". Viene infatti avanzata l'idea che sarebbe positiva una presenza di esponenti dei fondi sovrani nei consigli di amministrazione delle imprese in cui investono: essi fornirebbero una

---

<sup>50</sup>Si ricorda che la SAFE (cinese) ha investito 2,5 mld di dollari nel TPG, un'impresa di *private equity*. La CIC (cinese) detiene il 9,4% del *non-voting interest* nella Blackstone, altro gruppo di *private equity*

<sup>51</sup> Ma la rassegna citata del FMI (Hammer et al) abbassa tale percentuale dal 60 al 40% (vds.sopra, paragrafo 2)

<sup>52</sup> RiskMetrics Group (2008)

prospettiva globale, di cui c'è bisogno, e costituirebbero un *well informed inside shareholder* che potrebbe fornire nel futuro capitale aggiuntivo, potenzialmente contro azionisti “attivisti” o raiders che non intendono pagare il prezzo corretto per la società. Forse, viene ipotizzato, sono spesso gli stessi fondi sovrani che non cercano la rappresentanza in consiglio, perché ciò sottrarrebbe loro flessibilità ove volessero dismettere l'investimento<sup>53</sup>.

## **6. Le implicazioni politiche**

La scarsità delle informazioni pubblicamente disponibili sui fondi sovrani può essere guardata sotto diversi aspetti: “commerciale”, “culturale” e “politico”. Sotto il primo, appare coerente che un fondo intenda operare secondo la logica di un grande investitore istituzionale “privato”, per il quale la riservatezza dell'investimento è spesso condizione del suo successo. Sotto il secondo, i fondi sovrani sono espressione di realtà culturali qualche volta profondamente diverse da quelle delle aree in cui effettuano i loro investimenti; se la cultura del “mercato capitalistico” stenta spesso a farsi strada anche nei paesi “occidentali”, non sorprende che il presidente della China Investment Corporation, il principale fondo cinese, abbia osservato:” *Our government has never been transparent for 5000 years. Now we are told we need to be transparent and we are trying*”<sup>54</sup> Sotto l'aspetto politico, il paradosso è che i fondi sovrani rappresentano una forma di capitalismo di Stato che in qualche modo ha preceduto il forzato ritorno dello Stato anche nelle economie avanzate a causa della crisi finanziaria; inoltre, i governi coinvolti appartengono a paesi non facenti parte del gruppo delle economie avanzate e in diversi casi non retti da democrazie parlamentari, per cui la stessa formale rendicontazione al parlamento, ove prevista, rischia di svuotarsi di contenuto. Un secondo paradosso, o contraddizione, è che da un lato si tende a parificarli ad investitori “commerciali”, e dall'altro si chiedono maggiori dettagli informativi proprio in quanto entità sovrane. In una fase di globalizzazione e apertura agli investimenti diretti, quesiti vengono sollevati sull'adozione di misure - normative nazionali o codici di condotta internazionalmente sanzionati - che restringano o subordinino a verifica “di qualità” (*vetting*) gli investimenti dei paesi in questione (vds paragrafi 7 e 8).

L'attuale instabilità dei mercati finanziari, il ritorno dello Stato nel capitale delle imprese bancarie, un'attitudine a una più pervasiva regolazione dei mercati stessi, hanno portato nuovi

---

<sup>53</sup> F.T., 23.5.08

<sup>54</sup>F.T., 4.6.08

elementi al dibattito. Alcuni governi appaiono meno disposti a rendere contendibile la proprietà di imprese ritenute di rilevanza strategica per il paese.

Mentre si respinge generalmente l'idea di un ritorno a un protezionismo più o meno palese nel campo degli investimenti esteri (anche se il criterio della reciprocità, spesso invocato, esprime per sé un impedimento al libero ingresso di capitali) o si teme lo spostamento del dibattito sul piano strettamente politico, si tende a riconoscere che i fondi sovrani sono, inevitabilmente, un veicolo utilizzato dai paesi che li detengono per perseguire, in senso lato, ambizioni di politica estera su un piano globale; né ciò deve stupire, se essi vengono considerati come il frutto più appariscente di perduranti squilibri nell'economia mondiale – o della ricerca di nuovi equilibri geopolitici - e se si ritiene che tali squilibri non siano agevolmente riassorbibili (è difficile considerare i fondi sovrani come una “*unintended consequence*” del mantenimento di un tasso di cambio sottovalutato della propria moneta)<sup>55</sup>.

Quelli sopra accennati sono i *trade-off* di cui si deve tener conto quando si valutano le iniziative normative che mirano a disciplinare il fenomeno. Si possono individuare due livelli di regolazione: una di tipo *soft*, che caratterizza le iniziative intraprese da parte delle principali istituzioni internazionali, che mirano a creare, attraverso codici di condotta, un *level playing field* per i SWFs condiviso e più ampio possibile; ed una di tipo *hard*, che contraddistingue le iniziative portate avanti da singoli Stati recipienti, le quali hanno un orizzonte nazionale, da un punto di vista sia geografico sia degli interessi tutelati. I paragrafi successivi riguardano le esperienze di regolazione a livello nazionale e internazionale.

## **7. Le esperienze di regolazione nazionali**

Le normative nazionali qui considerate – già approvate o in discussione – sono generalmente caratterizzate da richiami alla sicurezza nazionale e fanno riferimento al concetto di controllo della impresa acquisita. Su entrambi gli aspetti viene osservata, e spesso criticata, l'eccessiva indeterminatezza, per le potenziali implicazioni di protezione che ne conseguono. Solo gli Stati Uniti fanno un esplicito riferimento a investimenti esteri effettuati da Stati o entità da essi controllate. Talora, normative che prescindono dalla nazionalità dell'investitore sono generate anche con un intento di controllare l'ingresso dei fondi sovrani. Si aggiunga che la crisi finanziaria influisce sulle posizioni governative, rendendo più pressante la necessità di acquisire capitali freschi per le economie nazionali e quindi modificando nel senso di maggior apertura tali posizioni.

---

<sup>55</sup> Truman (2007)

## **7.1 La Germania**

Alla fine di agosto 2008 il governo tedesco ha approvato il progetto di legge che darebbe a Berlino il potere di vietare acquisizioni di partecipazioni in aziende tedesche da parte di soggetti extracomunitari, considerate rischiose per la sicurezza nazionale, subordinandole al nulla osta del Ministro dell'economia e della tecnologia.

Il ddl, che si ispira alla legge statunitense sugli investimenti esteri (vds. Paragrafo 7.4), mira a modificare il paragrafo 53 della legge sulla politica economica estera (Außenwirtschaftsgesetz), prevedendo che il Ministro dell'economia possa effettuare una valutazione dell'acquisto del controllo di una società tedesca, o anche solo di una partecipazione diretta o indiretta in una tale società che ammonti almeno al 25% del suo capitale, da parte di una società extracomunitaria, oppure di una società con sede nel territorio comunitario in cui una società extracomunitaria detenga almeno il 25% dei diritti di voto, qualora tale acquisizione comprometta l'ordine pubblico o la sicurezza nazionale della repubblica tedesca<sup>56</sup>.

Il Ministero ha tre mesi di tempo per comunicare all'acquirente la decisione di compiere una valutazione dell'operazione. Una volta che il Ministero ha informato l'acquirente della sua volontà di compiere una valutazione dell'operazione, quest'ultimo ha l'obbligo di trasmettere allo stesso Ministero la documentazione completa relativa all'acquisizione. Il Ministero comunica poi al governo il risultato della sua verifica e, entro due mesi dalla consegna della documentazione, può proibire, previa approvazione del governo, l'acquisizione o emanare disposizioni necessarie a garantire l'ordine pubblico e la sicurezza nazionale; a tal proposito, fra i provvedimenti che il Ministro può prendere, si annoverano:

- la possibilità di impedire o limitare l'esercizio del diritto di voto all'interno dell'impresa acquisita da parte dell'acquirente extracomunitario o di società da lui controllate;

---

<sup>56</sup> Nel computo delle quote di partecipazione al diritto di voto della società acquisita possedute dall'acquirente extracomunitario rientrano anche tutte le quote di partecipazione detenute indirettamente, vale a dire riconducibili ad altre società, comunitarie o extracomunitarie, che posseggano una quota di capitale della società acquisita e nelle quali il soggetto acquirente detenga almeno il 25% dei diritti di voto; vi rientrano, inoltre, tutti i diritti di voto detenuti da soggetti terzi, con cui l'acquirente extracomunitario abbia concluso un accordo riguardo l'esercizio comune del diritto di voto. Il ddl dispone che i soggetti extracomunitari che hanno sede nei paesi appartenenti all'Associazione Europea di libero scambio-EFTA (Islanda, Liechtenstein, Norvegia, Svizzera) siano equiparati ai residenti nel territorio comunitario.

- la possibilità di nominare un amministratore fiduciario, che curi lo scioglimento della società nata in seguito all'acquisizione e l'eventuale liquidazione dei creditori.

Il ddl prevede, infine, che, su richiesta dell'acquirente, il Ministero possa certificare, attraverso un parere, che l'acquisizione non produce alcun effetto indesiderato sull'ordine pubblico e la sicurezza nazionale.

Questa normativa in Germania è stata al centro di accese polemiche già prima del suo varo e attualmente si trova all'esame della Commissione europea a causa dei potenziali effetti limitativi alla libertà di investimento, per verificare la sua compatibilità con le regole del mercato unico europeo: non è infatti difficile rilevare l'indeterminatezza del testo, che solleva profili di incertezza. Una interpretazione restrittiva potrebbe rendere difficile l'ingresso di nuovi capitali extracomunitari in Germania. La Commissione europea ha espresso già in diverse occasioni una posizione contraria a restrizioni, da parte di paesi dell'Unione, agli investimenti di aziende straniere poiché c'è la convinzione che il protezionismo danneggi la competitività e la crescita dell'intero sistema economico<sup>57</sup>. Inoltre, l'applicazione rigorosa di tale legge potrebbe contrastare con il principio della libera circolazione dei capitali all'interno dell'Unione, in quanto si potrebbero bloccare anche investimenti effettuati da una società costituita in uno dei paesi UE, ma controllata da un investitore extracomunitario, anche se forme di controllo più articolate e complesse potrebbero permettere di aggirare le disposizioni della legge<sup>58</sup>.

Quanto alla indeterminatezza del ddl, non si indica in modo chiaro che cosa debba intendersi per "ordine pubblico" e "sicurezza" della repubblica tedesca. In particolare, la seconda dovrà essere interpretata in senso strettamente socio-politico o anche economico (dovrà, cioè, tenere conto, ad esempio, anche dell'eventuale perdita di posti di lavoro da parte dei dipendenti dell'impresa oggetto di acquisizione)? In secondo luogo, non si indicano quali sono i settori cui si applica la normativa, lasciando presupporre che la sua valenza sia da intendere nel modo più ampio possibile, riguardando tutti i settori economici; indicare, magari in modo non tassativo, un elenco dei settori che avrebbero dovuto essere tenuti in particolare considerazione avrebbe permesso di circoscrivere meglio il concetto di "sicurezza" della repubblica indicato al punto precedente.

---

<sup>57</sup> Il Sole 24Ore, 22.8.2008. Sulla posizione della Commissione europea, vds. più in dettaglio il paragrafo 8.3.

<sup>58</sup> "Funds could easily use a stalking horse based in London or Dublin, perhaps working through a private equity group. Ownership would inevitably be blurred. Such a situation would create strong pressure for an EU-wide law restricting foreign investors. Britain would not necessarily have the votes to block such a measure" (Telegraph, , 23.8.2008).

Il ddl ha un notevole impatto potenziale sui SWFs. Benché il suo testo abbia subito cambiamenti nel corso degli ultimi mesi<sup>59</sup>, resta il fatto che molti aspetti della legge contribuiscono a rendere aleatoria qualsiasi operazione di acquisizione di un pacchetto rilevante di partecipazioni in una società tedesca da parte di un fondo sovrano.. Con questo tipo di normativa, si apre la possibilità che la tutela della sicurezza nazionale – peraltro indefinita - venga resa prioritaria rispetto all'ingresso di grandi quantità di capitali esteri provenienti da soggetti extracomunitari, fra cui i fondi sovrani, con il rischio di rallentare la crescita dell'economia nazionale, mantenendo invece inalterati i rapporti di forza tra le imprese già presenti sul mercato nazionale

Il Ministro dell'economia ha dichiarato che tale normativa verrà utilizzata solo in casi eccezionali e che il governo non ha intenzione di limitare l'accesso di fondi e risorse finanziarie straniere all'interno del mercato tedesco<sup>60</sup>. Tuttavia, la stessa Bdi – la Confindustria tedesca – ha sottolineato come tale normativa rischi di essere particolarmente dannosa non tanto per casi in cui verrà direttamente applicata, quanto per i suoi effetti collaterali: il timore, infatti, è che molti investitori puramente finanziari - cioè, non necessariamente focalizzati sulla partecipazione in una specifica impresa - si rivolgano a mercati meno regolati e senza barriere all'entrata e, infastiditi dai potenziali effetti della legge, trascurino il mercato tedesco<sup>61</sup>.

## **7.2. La Francia**

La Francia ha riformato la propria normativa sugli investimenti stranieri con legge n 1243 del 9 dicembre 2004, il cui art. 30<sup>62</sup> ha modificato l'art. L. 151-3 del Codice monetario e finanziario. Tale legge rappresenta ad oggi il principale strumento per regolamentare l'attività dei fondi sovrani.

Nella sua veste precedente, l'art. L 151-3 del Codice monetario e finanziario prevedeva che il Ministro dell'economia avesse il potere di approvare gli investimenti stranieri in tutti i settori le cui attività interessavano direttamente l'ordine pubblico, la sanità e la difesa dello Stato, nonché nelle attività di ricerca e della produzione e vendita di armi, munizioni, polvere da sparo ed esplosivi prodotti a scopi militari. In assenza di norme specifiche, il potere di intervento del Ministro era, di fatto, del tutto discrezionale.

---

<sup>59</sup> In un primo testo di legge, non veniva neppure specificato il tipo di disposizioni (strutturali, comportamentali, ecc.) che potevano essere decise dal Ministero dell'economia in caso di necessità e quali fossero le sanzioni previste nel caso in cui l'acquirente non voglia ottemperare a tali richieste; inoltre, inizialmente non era chiaro neppure chi fosse il soggetto chiamato a valutare l'impatto dell'acquisizione sull'ordine pubblico, visto che la legge attribuiva in modo esplicito al Ministro dell'economia solo il potere di sospendere l'operazione in vista di una verifica dei suoi effetti.

<sup>60</sup> Reuters, 20.08.2008.

<sup>61</sup> Telegraph, 23.08.2008

<sup>62</sup> Si veda l'art. 30, Loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit.

Il testo precedente era stata messo in discussione da una pronuncia della Corte di Giustizia Europea del 14 marzo 2000, che aveva stabilito che la Francia, vietando un finanziamento alla chiesa di Scientology da parte di un fondo di investimento inglese, aveva violato il Trattato europeo. La Corte di Giustizia aveva sottolineato come la definizione di “ordine pubblico” e quella di “sicurezza pubblica” fossero troppo indeterminate e non permettessero di individuare in modo chiaro i casi in cui l’autorizzazione preventiva era necessaria. La stessa Corte aveva osservato che era necessario individuare in modo più preciso i settori cui si sarebbe dovuto applicare la legge e che si dovesse precisare meglio la nozione di ordine pubblico, così da circoscrivere al massimo gli interventi dello Stato.

Il nuovo art. L 151-3 prevede che l’autorizzazione del Ministro sia richiesta quando una società straniera vuole investire in un’impresa francese, in tre casi: quando essa, anche occasionalmente, partecipi all’esercizio dell’autorità pubblica, ovvero operi in settori che possano mettere a repentaglio l’ordine pubblico, la sicurezza pubblica o la difesa nazionale o, infine, quando l’impresa risulti attiva nei settori della ricerca o della produzione e vendita di armi, munizioni, polvere da sparo e sostanze esplosive.

Rispetto alla formulazione precedente, il nuovo articolo, da un lato, esclude dai settori in cui gli investimenti stranieri devono essere necessariamente autorizzati quello della sanità, mentre, dall’altro, include tutte le attività che hanno genericamente a che fare con la difesa dell’interesse nazionale e, soprattutto, non distingue più fra attività a scopi militari o civili. L’indeterminatezza della definizione restava elevata e, di conseguenza, elevato restava il potere discrezionale del Ministro dell’economia.

Successivamente, un provvedimento del Consiglio di Stato<sup>63</sup> ha individuato in modo più preciso sia le tipologie di operazione, sia i settori cui si applica la legge. Per ciò che riguarda il primo aspetto, il provvedimento precisa che ricadono nell’ambito di applicazione della legge tutte le operazioni in cui un investitore extracomunitario acquisisce il controllo di fatto di un’impresa francese e, comunque, ogni volta che quest’ultimo arriva a detenerne, direttamente o indirettamente, oltre il 33,33% del capitale o dei diritti di voto.

Per ciò che riguarda l’individuazione dei settori cui si applica la legge, il Consiglio di Stato ha previsto i seguenti:

- attività svolte nel settore dei giochi (lotto, lotterie nazionali, ecc.) e delle scommesse;
- attività di *security* e vigilanza privata;

---

<sup>63</sup> Décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l’étranger et portant application de l’article L. 151-3 du code monétaire et financier.

- attività di ricerca e sviluppo e di produzione di beni da utilizzare in caso di attività terroristica svolta mediante agenti chimici, tossici o patogeni;
- attività di intercettazione telefonica;
- attività di valutazione e certificazione della sicurezza offerta dai sistemi informatici e tecnologici (ICT);
- produzione di beni e servizi che garantiscono la sicurezza dei sistemi ICT della pubblica amministrazione;
- crittografia;
- attività svolte da imprese depositarie di segreti relativi alla sicurezza nazionale;
- attività di ricerca, di produzione o commercio di armi, munizioni, polvere da sparo o sostanze esplosive destinate a fini militari, o di materiali da guerra o ad essi assimilati;
- attività svolte da imprese che forniscono materiali ed equipaggiamenti al Ministero della Difesa.

La legge prevede che l'autorizzazione rilasciata dal Ministro possa essere accompagnata da disposizioni che impongano modifiche, variazioni o aggiustamenti all'operazione, così da poter meglio salvaguardare gli interessi nazionali menzionati in precedenza. Qualora l'operazione venga fatta senza tener conto di tali disposizioni, o sia ritenuta, comunque, pregiudizievole per l'interesse nazionale, la legge attribuisce al Ministro dell'economia il potere di vietarla, imporre modifiche o di ristabilire la situazione antecedente a spese dell'investitore. Infine, nel caso che tali imposizioni non siano rispettate, l'investitore ha un tempo minimo di 15 giorni per presentare le proprie osservazioni; nell'eventualità che queste siano respinte, la parte rischia una sanzione che deve essere proporzionale all'infrazione commessa e che può arrivare fino al doppio della cifra irregolarmente investita.

In sintesi, il nuovo articolo L 151-3 del Codice monetario e finanziario, da un lato, produce l'effetto di ampliare la casistica in cui un investimento da parte di un soggetto straniero necessita di una autorizzazione preventiva e, dall'altro, contribuisce a chiarire gli aspetti procedurali di questa autorizzazione. Lo scopo di questa legge, oltre al limitare l'ingresso di capitali stranieri che potrebbero assumere il controllo, anche parziale e congiunto, di grandi imprese francesi attive in settori strategici quali, ad esempio, quelli relativi alla difesa nazionale, sembra essere anche quello di difendere piccole e medie aziende specializzate in settori ad alta tecnologia. L'attenzione dedicata, ad esempio, alle imprese attive nella ricerca (non solo quella destinata a scopi militari) e la possibilità di imporre ad un eventuale investitore straniero l'obbligo di mantenere i centri di studi e



ricerca in Francia denota la volontà del governo francese di mantenere il *know how* e le attività scientifiche più radicate possibile sul territorio nazionale.

La Commissione europea, nell'aprile del 2006, ha aperto una procedura d'infrazione e il 12 ottobre dello stesso anno ha inviato al governo francese un documento con il quale ha espresso il suo timore che certe disposizioni delle legge potessero disincentivare gli investimenti provenienti dagli altri Stati, in contrasto con le norme relative alla libera circolazione dei capitali all'interno del mercato unico europeo. Il governo francese ha risposto ufficialmente l'11 dicembre 2006 e per il momento la Commissione sembra aver abbandonato l'idea di adire la Corte di Giustizia<sup>64</sup>.

Più recentemente, l'Ispettore delle finanze Alain Demarolle ha prodotto un rapporto sui fondi sovrani, su incarico del Ministro dell'economia. Esso risente probabilmente della crisi finanziaria internazionale e appare esprimere una posizione meno preoccupata e, in generale, più aperta alla possibilità dell'ingresso dei fondi sovrani nell'economia francese<sup>65</sup>.

Il rapporto Demarolle evidenzia come la Francia si caratterizzi per un basso livello di risparmi investiti in azioni e per un bisogno strutturale di investimenti stranieri di lungo termine. Per attrarli, occorre vincere la concorrenza di altri paesi in cui il risparmio presenta le stesse caratteristiche e che costituiscono occasioni altrettanto valide di investimento. Le società che potrebbero costituire un'occasione di investimento per i fondi sovrani sono quelle che operano in settori in cui la Francia vanta delle eccellenze, quali le infrastrutture, le telecomunicazioni, i trasporti e i servizi in generale. La legge che disciplina gli investimenti stranieri (di cui si è dato conto) è stata applicata molto di rado e non dovrebbe costituire un ostacolo all'arrivo di tali fondi, per i quali non si avverte il bisogno di elaborare una regolazione specificatamente dedicata.

Il rapporto esclude di dover introdurre una regolazione apposita per disciplinare l'azione di tali fondi, poiché è sufficiente applicare loro il Codice monetario e finanziario, come già viene fatto per i fondi di *private equity* e per gli *hedge funds*, ma riconosce che una loro maggiore trasparenza è necessaria: in particolare, un fondo che volesse investire in un'azienda francese dovrebbe preventivamente dichiarare quali sono i propri criteri di investimento, quale ruolo ricoprono le autorità politiche nel definire le politiche di investimento e qual è la concezione del loro ruolo di

---

<sup>64</sup> Prost O. (2009), pag. 435.

<sup>65</sup> "Comme ils le souligne à juste titre, les fonds souverains ne sont en rien responsable de la crise financière actuelle et ont, au contraire, joué un rôle d'amortisseur de ses conséquences. En effet, la crise des «subprimes» n'est aucunement née des fonds souverains. Il s'agit d'abord d'une crise de liquidité qui s'est propagée à un grand nombre de classes d'actifs à partir de titres représentatifs de créances immobilières de faible qualité. Plus précisément, les grandes banques occidentales, exposées à la contagion d risque de défaillance des créanciers, ont dû constater d'importantes dévalorisations génératrices d'une crise de liquidité. Ce manque de liquidité que le fonds souverains ont aidé à combattre en favorisant la recapitalisation des établissements financiers affectés ». Demarolle A. (2008)

azionista. Ci si spinge fino a proporre una partecipazione di professionisti ed economisti francesi all'interno dei consigli ed organi di *governance* e di indirizzo di cui i fondi decidessero eventualmente di dotarsi.

Oltre a richiedere una maggiore trasparenza dal lato dell'offerta dei fondi, il rapporto dà anche alcuni suggerimenti per promuovere quei settori in cui sarebbero particolarmente graditi investimenti di lungo termine. Si individuano, in particolare, alcuni comparti ancora non sufficientemente finanziati dal mercato, quali quello delle energie rinnovabili e quello, più generico, delle piccole medie imprese: i fondi sovrani potrebbero infatti contribuire, insieme ad istituzioni già presenti, quali France Investissement, al finanziamento delle imprese di minori dimensioni, così da incentivarne la crescita dimensionale e lo sviluppo. Inoltre, si propone di prendere in considerazione la possibilità di un ingresso dei fondi anche all'interno della Caisse des Dépôts et Consignations-CDC che, secondo il Rapporto, rappresenta la più importante istituzione francese votata agli investimenti di lungo termine.

Il rapporto indica come poter conciliare l'apertura dell'economia francese ai fondi sovrani e la salvaguardia degli interessi strategici nazionali. In primo luogo, appare indispensabile promuovere il principio di reciprocità per consentire l'accesso degli investitori francesi (ed anche europei) all'interno delle economie nazionali degli Stati di appartenenza dei fondi sovrani: senza arrivare ad un'apertura simmetrica dei mercati (oggettivamente irrealizzabile, nel breve e medio periodo secondo il Rapporto), si ipotizza di ottenere almeno un miglioramento dei negoziati commerciali in corso, specialmente nei confronti di Cina, Russia ed Emirati Arabi.

In secondo luogo, auspica una riflessione comune a livello comunitario che conduca a individuare i settori generalmente riconosciuti come "strategici", così che per questi settori possa essere elaborata una strategia comune ai vari paesi appartenenti alla UE, basata sul concetto di reciprocità appena richiamato. In questo modo si vuole evitare che proliferino regolazioni dell'attività dei fondi sovrani (e, più in generale, degli investitori esterni all'Unione europea) promosse a livello di singolo Stato, e che qualche paese si ritrovi di fatto penalizzato da regole troppo stringenti che disincentivano l'arrivo di queste risorse.

Infine, auspica il principio della reciprocità anche per ciò che concerne il diritto borsistico, qualora questo dovesse essere modificato; tuttavia, l'attuale clausola di reciprocità prevista dalla legge sulle OPA, che tutela dalle azioni degli investitori che non offrono sufficienti garanzie in termini di *governance*, viene ritenuta un adeguato strumento di difesa da poter essere eventualmente utilizzato anche nei confronti dei fondi sovrani<sup>66</sup>.

---

<sup>66</sup> "Dans son article 9, la directive (directive 2004/25/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004) exige pour la mise en oeuvre de mesures anti-OPA l'intervention de l'Assemblée générale des actionnaires pendant

In sintesi, analizzando il rapporto Demarolle appare evidente come la posizione della Francia di fronte al fenomeno dei fondi sovrani stia progressivamente modificandosi. La legge del 2004 può essere utilizzata per innalzare barriere al loro ingresso all'interno dell'economia francese, ma il rapporto prospetta l'idea che una chiusura potrebbe essere dannosa e rischierebbe di ridurre notevolmente i canali di finanziamento delle imprese francesi. Il problema diventa allora, da un lato, quello di individuare forme di regolazione della loro attività che, senza introdurre forme di discriminazione fra investitori, incentivino una maggiore trasparenza e, dall'altro, quello di ottenere una maggiore apertura delle economie dei paesi di appartenenza, così da agevolare i rapporti istituzionali fra gli Stati e le loro imprese<sup>67</sup>.

Si noti, tuttavia, che l'atteggiamento francese continua a oscillare tra posizioni almeno potenzialmente restrittive (legge del 2004) e più aperte (rapporto Demarolle). A conferma di ciò, agli inizi del 2009 il presidente Sarkozy ha proposto di creare un fondo con lo specifico compito di veicolare e vagliare gli investimenti promossi dai fondi sovrani che desiderano investire in Francia. Da notizie di stampa, sembra che tale soluzione potrebbe rappresentare l'unico modo con cui i fondi sovrani potrebbero effettuare investimenti in aziende francesi<sup>68</sup>.

Nell'aprile del 2009 è stato quindi creato il "Club degli investitori di lungo periodo", con l'obiettivo principale di affermare l'importanza del ruolo degli investitori di lungo periodo per la stabilità finanziaria e la crescita economica dell'Europa: tale club, cui partecipano le Casse Depositi e Prestiti di Francia, Italia e Germania e la European Investment Bank, ha di recente siglato un accordo-quadro di cooperazione economica con una banca, la China Development Bank (CDB), per la costituzione di un fondo di private equity, finanziato per metà dalla stessa CDB e per l'altra metà dalla Caisse des Dépôts – ma con la gestione totalmente in mano ai francesi – per il sostegno delle piccole e medie imprese francesi<sup>69</sup>. La Cassa Depositi e Prestiti appare quindi l'ingresso privilegiato (e attualmente l'unico) attraverso il quale la Francia vuole convogliare gli investimenti provenienti da soggetti pubblici extra-Unione europea<sup>70</sup>.

---

*l'offre. La clause de réciprocité permet de déroger à cette disposition dans le cas d'une offre initiée par une société étrangère qui ne la respecterait pas. Le conseil d'administration peut ainsi, si l'attaquant est une entreprise où les actionnaires n'approuvent pas les mesures de défense en période d'offre, et s'il en avait reçu à l'avance délégation par l'AG, prendre des mesures de défense sans la consulter à nouveau pendant l'offre. Cette mesure, fondée sur le principe de réciprocité, peut être mise en oeuvre par une entreprise française confrontée à une OPA provenant d'un fonds souverain étranger. En effet l'emploi du terme «entité» par l'article L.233-33 permet également d'opposer la réciprocité à tous types de structures initiatrices d'une offre, tels une société (de droit public ou privé) un trust ou un fonds d'investissement". Demarolle A. (2008),pp. 27-28.*

<sup>67</sup> Lo stesso Demarolle precisa: "Si des modifications plus ciblées de notre droit boursier étaient nécessaires, il conviendrait de les examiner à l'aune de ces deux principes: la réciprocité et l'absence de toute discrimination entre investisseurs". Demarolle A. (2009), pag. 372.

<sup>68</sup> F.T., 3.11.2008".

<sup>69</sup> Il Sole 24 Ore, 01.11.2009.

<sup>70</sup> "La Caisse des dépôts a développé un positionnement historique inique d'investisseur de long terme sur le marché français. Elle peut donc offrir des opportunités de partenariat aux investisseurs publics étrangers. La Caisse des

### **7.3 L'Italia**

In Italia la presenza dei fondi sovrani è limitata, ma non del tutto assente (per un elenco dei principali investimenti effettuati dai fondi in imprese italiane, si veda la tav.4 ). Il dibattito sulla loro attività si è acceso nell'ottobre del 2008, a fronte dell'ingresso nel capitale di Unicredit del fondo controllato dalla Libyan Central Bank, che ha rilevato il 4,9% del capitale della banca.

**Tavola 4**

<b>Fondo</b>	<b>Investimento effettuato</b>
Abu Dhabi Investment Authority (Emirati Arabi Uniti)	- Mediaset (2%) - Atlantia (3,3%) - Ferrari (5%) - Piaggio Aero Industries (35%) - joint venture con Poltrona Frau
Istithmar (Dubai)	Llimitless Llc (braccio immobiliare) in trattativa con un grande gruppo milanese. Ha investito 2,5 mln € per riqualificazione centro storico di Palermo
Kuwait Investment Authority (Kuwait)	Investimenti indiretti in Italia per 2,7 mld €
Qatar Investment Authority (Qatar)	Hotel Gallia (Milano)
Brunei Investment Authority (Brunei)	Hotel Principe di Savoia (Milano)
Korea Investment Corporation (Corea del Sud)	Interesse logistica portuale (Trieste)
Temasek Holdings (Singapore)	Investimenti nel porto di Genova e Venezia (tramite la controllata PSA International)
Gouvernement of Singapore Investment Corporation (Singapore)	- Acquisto centro commerciale Roma Est (joint venture con la Banca olandese ING) - Acquisto del 14,3% della holding lussemburghese Sintonia SA, controllata da Sintonia SpA, di proprietà della famiglia Benetton
Alberta Heritage Savings Trust Fund (Canada)	Investimenti di portafoglio
Lybian Investment Authority (Libia)	- Libyan Central Bank ha acquisito il 4,9% di Unicredit - Libyan Energy Fund acquista azioni nel capitale di ENI (5% - 10%)
Lafico (Libia)	- detiene il 7,5% del capitale della Juventus - detiene il 14,8% di Retelit
Government Pension Fund – Global (Norvegia)	Vari investimenti (titoli bancari e assicurativi, energia, telecomunicazioni, manifatturiero, immobiliare, costruzioni) pari al 3% del fondo

*dépôts pourra ainsi, en développant un réseau d'investisseurs de long terme, comprenant des fonds souverains, favoriser l'investissement productif en France? . Demarolle A. (2009), pag. 371.*

Ministero degli Affari esteri, 30° *Forum Osservatorio EBR*, Milano, 24 luglio 2008 (aggiornato, con fonti di stampa, al 31 dicembre 2008).

Il presidente della Consob ha osservato che “l’assenza di trasparenza dell’attività dei fondi sovrani unita alla possibilità che le loro strategie di investimento non perseguano obiettivi di natura esclusivamente economica, ma anche obiettivi di natura tecnico-industriale”, genera un certo timore fra gli operatori e che “il 16 settembre il Comitato Tecnico IOSCO<sup>71</sup> ha istituito una Task Force sui fondi sovrani, cui la Consob partecipa, per approfondire il tema non meno importante della possibilità di esercitare un’adeguata vigilanza su tali soggetti e di ottenere la necessaria cooperazione in caso di violazione delle regole”<sup>72</sup>.

Allo stato attuale, comunque, non sussistono normative destinate in modo specifico a regolare e disciplinare l’attività dei SWFs, anche se si è recentemente ipotizzata da parte di esponenti governativi l’imposizione di una soglia massima del 5% come quota di capitale posseduta dai fondi sovrani in aziende italiane<sup>73</sup>. Tale soglia ha suscitato però più di una reazione negativa. Ad es, la Confindustria non vede di buon occhio l’imposizione di barriere troppo elevate all’ingresso di tali risorse finanziarie nel mercato italiano<sup>74</sup>.

Il dibattito innescato dall’attività dei SWFs ha tuttavia portato alla modifica degli artt 104, 104 bis e 104 *ter* della legge sulle OPA ( decreto legislativo 24 febbraio 1998, n° 58, Testo Unico della Finanza-TUF) da parte del decreto legge 29 novembre 2008, n° 185<sup>75</sup>.

In precedenza, in base alla regola della c.d. *passivity rule*, il management di un’impresa oggetto di un’OPA ostile era obbligato ad assumere un ruolo passivo e ottenere l’approvazione dell’assemblea (almeno il 30% del capitale) per poter adottare misure antiscalata; in questo modo, la legge intendeva tutelare gli azionisti dell’impresa da eventuali azioni messe in atto dal management allo scopo di salvaguardare la propria posizione (che avrebbe potuto essere messa in discussione dalla nuova proprietà); l’art. 104 *ter* conteneva poi una misura cautelare in base alla quale la *passivity rule* non si applicava in tutti quei casi “di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni (cioè, la stessa *passivity rule*, n.d.r.) ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata”, in cui avrebbe dovuto ricadere un’eventuale OPA da parte di un fondo sovrano.

L’articolo 104-*bis* del TUF (la cd. “regola di neutralizzazione”) aveva poi previsto che nel periodo di adesione all’offerta non avessero effetto, nei confronti dell’offerente, le limitazioni al

---

<sup>71</sup> L’International Organization of Securities Commissions-IOSCO è l’organo che raccoglie le autorità di vigilanza sui mercati finanziari di oltre cento Paesi.

<sup>72</sup> Cardia L. (2008), p. 23.

<sup>73</sup> Il Sole 24 Ore, 22.10.2008.

<sup>74</sup> Il Sole 24 Ore, 28.10.2008.

<sup>75</sup> Si veda in particolare l’art. 13.

trasferimento di titoli previste nello statuto né, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali.

Il nuovo decreto legge, come detto, ha invece modificato la normativa prevedendo che le regole ora richiamate si applichino laddove siano previste dagli statuti delle società. La finalità della norma, in sostanza, è quella di consentire alle società che non adottano tali norme nei propri statuti una più efficace difesa del controllo azionario nei casi di offerta pubblica di acquisto ostile.

Circa gli effetti sulla concorrenza, cui si è accennato nel paragrafo 4, vale la pena notare che, mentre in Italia non esiste una disciplina dell'*interlocking directorate* - diversamente da quanto accade in altri paesi, come gli Stati Uniti - alcuni tentativi di disciplinare la fattispecie si ritrovano in provvedimenti emanati dall'Antitrust (che sul tema ha avviato una indagine conoscitiva, tuttora in corso), con i quali si è condizionato il benessere ad alcune operazioni di concentrazione nel settore bancario.

Infine, il governo italiano ha anche istituito un "Comitato strategico in difesa degli interessi nazionali in economia", composto da esponenti dei Ministeri del tesoro e degli esteri, che sarà controparte nei confronti dei fondi sovrani che hanno intenzione di realizzare investimenti in Italia.

#### **7.4 Gli Stati Uniti**

Il quadro normativo degli S.U. è definito dalla Sec 721 del Defensive Production Act-DPA del 1950, la quale, così come emendata dalla Sec 5021 dell'Omnibus Trade and Competitiveness Act del 1988 (la cosiddetta "*Exon-Florio provision*"), attribuisce al Presidente degli Stati Uniti il potere di sospendere o vietare qualsiasi acquisizione, scalata o fusione da parte di soggetti stranieri, avente a oggetto imprese statunitensi, idonea a minare la sicurezza nazionale. Un decreto presidenziale (*executive order*) del 1988 delegò poi a un organo collegiale interministeriale preesistente, il Committee on Foreign Investments in the US-CFIUS, l'autorità di esaminare (*review*) le suddette transazioni sotto il profilo della sicurezza nazionale. In base a tale normativa, entro 30 giorni dalla notifica dell'operazione (ma il Comitato può agire anche di iniziativa) il Comitato stesso può autorizzare la transazione, o aprire una formale istruttoria. In questo secondo, più raro, caso il CFIUS ha ulteriori 45 giorni per approvare ovvero bloccare l'investimento, o ordinare il disinvestimento.

Soprattutto a seguito di due controversi tentativi di acquisizione di società americane da parte di un investitore cinese e uno di Dubai, tale disciplina è stata rafforzata nel 2007 dal Foreign

Investment and National Security Act-FINSA<sup>76</sup>. Questo ha emendato la Sec. 721 del DPA: la legge prevede adesso un più stringente controllo del CFIUS, che viene ad acquisire una base legislativa. E' infatti resa obbligatoria la seconda fase, per l'acquisto di partecipazioni di controllo in imprese statunitensi da parte di investitori stranieri nei casi in cui l'operazione abbia per oggetto infrastrutture strategiche ("*critical infrastructure*") o qualora il soggetto acquirente sia sotto il controllo, diretto o indiretto, di un governo o di uno Stato straniero. Il rapporto finale viene consegnato al Presidente degli Stati Uniti, che ha 15 giorni di tempo per emettere la decisione finale. Nel complesso, quindi, il procedimento non può durare oltre 90 giorni.

Nel corso dei primi 75 giorni, qualora ritenga che l'operazione possa minacciare la sicurezza nazionale, il CFIUS può suggerire modifiche e variazioni e subordinare il proprio consenso finale al loro recepimento. Qualora le modifiche non siano recepite o, più in generale, qualora si ritenga che l'operazione possa mettere a repentaglio la sicurezza nazionale, il Presidente può sospenderla o vietarla. Sono previste sanzioni civili ove le parti non si attengano alle disposizioni previste dal Comitato.

L'ambito di applicabilità della legge è potenzialmente ampio: infatti, il concetto di controllo non viene definito. Il regolamento di attuazione del FINSA ne dà un'interpretazione funzionale, definendo il controllo come "*the ability to exercise certain powers over important matters affecting an entity*"<sup>77</sup>. Inoltre, come già rilevato per altri Stati (Francia e Germania), il concetto di "sicurezza nazionale" è piuttosto indefinito e generico e attribuisce un potere fortemente discrezionale al Comitato e al Presidente degli Stati Uniti.

In aggiunta, i fondi sovrani, così come un qualunque altro soggetto che decide di investire negli USA, devono rendersi pubblici e sottostare all'art. 13 del Securities Exchange Act del 1934 se acquistano più del 5% del capitale sociale di una public company; inoltre, esistono allo stato attuale diverse discipline di settore che proibiscono o sottopongono a vigilanza le acquisizioni di controllo da parte di soggetti stranieri, anche privati, a tutela di diversi interessi pubblici<sup>78</sup>.

Nonostante ciò, alcuni economisti e politici americani ritengono necessario individuare un regolamento specificatamente dedicato ai SWFs, così da disciplinarne l'attività in modo ancora più

---

<sup>76</sup> FINSA, PL 110-49, 121 Stat. 246 (2007).

<sup>77</sup> Department of the Treasury, Office of Investment Security, Regulations pertaining to mergers, acquisitions and takeovers by foreign persons, 31 CFR Part 800, 21 Nov 2008, p. 11. "*Specifically, <<control>> is defined as the <<power, direct or indirect, whether or not exercised, through the ownership of a majority or a dominant minority of the total outstanding voting interest in an entity, board representation, proxy voting, a special share, contractual arrangements, formal or informal arrangements to act in concert, or other means, to determine, direct, or decide important matters affecting an entity>>*".

<sup>78</sup> Discipline del genere esistono, ad esempio, per le industrie del settore aeronautico o nucleare (Code of Federal Regulation, Title 14, Part 47 e 42 U.S.C.A. §2133(d)), ma anche nel settore finanziario per l'acquisizione di partecipazioni nelle banche commerciali (Bank Holding Company Act del 1956, 12 U.S.C. §1841 e ss.).

restrittivo rispetto agli altri tipi di investitori<sup>79</sup>. Tuttavia, di recente, l'atteggiamento del governo statunitense sembra andare in una direzione diversa, dichiarando una totale apertura verso gli investimenti stranieri effettuati da quei soggetti che abbiano aderito a codici di *best practice* (in particolare, a quelli elaborati per i fondi di *private equity*)<sup>80</sup>.

## **8. I codici di condotta internazionali**

Anche alcune istituzioni internazionali hanno preso l'iniziativa di redigere norme che indirizzino l'attività dei SWFs, con iniziative di tipo *soft*, di carattere non cogente, basate sulla volontaria adesione delle parti interessate. Trattasi di codici di condotta o di *best practice*, tendenti soprattutto verso l'esigenza di una loro maggiore trasparenza e più strutturata *governance*. Esse cercano di contemperare gli interessi degli attori in gioco (fondi sovrani, Stati loro proprietari, società obiettivo degli investimenti, Stati di appartenenza di queste ultime). L'intervento di organizzazioni sovranazionali sembra avere anche lo scopo di limitare le iniziative intraprese da singoli Stati, che – come si è più volte sottolineato - potrebbero portare a forme di protezionismo, individuando una serie di norme comuni e condivise da ciascun paese<sup>81</sup>.

### **8.1 Il Fondo Monetario Internazionale**

Fra le istituzioni maggiormente attive e sensibili al tema dei fondi sovrani c'è il Fondo Monetario Internazionale, che dalla seconda metà del 2007 si è fatto promotore di un progetto volto alla definizione di un codice di condotta cui i SWFs potranno sottostare su base volontaria<sup>82</sup>. Riconoscendo la crescente importanza assunta dai fondi sovrani, l'International Monetary and Financial Committee del FMI ha dato carico all'istituzione di elaborare, insieme ai rappresentanti

---

<sup>79</sup> “Some have suggested that SWFs be permitted to invest only through financial intermediaries, whereas others have suggested SWFs be limited to investing on global index funds. Alternative proposals include that SWFs be stripped of their voting rights, that they be forbidden from taking controlling position in domestic companies, and that they be subjected to mandatory disclosure and governance rules”. Epstein R. A., Rose A. M. (2009), pag. 119.

<sup>80</sup> Goldstein A., Subacchi P. (2008), p. 64.

<sup>81</sup> “Eliminating all the concerns about SWFs is likely to be difficult, but if left entirely unaddressed, they may fuel protectionism. Yet such a response would be damaging, and could pose serious obstacles to the flow of capital and the investment of financial surpluses, as well as creating regulatory arbitrage, and decreasing underlying market transparency. Striking a balance between protecting sensitive sectors on national security grounds, and ensuring a free flow of capital through transparent and stable round rules, will be necessary to avoid a slippery slope of retaliatory protectionism and restrictions on international investment flows”. IMF (2008), p. 16.

<sup>82</sup> La pratica di consultare i destinatari delle norme non è nuova ed è anzi sempre più diffusa per leggi e regolamenti che riguardano il comparto finanziario, dato che può contribuire ad accrescere l'*accountability* dei destinatari dell'attività normativa. Sul punto, Brescia Morra C. (2002), p. 529 e ss.



dei principali fondi sovrani,, un codice che si focalizzi sugli aspetti di *governance*, sull'assetto istituzionale e sulla trasparenza.

Il primo maggio 2008 è stato creato un gruppo di lavoro internazionale (IWG, *international working group*), formato dai rappresentanti di 25 Paesi aderenti al FMI<sup>83</sup> e co-presieduto da un rappresentante dell'ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) e dal direttore del Monetary and Capital Markets Department del FMI, con il compito di elaborare una serie di principi condivisi (Generally Accepted Principles and Practices-GAPP), cui i membri del gruppo dovranno aderire<sup>84</sup>. I GAPP hanno, fra i loro obiettivi, quello di mantenere un sistema finanziario globale stabile e di consentire che i flussi di capitali e gli investimenti avvengano nel modo più libero possibile; di incentivare i fondi sovrani ad attenersi alle norme sulle informative e sulla trasparenza che vengono applicate negli Stati in cui vanno a investire<sup>85</sup>; rendere più trasparenti le proprie strutture di *governance*, così da poter sottostare agli eventuali controlli da parte delle autorità dei paesi in cui risiedono le imprese obiettivo.

In vista dell'elaborazione dei GAPP, il FMI ha realizzato un'indagine (già richiamata nel corso della presente nota) che descrive le pratiche ed i principali modelli di funzionamento dei SWFs; ad essa hanno partecipato 20 dei 25 fondi sovrani coinvolti nell'IWG<sup>86</sup>.

Il 14 ottobre 2008, l'International Working Group ha reso pubblici i GAPP, o "Santiago Principles"<sup>87</sup>: il documento si articola in 24 principi, volti a disciplinare l'architettura legislativa su cui si fondano i SWFs, la loro *governance* e alcuni aspetti relativi alla gestione del rischio degli investimenti. I principi richiedono che ogni fondo renda chiaro chi sono i beneficiari degli investimenti effettuati e quale tipo di mandato lega i manager alla proprietà, così che diventi inequivocabile chi sono i soggetti cui i gestori del fondo rendono conto (GAPP 1.1). Ciò sarà utile

---

<sup>83</sup> I partecipanti al gruppo di lavoro sono i rappresentanti di: Australia, Azerbaijan, Bahrain, Botswana, Canada, Cile, Cina, Guinea Equatoriale, Iran, Irlanda, Corea del Sud, Kuwait, Libia, Messico, Nuova Zelanda, Norvegia, Qatar, Russia, Singapore, Timor-este, Trinidad & Tobago, Emirati Arabi Uniti e USA. L'Arabia Saudita, il Vietnam, l'OCSE e la Banca Mondiale partecipano come osservatori permanenti.

<sup>84</sup> "With the direct input of SWFs via the IWG, the GAPP aims to promote a clearer understanding of the institutional framework, governance, and investment operations of SWFs that continue to support the maintenance of an open and stable investment climate globally". Si veda il comunicato stampa n° 08/03 del FMI del 10 luglio 2008, disponibile sul sito [www.iwg-swf.org](http://www.iwg-swf.org).

<sup>85</sup> "An important part of the work would be to decide what types of transparency are desirable. Transparency is of interest to very different groups – including the general public, markets, counterparties, recipient countries, and regulators – but their needs differ. Transparency also can be broadly divided into three categories: transparency with respect to: (i) objectives; (ii) organizational structure and institutional arrangements; and (iii) investment portfolio (size, composition, returns, risk indicators). Of these three, transparency regarding the investment portfolio is likely to generate considerable discussion. Here, a balance will need to be found between the market sensitivity of data on the one hand and the minimum require to verify stated objectives on the other hand." IMF (2008a), p. 26.

<sup>86</sup> Hammer C. et al(2008)

<sup>87</sup> L'International Working Group aveva raggiunto un accordo preliminare sui GAPP a Santiago del Cile il 2 settembre 2008

sia per una migliore *accountability* nel paese di origine, sia per aumentare la trasparenza agli occhi dei paesi destinatari degli investimenti.

La *policy* del fondo dovrebbe essere specificata e resa pubblica, così da permettere a soggetti esterni la valutazione degli investimenti (il modo in cui vengono individuati gli obiettivi di tali investimenti, la loro tempistica, il loro orizzonte temporale, il loro ritiro, ecc.), e l'efficacia delle strategie messe in atto per il raggiungimento dei fini stessi (GAPP 2 e 4).

Particolare attenzione viene posta alla *governance* del fondo, la cui architettura dovrebbe essere ben delineata già a partire dall'atto che costituisce e regola il fondo stesso. Essa dovrebbe distinguere chiaramente a chi vengono affidati compiti di vigilanza, decisionali e operativi (GAPP 6). Al soggetto proprietario dovrebbero essere attribuiti due compiti principali: dovrebbe stabilire gli obiettivi e gli orientamenti generali del fondo e dovrebbe esercitare un ruolo di vigilanza e sorveglianza sull'attività dei soggetti che gestiscono il fondo. Qualora il SWF sia un soggetto giuridico separato dallo Stato, quest'ultimo dovrebbe nominare le persone che siedono negli organi di gestione del fondo; la nomina dovrebbe avvenire secondo procedure pubbliche e trasparenti e permettere di selezionare i soggetti secondo criteri di competenza e alta qualificazione (GAPP 7). Ad essi la proprietà dovrebbe lasciare sufficienti margini di azione, poiché spetta a loro l'individuazione e l'attuazione delle strategie del fondo, e a loro va attribuita la responsabilità ultima della sua performance.

Le scelte relative ai singole operazioni di investimento dovrebbero essere lasciate ai manager operativi, che dovrebbero essere a loro volta messi al riparo da interferenze e interventi diretti da parte dello Stato proprietario (GAPP 8 e 9). A tal proposito, il documento suggerisce che ciascun fondo debba dotarsi di una chiara politica degli investimenti – cui dovrebbe essere data adeguata pubblicità – che gli permetta di raggiungere gli obiettivi individuati dal soggetto proprietario<sup>88</sup>. Le dichiarazioni relative a tale *policy* dovrebbero includere informazioni sul grado di esposizione finanziaria degli investimenti, sull'eventuale ricorso alla leva finanziaria e sull'utilizzo di manager e consulenti esterni al fondo (GAPP 18).

Per aumentare il proprio livello di trasparenza, ciascun fondo dovrebbe produrre un rapporto annuale e un rendiconto finanziario che descriva la propria performance, da sottoporre a certificazione da parte di uno o più revisori qualificati e indipendenti (GAPP 12).

La trasparenza nella suddivisione dei compiti contribuisce ad attribuire correttamente ai vari soggetti le responsabilità nella gestione del fondo e dovrebbe permettere ai suoi gestori di operare

---

<sup>88</sup> “The investment policy normally defines permissible asset classes and gives guidance on concentration risk with regard to individual holdings, liquidity, and geographical and sectoral concentration. In line with the policy purpose of the SWF, the strategic asset allocation may set certain investment parameters, for example, exclusively investing in foreign assets”. IMF (2008b), cit, p. 22.

senza ingerenze politiche dirette da parte della proprietà. Gli investitori dovrebbero invece basare le proprie scelte e strategie su considerazioni di carattere puramente economico-finanziario e utilizzare strumenti di *risk management* (GAPP 16).

Il documento del FMI precisa poi che le attività svolte e gli investimenti realizzati dai SWFs devono avvenire nel rispetto delle leggi e delle regolazioni previste dai paesi recipienti, i quali, attraverso le authority di settore, possono richiedere ulteriori informazioni o avviare procedure di investigazione supplementari. D'altro canto, i paesi recipienti si impegnano a evitare qualunque tipo di discriminazione e ad applicare ai fondi sovrani le stesse leggi e le stesse norme previste per qualsiasi altro soggetto investitore (GAPP 15).

Riguardo ai diritti di voto relativi alla quota di capitale detenuto, i SWFs dovrebbero dichiarare *ex ante* la volontà o meno di esercitarli, nonché la loro posizione riguardo alla loro presenza nei vari consigli e organi delle società partecipate, così da precisare se gli investimenti vengono effettuati con la volontà di partecipare effettivamente al governo dell'impresa, o se mirano semplicemente ad ottenere rendite lungo periodo senza interferire in maniera pressante con la gestione degli *assets* (GAPP 21).

I Santiago Principles prevedono anche che i fondi si dotino di una cultura manageriale e di un insieme di regole che permetta loro di affrontare varie tipologie di rischio in cui possono incorrere, tra i quali, ad esempio, quello finanziario, operativo, regolatorio e reputazionale. Si auspica che tale insieme di regole venga reso pubblico<sup>89</sup> (GAPP 22).

Infine, si prevede che ciascun fondo adotti accurati strumenti per misurare la performance degli investimenti, così da valutare, da un lato, l'operato dei manager e la conformità fra gli obiettivi dati dalla proprietà e quelli effettivamente raggiunti e, dall'altro, l'efficacia dei meccanismi di stima e valutazione dei rischi di cui al GAPP 22.

Il testo si contraddistingue per l'evidente genericità di molti termini e definizioni utilizzati e in generale, è da chiedersi se tali principi saranno davvero seguiti, visto che la premessa non manca di sottolineare che la loro applicazione avverrà su base del tutto volontaria, nel rispetto delle norme e degli obblighi dello Stato di origine: tale disposizione potrebbe infatti ridurre in modo significativo la portata dei GAPP, soprattutto qualora risultino incompatibili con la legislazione dei

---

<sup>89</sup> “The risks that SWFs face in their investment operations can be classified into four broad categories: financial, operational, regulatory, and reputational risks. The main financial risks are market risk (e.g., interest rate, foreign currency, equity and commodity price risks), credit risk (e.g., issuer, counterparty, and settlement risks), and liquidity risk. The main operational risks<sup>38</sup> include people risk (incompetence and fraud), business continuity risk, process risk, technology risk, and legal risk. The main regulatory risk stems from changes in the laws and regulations governing the operation of SWFs in countries of origin as well as recipient countries, or from changes in the application of such laws and regulations. Reputational risk is the potential that negative publicity regarding an SWF's business practices, whether true or untrue, may cause a decline in investment returns, costly litigation, or loss of counterparties, or impair the home country government's international standing”. IMF (2008b), cit, p. 23.

Paesi di origine dei fondi; inoltre, in caso di violazione dei principi non è prevista alcuna sanzione, né è del resto prevista la costituzione di un organismo unico che monitori e controlli il loro effettivo rispetto<sup>90</sup>.

Più in particolare, se è vero che il tessuto connettivo dei GAPP è dato dall'esigenza di una maggiore trasparenza tanto sull'attività dei fondi, quanto sulla loro struttura di *governance*, per ciò che riguarda la prima, ci si domanda se siano sufficienti le informazioni relative al pacchetto di partecipazioni detenute che i fondi devono rendere pubbliche: infatti, non è richiesto di comunicare le dimensioni delle varie attività in gestione e l'esatta composizione dell'intero portafoglio delle partecipazioni. Quanto alla seconda, le disposizioni relative alla ripartizione dei compiti fra i vari soggetti (proprietà, gestore del fondo e management operativo), che dovrebbero permettere di individuare più facilmente le responsabilità di ciascuno e le eventuali ingerenze della proprietà nella gestione del fondo, sembrano difficilmente applicabili ai fondi che non sono soggetti legalmente separati (quelli che il documento definisce “*a pool of assets without a separate legal identity*”)<sup>91</sup>.

In sintesi, il tessuto connettivo dei GAPP è dato dall'esigenza di una maggiore trasparenza tanto sull'attività dei fondi, quanto sulla loro struttura di *governance*. Per ciò che riguarda la prima, c'è da chiedersi se siano sufficienti le informazioni relative al pacchetto di partecipazioni detenute che i fondi devono rendere pubbliche: infatti, non è richiesto di comunicare le dimensioni delle varie attività in gestione e l'esatta composizione dell'intero portafoglio delle partecipazioni. Quanto alla seconda, le disposizioni relative alla ripartizione dei compiti fra i vari soggetti (proprietà, gestore del fondo e management operativo), che dovrebbero permettere di individuare più facilmente le responsabilità di ciascuno e le eventuali ingerenze della proprietà nella gestione del fondo, sembrano difficilmente applicabili ai fondi che non sono soggetti legalmente separati (quelli che il documento definisce “*a pool of assets without a separate legal identity*”)<sup>92</sup>.

Infine, desta perplessità la possibilità di applicare realmente il GAPP 15, soprattutto alla luce dei tentativi di disciplinare l'attività dei SWFs intrapresi da alcuni Stati, ad esempio la Germania, che pone limiti più stringenti agli investimenti effettuati da soggetti esterni alla Comunità europea; tale principio si troverebbe poi in contrasto anche con un'eventuale normativa europea che preveda, a sua volta, un trattamento differenziato in base all'origine geografica degli investitori. In base a tale GAPP, infatti, “*The SWF expects that host countries would not subject the SWF to any requirement, obligation, restriction, or regulatory action exceeding that to which other investors in similar circumstances may be subject*”<sup>93</sup>.

---

<sup>90</sup> Si veda Bassan F. (2009), pag. 116.

<sup>91</sup> IMF (2008b), cit, p. 23.

<sup>92</sup> IMF (2008b), cit, p. 23.

<sup>93</sup> Ibidem, p. 19.

## **8.2 L'OCSE**

Anche l'OCSE ha iniziato un lavoro che mira a stendere un codice di condotta condiviso per il trattamento degli investitori stranieri, ma si rivolge principalmente ai paesi recipienti. L'attività dei due organismi internazionali si svolge di fatto in parallelo e si focalizza su due aspetti diversi, ma complementari: un codice di condotta per i SWFs, da un lato, e un codice di disciplina che indirizzi le leggi in tema di investimenti internazionali dei paesi recipienti in termini di trasparenza, responsabilità del proprio operato e proporzionalità nella regolazione.

L'attività dell'OCSE (il cui coinvolgimento in questo settore è riconducibile al proprio *expertise* sulle connessioni tra apertura dei mercati, competitività e processi di liberalizzazione) tende ad evitare che gli Stati adottino restrizioni e barriere legali all'entrata di fondi sovrani, sottolineando anche che il principio di reciprocità non deve essere precondizione per l'apertura dei mercati. Si vuole evitare che dietro la difesa della stabilità e della sicurezza nazionale si celino obiettivi di difesa dell'industria e del commercio nazionale, o motivi di natura più strettamente politica<sup>94</sup>.

Inoltre, l'applicazione del principio di reciprocità a stati con economie emergenti potrebbe acuire alcune asimmetrie nei processi di sviluppo dei paesi target (solitamente già industrializzati) rispetto a quelli dei paesi di origine dei fondi stessi<sup>95</sup>.

Il lavoro dell'OCSE ha per il momento portato alla pubblicazione di un lavoro preliminare, in attesa del rapporto finale, previsto per il 2009. Secondo l'OCSE, il ruolo svolto dai fondi sovrani resta fondamentalmente positivo e la loro attività non giustifica "chiusure preventive" dei mercati nazionali: anche in occasione della stesura di questo rapporto, così come in altri lavori<sup>96</sup>, non si è mancato di sottolineare che "*SWFs bring benefit to both home and host countries*"<sup>97</sup>.

---

<sup>94</sup> "However, OECD countries have accepted that the national security clause should be applied with restraint and not be used as a general escape clause from their commitments to open investment policies". OECD, comunicato stampa del 9 aprile 2008, disponibile sul sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

<sup>95</sup> "EN particulier, l'idée que les investissements souverains réalisés dans la UE soient soumis à une condition de <<réciprocité>>, bien que séduisante a priori, ne peut guère servir de principe directeur. Etant donné que de nombreuses réformes ne peuvent être imposées brutalement aux pays émergentes dont les niveaux de développement économique restent disparates et différents de ceux des pays émergents dont les niveaux de développement économique restent disparates et différents de ceux des pays de destination, la réciprocité pourrait avoir pour principale conséquence d'importer des incertitudes juridiques et des pratiques contestables depuis les économies émergentes vers les plus développées". Roller L. H., Véron N. (2009), pag. 449.

<sup>96</sup> "The recent rapid growth in SWFs has generated unease about international investment and national security. This could be a source of concern if SWF investments were motivated by political rather than commercial objectives. To date, however, SWFs have been reliable, long-term, commercially-driven investors and a force for global financial stability (...). It is possible to safeguard essential security interests without compromising long-standing OECD commitments that promote an open global investment environment". Elmeskov J. (2008).

<sup>97</sup> "SWFs have much to offer. SWFs' recent injections of capital into several OECD financial institutions were stabilising because they came at a critical time when risk-taking capital was scarce and market sentiment was

Per questo motivo, i SWFs non necessitano di una disciplina specifica; si dovrebbero applicare loro i principi contenuti nel Code of Liberalisation of Capital, del 1961, e nella Declaration on International Investment and Multinational Enterprises, del 1976 e rivista nel 2000.

Da un'indagine condotta dalla stessa OCSE risulta che, allo stato attuale, la maggioranza dei Paesi che ne fanno parte dispongono di una o più misure di disciplina degli investimenti volte alla salvaguardia della sicurezza nazionale e, in quattro casi, tali misure sono appositamente destinate agli investimenti stranieri effettuati tramite soggetti o istituzioni a controllo pubblico; in molti Stati, inoltre, è in corso una revisione del quadro normativo che disciplina gli investimenti stranieri ed il tipo di controllo (pubblico o privato) viene sempre più spesso assunto come elemento rilevante della regolazione.

In attesa di stendere il rapporto finale, i Paesi aderenti dell'OCSE hanno dichiarato di concordare su alcuni punti preliminari, tra cui la necessità di ridurre le occasioni in cui far ricorso alle norme di salvaguardia della sicurezza nazionale per limitare gli investimenti esteri; inoltre, il ricorso a tali norme dovrà comunque avvenire tenendo conto di alcuni principi generali, di non discriminazione, trasparenza, proporzionalità e responsabilità.

In base al primo principio (*non-discrimination*), gli investimenti non dovrebbero essere discriminati in base al tipo di soggetto (pubblico o privato) che li effettua; nel caso in cui un investimento rappresenti un effettivo pericolo per la sicurezza nazionale, si possono adottare misure urgenti, specificandone però l'eccezionalità.

Per ciò che concerne il secondo principio (*transparency/predictability*), si ritiene necessario che la disciplina degli investimenti, gli obiettivi della regolazione e le procedure siano più trasparenti possibile, così da garantire la certezza del diritto e ridurre al massimo la discrezionalità degli Stati cui gli investimenti sono destinati<sup>98</sup>.

---

*pessimistic. They help to recycle savings internationally and generally have a good track record as long-term investors. They contribute to the economic development of their home*". OECD (2008), p. 2, disponibile sul sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

<sup>98</sup> Per fare ciò, si individuano alcune sottocategorie di principi: "(1) *Codification and publication. Primary and subordinate laws should be codified and made available to the public in a convenient form (e.g. in a public register; on internet). In particular, evaluation criteria used in reviews should be made available to the public.* (2) *Prior notification. Governments should take steps to notify interested parties about plans to change investment policies.* (3) *Consultation. Governments should seek the views of interested parties when they are considering changing investment policies.* (4) *Procedural fairness and predictability. Strict time limits should be applied to review procedures for foreign investments. Commercially-sensitive information provided by the investor should be protected. Where possible, rules providing for approval of transactions if action is not taken to restrict or condition a transaction within a specified time frame should be considered.* (5) *Disclosure of investment policy actions is the first step in assuring accountability. Governments should ensure that they adequately disclose investment policy actions (e.g. through press releases, annual reports or reports to Parliament), while also protecting commercially-sensitive and classified information*". OECD (2008), p. 5, disponibile sul sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

Il terzo principio (*regulatory proportionality*) richiede invece che non siano applicati regolamenti eccessivamente intrusivi e, in particolare, che la sicurezza nazionale sia tutelata da apposite disposizioni solo nel caso in cui quelle generali non siano sufficienti a garantirla<sup>99</sup>.

Infine, l'ultimo principio di cui si auspica l'applicazione è quello relativo alla responsabilità (*accountability*), con cui si mira a garantire che la decisione finale di bloccare un investimento debba essere presa “*at high government levels*” e non affidata a singole istituzioni (authority o ministero).

Il rapporto finale conterrà un approfondimento delle *best practices* relative all'implementazione dei quattro principi elencati in precedenza (con particolare riferimento a quello della *accountability*), considerati di basilare importanza per diffondere un modello di regolazione *soft* e incentivare la realizzazione di un mercato aperto agli investimenti internazionali<sup>100</sup>.

### **8.3 La Commissione europea**

La Commissione europea tende a un approccio comune alla regolazione dei fondi sovrani, e condivide quanto stanno facendo il FMI e l'OCSE. La ricerca di un *mainstream* condiviso che accomuni i paesi dell'Unione è ritenuta condizione necessaria per giocare un ruolo attivo nell'elaborazione di codici elaborati a livello internazionale.

Il 27 febbraio 2008, essa ha adottato una comunicazione su fondi sovrani e sulla possibilità di elaborare strumenti regolatori per questo tipo di investimenti, in funzione della successiva riunione del Consiglio europeo, svoltasi il 13 e 14 marzo<sup>101</sup>.

La Commissione è critica nei confronti dei timori nei confronti dei fondi, che hanno svolto un ruolo determinante nella stabilizzazione dei mercati finanziari mondiali, recentemente caratterizzati da una riduzione di liquidità, e che potrebbero, nel medio periodo, contribuire a rafforzare il ruolo dell'euro sui mercati internazionali<sup>102</sup>. La comunicazione precisa poi che, in attesa di codici di condotta volontari (come quello elaborato dal FMI) o di *guidelines* che individuino le *best practices* da applicare nei Paesi cui sono destinati gli investimenti (come quelle cui sta lavorando l'OCSE),

---

<sup>99</sup> “Essential security concerns are self-judging. OECD investment instruments recognize that each country has a right to determine what is necessary to protect its national security. This determination should be made using risk assessment techniques that are rigorous and that reflect the country's circumstances, institutions and resources. The relationship between investment restrictions and the national security risks identified should be clear”. Ibidem.

<sup>100</sup> “The resulting framework will foster mutually-beneficial situations where SWFs enjoy fair treatment in recipient country markets and recipient countries can confidently resist pressures for protectionist responses”. Ibidem

<sup>101</sup> Commissione Europea (2008)

<sup>102</sup> “While an increase in international use of the euro would definitely bring benefits, an abrupt shift toward the European currency by SWFs could put unwelcome upward pressure on the euro and should be avoided”. Commissione Europea (2008), p.4.

non mancano normative che, a vario titolo, possono essere applicate a tutti i soggetti investitori e, di conseguenza, anche a quelli extracomunitari.

In primo luogo, l'attività dei fondi sovrani è sottoposta agli articoli 63 e 64 della Versione consolidata del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE): il primo vieta, in generale, "tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi"; il secondo precisa che "il Consiglio, che delibera a maggioranza qualificata su proposta della Commissione, può adottare misure concernenti i movimenti di capitali provenienti da paesi terzi o ad essi diretti, in relazione a investimenti diretti" e che la stessa Commissione può adottare, all'unanimità, eventuali misure "che comportino un regresso della legislazione comunitaria per quanto riguarda la liberalizzazione dei movimenti di capitali provenienti da paesi terzi o ad essi diretti".

In secondo luogo, la normativa comunitaria relativa alle concentrazioni prevede che gli Stati possano adottare misure atte a proteggere interessi di pubblica utilità diversi dalla concorrenza: la sicurezza pubblica e la salvaguardia della pluralità dei media costituiscono due esempi di interessi legittimi che possono essere tutelati anche con norme contrarie alla concorrenza, a patto che tali disposizioni siano necessarie, non discriminatorie, proporzionate e, ove possibile, temporanee<sup>103</sup>.

Infine, il Trattato, all'art. 65, prevede che le disposizioni dell'art. 63 non pregiudicano il diritto degli Stati membri "di prendere tutte le misure necessarie per impedire le violazioni della legislazione e delle regolazioni nazionali, in particolare nel settore fiscale e in quello della vigilanza prudenziale sulle istituzioni finanziarie (...) o di adottare misure giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza". In ogni caso, come ha avuto modo di precisare la Corte di giustizia, le eventuali restrizioni ai movimenti di capitale devono essere necessarie e non possono essere del tutto arbitrarie, né prevista per la tutela di interessi puramente economici<sup>104</sup>.

La Commissione europea ritiene invece dannoso affidare la regolazione dei SWFs alle iniziative dei singoli Paesi ed esprime preferenza per un quadro normativo unitario, così che sia possibile continuare a beneficiare dei loro investimenti. Mantenere una posizione unitaria di fronte al fenomeno dei fondi sovrani permetterebbe ai paesi dell'Unione, come già ricordato, di avere un maggior peso specifico all'interno del dibattito internazionale. Inoltre, dotarsi di un approccio e di regole comuni costituirebbe un altro passo verso la realizzazione di un mercato unico europeo privo di barriere e più uniforme e integrato possibile. Infine, stendere un *set* di norme condivise è

---

<sup>103</sup> Sul punto, San Mauro C. (2003), pgg. 21 e ss.

<sup>104</sup> "Measures taken for public interest reasons on investment should not go beyond what is necessary to achieve the justified goal, in line with the principle of proportionality, and the legal framework should be predictable and transparent". Commissione Europea (2008), p.9.



considerata condizione necessaria non solo per evitare che siano alzate barriere all'interno del mercato comunitario, ma anche per aprirlo ed integrarlo con i mercati internazionali <sup>105</sup>.

Il documento della Commissione sottolinea peraltro che per realizzare un mercato maggiormente efficiente e per allontanare il pericolo di nuovo protezionismo, i fondi sovrani dovrebbero incrementare il loro livello di trasparenza, sia per ciò che riguarda i loro meccanismi di *governance*, che per quanto riguarda i loro programmi di investimento.

In particolare, per ciò che riguarda i meccanismi di *governance*, si auspica che siano applicati anche ai fondi sovrani quei principi internazionali <sup>106</sup> che richiedono agli investitori, tra l'altro, di rendere esplicita la separazione delle responsabilità nella gestione del fondo; di esternare gli obiettivi generali della politica di investimento nel suo complesso; di descrivere i meccanismi che garantiscono l'autonomia operativa dei fondi e, più in generale, che governano i rapporti con le autorità governative e politiche dei paesi che li controllano; di sviluppare e rendere noti le proprie strategie e politiche di *risk-management*.

Per quanto riguarda i programmi di investimento, la Commissione indica come esempi da seguire il fondo norvegese e quello di Singapore, mentre agli altri richiede di rendere pubbliche il maggior numero di informazioni possibili riguardo alle imprese in portafoglio e alla quota di capitale in esse detenute (specialmente se di maggioranza); alla volontà di esercitare i propri diritti di voto; all'eventuale ricorso alla leva finanziaria; all'ammontare e origine delle risorse impiegate; alla modalità di regolazione del fondo nel paese di origine. Tali informazioni sono ritenute fondamentali in quanto rendono più facilmente monitorabile, parte dei vari *stakeholders*, l'operato del management, che viene responsabilizzato. Inoltre, una maggiore trasparenza dovrebbe anche ridurre gli incentivi dei governi proprietari a intervenire direttamente e in modo determinate nella gestione dei fondi (aspetto, questo, tradizionalmente considerato molto sensibile da parte della Commissione).

La posizione del Consiglio europeo si trova sostanzialmente allineata a quella della Commissione: nelle conclusioni della Presidenza del Consiglio del 14 Marzo 2008, si ribadisce l'impegno dell'Unione europea a "garantire un ambiente globale favorevole agli investimenti basato sulla libera circolazione di capitali e sull'efficace funzionamento dei mercati dei capitali mondiali"<sup>107</sup>. Nello stesso documento si auspica la possibilità, per i paesi dell'Unione, di trovare un approccio comune e si conferma l'appoggio ai gruppi di lavoro facenti capo all'OCSE e al FMI, con

---

<sup>105</sup> Commissione Europea (2008), p.8.

<sup>106</sup> Fra i principi cui si fa riferimento nel documento vengono citati le "Guidelines for foreign exchange reserve management" del FMI e le "Guidelines on corporate governance of State-owned enterprises" elaborate dall'OCSE.

<sup>107</sup> Consiglio dell'Unione Europea (2008)

“l’obiettivo di concordare a livello internazionale un codice di condotta volontario per i fondi sovrani e di definire principi per i paesi destinatari a livello internazionale”<sup>108</sup>.

Infine, più recentemente, il Parlamento europeo in una sua risoluzione riconosce, da un lato, il bisogno di analisi più approfondite sul ruolo e sulla crescente influenza esercitata dai SWFs, sottolineandone il differente grado di trasparenza e, in alcuni casi, la scarsa diffusione di informazioni; dall’altro, si mostra preoccupato per il rischio che gli Stati nazionali si affidino a forme di regolazione statali. Per questi motivi, chiede alla Commissione di “monitorare le attività dei fondi sovrani e di svolgere il suo ruolo di coordinamento al fine di garantire che le iniziative nazionali non vadano contro l’impegno di apertura agli investimenti e non mettano in pericolo la posizione dell’Unione europea sui mercati mondiali”<sup>109</sup>.

In particolare, si chiede di compiere una verifica di tutti gli strumenti attualmente disponibili a livello comunitario per contrastare eventuali politiche aggressive da parte dei SWFs (ad es. norme su obblighi di trasparenza, diritti di voto, diritti degli azionisti e *golden share*) e di individuare una possibile lista di settori strategici cui potrebbero essere applicate regolazioni *ad hoc* giustificate da quei motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza di cui all’art. 65 del TFUE citato in precedenza.

Fra i settori maggiormente delicati, per i quali potrebbero essere immaginate particolari forme di tutela, ci sono quelli energetici. È interessante considerare, a tal proposito, la proposta di riforma delle direttive comunitarie che disciplinano il mercato interno elettrico e del gas (il cosiddetto “terzo pacchetto” sull’energia)<sup>110</sup>, la quale recepisce i timori avanzati da alcuni Paesi europei, di perdere il controllo di *assets* strategici, quali le reti di trasporto di gas e energia elettrica, e dispone che le reti europee e le società di gestione non possano essere controllate da un soggetto estraneo all’UE, a meno di accordi specifici con quest’ultima, allo scopo di garantire la reciprocità e il rispetto di norme simili e in linea con quelle comunitarie<sup>111</sup>. L’obiettivo della riforma è quello di garantire che le imprese dei paesi terzi rispettino le stesse regole applicabili alle imprese che hanno sede nell’UE.

## **9 Sintesi e conclusioni**

I fondi sovrani si sono negli anni recenti fortemente sviluppati, a causa di crescenti avanzi di bilancia dei pagamenti sia dei paesi petroliferi (grazie all’aumento deciso delle quotazioni del

---

<sup>108</sup> Ibidem

<sup>109</sup> Parlamento europeo (2008)

<sup>110</sup> Commissione europea (2007)

<sup>111</sup> Ciaralli E. (2008), p. 204.

greggio), sia di paesi emergenti, prevalentemente asiatici, forti esportatori di prodotti non petroliferi (grazie all'accentuato dinamismo delle loro economie).

Mentre i paesi petroliferi hanno da lungo tempo preferito incanalare parte dei loro surplus in tali veicoli, altri paesi emergenti hanno tradizionalmente preferito l'accumulo di riserve ufficiali, e solo più recentemente la crescita dei surplus li ha indotti a creare fondi sovrani (la maggioranza dei SWFs resta peraltro *oil-related*). L'investimento dei fondi sovrani ha principalmente obiettivi di redditività, sia pure a lungo termine, mentre quello delle riserve risponde in primo luogo a obiettivi di tutela della valuta e a criteri di politica monetaria. Ciò spiega perché, man mano che le riserve crescono e sono ritenute sufficienti a soddisfare tali obiettivi e criteri, gli avanzi correnti sono tendenzialmente devoluti ai fondi sovrani e non alle riserve.

Mentre nella crisi petrolifera degli anni '70 gli investimenti di quegli avanzi si diressero prevalentemente verso il mercato dell'eurodollaro, in forma di depositi, a causa della liquidità ed efficienza del mercato, del rilievo del dollaro come moneta di riserva, del relativo minor sviluppo e minor apertura dei mercati finanziari, della riluttanza dei paesi avanzati ad accettare investimenti di partecipazione dai paesi produttori, della bassa profittabilità di diverse industrie, negli anni recenti quei fattori sembrano operare in senso contrario: efficienza e sviluppo enorme dei mercati finanziari, relativa minor attrattiva dei depositi bancari, ridimensionamento del dollaro, apertura a investimenti esteri da parte dei paesi "occidentali", più alta redditività del capitale, crescita dei paesi emergenti e possibilità di diversificare gli investimenti nelle loro economie. Ne è risultato un notevole incremento degli investimenti di rischio e di controllo di imprese.

Date la diffusa opacità dei fondi sovrani e le incertezze della loro definizione, difficile è stimarne la consistenza e l'impatto sui mercati finanziari, su prezzi, rendimenti, volatilità dei vari strumenti. Tanto più difficili sono le stime e le previsioni nella presente fase di turbolenza finanziaria. Dimensionalmente essi sono assai meno rilevanti di altri investitori istituzionali, ma più rilevanti di nuovi *players* quali i fondi *hedge* o di *private equity*. Sono comunque una percentuale relativamente modesta, comunque sia calcolata, del mercato finanziario globale. L'opinione prevalente sembra non enfatizzare il loro ruolo, e forse sottolinearne una funzione stabilizzante. Certamente stabilizzante è stato il loro ruolo a livello "micro", di singole imprese, nel caso delle recenti partecipazioni in banche in difficoltà.

Gli investimenti di partecipazione pongono un problema di *governance* societaria, data la menzionata carenza di trasparenza dei fondi sovrani. Il problema si sdoppia tra società partecipata (cd *portfolio company*) e lo stesso fondo sovrano. Per la prima, sussiste principalmente ove sia "delistata", ma non nel caso in cui essa resti *public*. Per il secondo, la rilevanza della trasparenza è connessa al carattere, strategico o relativamente passivo (come nel caso di affidamento

dell'investimento a un gestore esterno) degli investimenti effettuati; il problema, inoltre, è reso più complesso ove il fondo sovrano operi indirettamente, ad es. tramite un fondo *hedge* o di *private equity*.

La questione della trasparenza e *accountability* del fondo sovrano verso ogni *stakeholder* conduce al tema degli aspetti politici del fenomeno, un tema da fronteggiare con gli strumenti della diplomazia economica. Da una parte si vorrebbe ricondurre i SWFs al carattere di investitori privati e farne accettare le regole; dall'altra si chiede maggiore informazione proprio in quanto entità pubbliche. Ma non si può non vedere nella loro affermazione un spostamento degli equilibri del potere economico globale verso centri diversi da quelli consolidati. Il problema è quello di individuare le vie per trarre beneficio da tale spostamento, più che sterilmente opporsi ad esso.

A fronte degli investimenti effettuati dai fondi sovrani si è assistito ad un numero crescente di tentativi di regolarne l'attività, sia da parte degli organismi internazionali, che dei singoli Stati.

Il *trait d'union* che accomuna l'approccio degli organismi sovranazionali è la richiesta di una maggiore trasparenza per ciò che riguarda le società in portafoglio, ma soprattutto i meccanismi di *governance* interna al fondo. La riduzione delle asimmetrie informative tra i diversi operatori sul mercato sembra infatti essere principio rilevante per accogliere tali fondi ed equiparare la loro attività a quella degli altri investitori<sup>112</sup>, cosicché le società *target* e, soprattutto, i Paesi recipienti siano in grado di valutare correttamente le operazioni di investimento effettuate. I principi attualmente elaborati, e in particolare il codice di autodisciplina elaborato dal FMI, appaiono però ancora troppo generici e tradiscono una genesi fortemente condizionata dai compromessi cui si è dovuto ricorrere per raggiungere un accordo più ampio possibile con gli stessi fondi.

Le leggi e i regolamenti che emanano dai singoli Stati sono invece caratterizzati da forme più o meno stringenti di limitazione all'ingresso di investitori stranieri (non solo, quindi, dei SWFs) all'interno dei mercati nazionali. Fra gli aspetti comuni alle varie leggi ci sono l'indeterminazione di concetti quali "sicurezza dell'economia nazionale" o "ordine pubblico", l'estrema soggettività dei criteri con cui viene giudicata la "pericolosità" degli investimenti effettuati da soggetti stranieri, nonché l'assenza dell'indicazione di un soggetto terzo cui fare eventualmente ricorso in caso di disputa fra il fondo sovrano e il Paese in cui si realizza l'investimento<sup>113</sup>.

Fra gli aspetti che invece differenziano i vari regolamenti ci sono le restrizioni esplicitamente introdotte dai testi di legge: in particolare, si possono individuare limitazioni alle tipologie di investitori (Germania), ai settori in cui vengono effettuati gli investimenti (Francia) o entrambi

---

<sup>112</sup> *Contra* si legga Siniscalco D. (2008), p. 66. "La regolazione occorre (...) quando manca la trasparenza; ma che senso ha chiedere a un fondo sovrano, che appartiene totalmente a un Tesoro, o a una banca centrale, di rivelare chi sono i *beneficial owners*, o qual è la solidità del capitale?"

<sup>113</sup> Cohen B. J. (2009), pag. 729.

(USA). La stessa Unione europea, pur ribadendo il principio della libertà di movimento dei capitali, non esclude di poter applicare agli investimenti extracomunitari il “modello francese” in settori strategici degni di particolare tutela. La scelta di individuare eventuali settori o infrastrutture “sensibili” appare preferibile in quanto la strada alternativa, basata sulla tipologia dell’investitore, potrebbe condurre a restrizioni generalizzate e indiscriminate di tutti i flussi di investimento<sup>114</sup>. A livello comunitario sembra non necessario prevedere un regolamento appositamente dedicato ai SWFs, essendo sufficiente applicare le norme vigenti<sup>115</sup>.

La regolazione dei fondi sovrani appare quindi una questione che può essere affrontata sotto molteplici aspetti e a diversi livelli (nazionale, sovranazionale o globale); tutte le proposte sembrano però oscillare intorno al “Grande Trade-off” tra l’interesse collettivo a mantenere aperto e senza barriere il mercato dei capitali e la legittima volontà di ciascuno Stato di garantire al proprio interno la sicurezza nazionale<sup>116</sup>. Se in un primo periodo (che va all’incirca dal 2005 al 2007) le regolazioni proposte o applicate (soprattutto a livello nazionale) erano figlie di una marcata diffidenza verso i “nuovi” investitori, in un secondo periodo (2008 – 2009) la crisi che ha colpito i mercati finanziari globali ha attenuato tali diffidenze; in alcuni casi l’iter di approvazione della legge ha subito un rallentamento (Germania), mentre in altri si assiste a ripensamenti e l’originaria posizione difensiva sembra lasciare spazio ad una posizione volta ad incentivare l’ingresso di capitali sui mercati nazionali (Francia).

### ***Bibliografia***

- ABI-Associazione Bancaria Italiana (2008), “Fondi sovrani: ruolo, prospettive di sviluppo e posizione dei principali paesi e organismi internazionali”
- Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (2006), “C7951 – Assicurazioni Generali/Toro assicurazioni”, in *Bollettino* n° 47/2006
- Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (2007), “IC36 – La corporate governance di banche e assicurazioni”, avviata nel giugno 2007 (in *Bollettino* n° 25/2007)
- Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (2008), “C9182 – Banca Monte dei Paschi di Siena/Banca Antonveneta”, in *Bollettino* n° 18/2008
- Bank of England (1980), “The surplus of oil exporters”, in *Quarterly Bulletin*
- Bassan F. (2008), “Una regolazione per i fondi sovrani”, in *Mercato Concorrenza Regole*, n°1/2009

---

<sup>114</sup> Sulla possibilità per l’Unione europea di individuare meccanismi di selezione degli investitori “all’ingresso” vds. Locatelli F. (2007), pp. 635-636.

<sup>115</sup> Sul punto, cfr anche Goldstein A., Subacchi P. (2008), p. 66.

<sup>116</sup> Cohen B. J. (2009), pag. 713.

*I fondi sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare?*

- Beck R., Fidora M. (2008), “The impact of SWFs on global financial markets, European Central Bank”, in *Occasional papers series*, 91
- Brescia Morra C. (2002), “La regolamentazione delle attività finanziarie in Europa. Il ruolo delle Autorità”, in *Analisi giuridica dell'economia*, n° 2/2002
- Cardia L. (2008), “Audizione del Presidente della Consob presso la Camera dei Deputati”, tenutasi il 29 ottobre 2008
- Coleman I. (2008), “Managing SWFs”, BBA Conference, London
- Ciaralli E. (2008), “I mercati europei dell'elettricità e del gas. Il terzo pacchetto legislativo presentato dalla Commissione”, in *Mercato Concorrenza Regole*, n°1/2008
- Cohen B. J. (2009), “Sovereign wealth funds and national security: the Great Tradeoff”, in *International Affairs*, 85, 4
- Commissione europea (2007), “Prospects for the internal gas and electricity market [SEC(2007) 12], consultabile sul sito [ec.europa.eu/energy/energy\\_policy/doc/09\\_internal\\_gas\\_and\\_electricity\\_market\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/energy/energy_policy/doc/09_internal_gas_and_electricity_market_en.pdf)
- Commissione Europea (2008), “Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social Committee and Committee of the Regions. A common European approach to Sovereign Wealth Funds”, disponibile sul sito [ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/sovereign\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/sovereign_en.pdf)
- Consiglio dell'Unione Europea (2008), “Conclusioni della Presidenza”, Consiglio europeo di Bruxelles del 13 e 14 marzo 2008
- Demarolle A. (2008), «Rapport sur les fonds souverains», consultabile sul sito [www.minefe.gouv.fr/presse/dossiers\\_de\\_presse/080522\\_rapdemarolle/rap\\_demarolle.pdf](http://www.minefe.gouv.fr/presse/dossiers_de_presse/080522_rapdemarolle/rap_demarolle.pdf)
- Demarolle A. (2009), “Fonds souverains: quelle stratégie pour la France ?”, in *Revue d'économie financière*, numéro hors-série 2009
- Deutsche Bank Research (2008), “SWFs and Foreign Investment Policies- an Update”, 22 ottobre
- Deutsche Bank Research (2009), “Sovereign Wealth Funds – state investments during the financial crisis”, 15 luglio
- Epstein R. A., Rose A. M. (2009), “The regulation of sovereign wealth funds: the virtues of going slow”, in *The University of Chicago Law Review*, 76.111
- Financial Times, “\$ 2.5 billion China investment in TPG could be private equity landmark”, 11 giugno 2008
- Financial Times, “Sovereign funds take the heat off private equity”, 16 febbraio 2008
- Financial Times, “Sovereign funds offer a wealth of benefits to the west”, 23 maggio 2008
- Financial Times, “Chinese fund tries to calm west's fears”, 4 giugno 2008
- Financial Times, “Qataris take big stake in Barclays, di Larsen P.T.”, 26 giugno 2008
- Financial Times, “Germany warned of clash on <<Cfius>> plan”, 5 agosto 2008
- Financial Times, “France's invite to overseas funds”, 3 novembre 2008

*I fondi sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare?*

- Financial Times, “Western banks face snub from China fund”, 4 dicembre 2008
- Fondazione Enrico Mattei-Monitor Group, Sovereign Wealth Fund Investment Behavior, luglio 2009
- Gieve J. (2008), “Sovereign wealth funds and global imbalances”, SW management conference, London
- Goldstein A., Subacchi P. (2008), “I fondi sovrani e gli investimenti internazionali. Salvatori o sovvertitori?”, in *L'Italia nell'economia internazionale, Rapporto ICE 2007-2008*
- Hammer C., Kunzel P., Petrova I. (2008), “Sovereign Wealth Funds – Current institutional and operational practices”, in *IMF Working Paper*, pubblicato sul sito [www.iwg-swf.org](http://www.iwg-swf.org)
- Hildebrand P.M. (2007), “Four though questions on sovereign wealth management”, in Johnson-Calari, Rietveld
- IFSL-International Financial Services London (2008), “SWFs 2008”, IFSL Research
- IFSL (2009), “SWFs 2009”, IFSL Research
- Il Sole 24 Ore, “Il Governo studia la soglia massima per i fondi sovrani”, 22 ottobre 2008
- Il Sole 24 Ore “Marcegaglia: fondi sovrani sono un’opportunità”, 28 ottobre 2008
- IMF (2008), “Sovereign Wealth Funds – A work agenda – ”
- IMF (2008), comunicato stampa n° 08/03 del 10 luglio 2008, disponibile sul sito [www.iwg-swf.org](http://www.iwg-swf.org)
- IMF (2008), “Sovereign Wealth Funds, Generally accepted principles and practices”, <<Santiago Principles>>”
- IMF (2008), “World Economic Outlook 2009”
- [imfstatistics.org](http://imfstatistics.org)
- Jen S. (2006, 14.9), “SWFs and Official FX Reserves”, Morgan Stanley
- Jen S. (2007, 15.3), “Tracking the Tectonic Shift in Foreign Reserves and SWFs”, Morgan Stanley
- Jen S. (2007, 12.7), “EM Currencies. Excess Official Reserves”, Morgan Stanley
- Jen S. (2007, 18.10), “Full Deployment of SWFs to Hurt Both USD and EUR”, Morgan Stanley
- Jen S. (2007, 3.5), “How Big Could SWFs Be by 2015”, Morgan Stanley
- Jen S. (2007, 26.4), “Russia: the Newest Member of the 'SWFs' Club”, Morgan Stanley
- Jen S. (2007, 25.10), “The Definition of a Sovereign Wealth Fund”, Morgan Stanley
- Jen S. (2008, 30.10), “SWFs Growth Tempered. USD 10 Trillion by 2015”, Morgan Stanley
- Johnson S. (2007), “The rise of SWFs”, *IMF finance and Development*, 44, 3
- Johnson-Calari J, Rietveld M (ed) (2007), “Sovereign Wealth Management”, Central Banking Publications
- Jørgen Elmeskov (2008), “World Economy at the Crossroads – Open Markets versus Protectionism”, disponibile sul sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
- Kane D.R. (1983), “The Eurodollar Market and the Years of Crisis”, Croon Helms
- Locatelli F. (2007), “I fondi sovrani dei Paesi emergenti e il patriottismo economico dell’Europa”, in *La Comunità internazionale*, n° 4/2007
- Lyon G. (2007), “State capitalism: the rise of sovereign wealth funds”, Standard Chartered

*I fondi sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare?*

- McKinsey Global Institute (2008a), “The New Power Brokers: Gaining Clout in Turbulent Markets”
- McKinsey Global Institute (2008b), “Mapping Global Capital Markets: fifth annual report”
- McKinsey Global Institute (2009a), “The New Power Brokers. How oil, Asia, hedge funds and private equity are faring in the financial crisis”
- McKinsey Global Institute (2009b), “Global Capital Markets: Entering a new era”
- OECD (2008), “Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies”, disponibile sul sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
- Preqin (2009), Preqin Sovereign Wealth Fund Review
- Prost O., Parmentier H., Hugon C. (2009), “Fonds souverains: quelle réglementation européenne?”, in *Revue d'économie financière*, numéro hors-série 2009
- Reuters, “Germany backs law to protect firms from foreigners”, 20 agosto 2008
- RiskMetrics Group (2008), “Sovereign Wealth Funds and Emerging Governance Issues”
- Roller L. H., Véron N. (2009), “L'Europe face aux investissements souverains”, in *Revue d'économie financière*, numéro hors-série 2009
- San Mauro C. (2003), “Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali”, LUISS University Press
- Santella P., Drago C., Polo A. (2007), “The Italian Chamber of Lords Sits on Listed Company Boards An Empirical Analysis of Italian Listed Company Boards From 1998 to 2006”, consultabile sul sito <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/2265/>
- Siniscalco D. (2008), “Governi alle porte. Crisi del credito e fondi sovrani”, in *Mercato Concorrenza Regole* n° 1/2008
- SWF Institute website
- Summers L. (2007), “Opportunities in an era of large and growing official wealth”, in Johnson-Calari, Rietveld
- Teslik L.H. (2008), “Sovereign Wealth Funds”, Council on Foreign Relations of New York
- Truman E.M. (2007), “SWFs: The Need for a Greater Transparency and Accountability”, Peterson Institute, PB07-6
- Walker D. (2007), “Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity: Final Report”
- White P., Barysch K. (2007), “What should Europe do about swfs?”, *Centre for European Reform Bulletin*,