

I fondi sovrani

FRANCESCO CARLUCCI

UNO SGUARDO D'INSIEME

Aleggiano in questo tempo di depressione economica i fondi sovrani. C'è chi li considera una panacea per le aziende in crisi finanziaria, chi una minaccia geopolitica per gli Stati più industrializzati, chi una normale forma di operazioni di investimento, e chi un ritorno al capitalismo di Stato, in antitesi al mercato libero da condizionamenti pubblici. Gli aspetti della diffusione dei fondi sovrani sono tanti, e se si desidera giudicarli, dire che questi fondi costituiscono un evento positivo o negativo, e per chi, tali aspetti bisogna considerarli congiuntamente, in una valutazione complessiva. E invece accade, come quasi sempre in queste situazioni accade, che l'economista ne valuti soltanto l'utilità economica (o forse anche un po' quella sociale, aggiungendovi i risvolti occupazionali), il politologo con inclinazione internazionale i soli possibili effetti geopolitici, l'altro politologo con predisposizione etica le conseguenze morali; e lo storico ne tratteggia soltanto le vicissitudini nel tempo, le origini passate e i futuri sviluppi.

E come è giusto che accada, che ciascun studioso si occupi solo del suo specifico campo di lavoro: l'economista dei fatti economici, il filosofo di quelli morali, il politologo della politica internazionale, lo storico degli avvenimenti trascorsi.

Che le illustri, naturalmente, ma che non faccia discendere da quel solo aspetto illustrato la valutazione apodittica: poiché i fondi sovrani possono aiutare le aziende in crisi allora il loro valore è positivo; poiché possono mettere le mani su di una parte della ricchezza dei paesi industrializzati allora sono pericolosi; poiché non investono negli stessi luoghi di origine, in genere molto poveri, sono eticamente condannabili.

È corretto che i fenomeni e i grandi problemi che intervengono a livello mondiale siano illustrati per singolo aspetto; non è corretto che siano valutati senza considerarne congiuntamente i risvolti molteplici.

Si considerino due esempi. Si prenda il debito pubblico di un paese che lo ha alto. Tutti a dire che non può essere elevato ulteriormente, che il suo livello è insostenibile, che non è corretto addossare alle generazioni future il fardello delle spese fatte da quella

attuale o dalle passate. Se se ne esamina il solo aspetto finanziario non v'è dubbio che un aumento del debito pubblico si traduca in un maggior aggravio finanziario che va a ricadere sulle spalle delle generazioni future, ma va evidenziato e valutato correttamente il fatto che parte della spesa pubblica serve a sovvenzionare investimenti di cui anche le generazioni future usufruiranno: strutture immateriali come l'istruzione e la ricerca scientifica, altre fisiche come le strade, gli ospedali, le carceri. Non sembra eticamente corretta l'argomentazione qualitativa: dotare la collettività futura di sistemi educativi, sanitari, infrastrutturali, ecc., di valore inferiore, ma con il beneficio di addossarle un costo più basso del debito e del suo servizio.

Altro esempio: l'adesione della Turchia all'Unione europea. Il problema dell'essere favorevoli o meno alla sua entrata non può essere risolto limitandosi alle sole considerazioni religiose oppure alla sola analisi del mercato del lavoro, come spesso viene fatto; occorre anche considerare i vantaggi che potrebbero derivare alla politica energetica dell'Ue dal contenere nel suo seno una popolazione parlante una lingua dello stesso ceppo delle lingue dei paesi dell'Asia centrale ricchi di petrolio; la possibilità di una maggiore pressione politica diretta a risolvere il problema dei curdi; la possibilità di utilizzare la Turchia come veicolo di avvicinamento alla cultura musulmana in generale e di pacificazione dei territori arabi in particolare; la possibilità di orientare la forza militare turca (una delle più potenti del pianeta) nelle direzioni di forza di *peace-keeping* e della difesa del continente. E tener conto anche di altri svantaggi: l'inserimento nell'Ue di un'entità molto vasta, di radici storicamente non europee, con un'economia ancora in via di sviluppo e non adeguatamente stabile.

Dei fondi sovrani occorre, quindi, illustrare i molteplici aspetti. Per trarne poi una valutazione complessiva? Per dirne che alla fine dei conti costituiscono un evento positivo? O uno negativo? No, la conclusione la trarrà il lettore.

I fondi sovrani allora. Sono semplicemente le ricchezze di qualcuno che vengono investite in aziende che si ritiene possano produrre buoni rendimenti nel futuro. Visti così, possono sembrare banali investimenti di un personaggio ricco, da farci sopra una normale analisi economica di redditività. Ma le cose sono un po' più complesse. Perché, tanto per cominciare, quel personaggio, quel qualcuno che investe non è un privato cittadino, bensì uno Stato sovrano (di qui l'aggettivo), e quelle aziende non risiedono in questo stesso paese (come ad esempio accadeva in Italia con le società dell'Iri) bensì in altri Stati. E da qui la paura, nella popolazione di questi paesi, che la propria politica industriale, che sovente è

strettamente collegata con quella della difesa, l'energetica, la finanziaria, e la sociale, sia almeno parzialmente nelle mani di potenziali nemici.

E le cose sono ancora più complicate dal fatto che gli Stati possessori dei fondi sovrani sono quasi sempre (non sempre ma quasi) in via di sviluppo, con una popolazione povera, se non fortemente indigente, e che i loro investimenti sono spesso fatti nei paesi industrializzati, con condivise previsioni di stabilità e di sviluppo. Con l'effetto, da una parte, di accrescere il timore di cui prima e, dall'altra, di far sorgere la domanda se sia giusto che questi Stati possessori di tali ricchezze non le utilizzino direttamente nei loro territori per gli investimenti o i consumi delle loro stesse popolazioni.

UN PO' DI TASSONOMIA

In inglese se ne parla come di Sovereign Wealth Funds (Swf) aggiungendo il (sostanzialmente inutile) termine *wealth* = ricchezza alla locuzione fondi sovrani. Sono risorse finanziarie, generate dalle esportazioni, che vengono investite dagli Stati o direttamente o indirettamente tramite imprese pubbliche¹. Non costituiscono un fenomeno nuovo in quanto, come vedremo nell'elencare i fondi più importanti, ve ne sono diversi vecchi di decenni, ma negli ultimi tempi sono cresciuti a dismisura, sia nella quantità che nelle dimensioni, essenzialmente a seguito di due fatti: i sovrappiù finanziari ottenuti con l'esportazione di greggio o di gas (da cui i fondi sovrani da risorse naturali, o *commodities funds*) e gli altri derivati dai saldi positivi della bilancia dei pagamenti. Anche questi provengono ovviamente da un *surplus* di esportazioni² ma vanno prima a costituire le riserve ufficiali del paese e poi vengono dirottati nei fondi sovrani (di qui il nome di fondi da riserve ufficiali, o *non*

¹ Questi in realtà intervengono nelle economie degli Stati esteri anche tramite acquisizioni dirette di loro aziende. Come ad esempio avvenne nel tentativo, andato fallito, di comprare la Peninsular and Oriental Steam Navigation Company da parte della Dubai Ports World Corporation e nell'acquisto della divisione *computer* portatili dell'Ibm da parte della Lenovo Group, controllata dal governo cinese.

² Ed infatti il Dipartimento del Tesoro USA definisce i fondi sovrani semplicemente come veicoli di governi esteri finanziati da attivi di cambio e gestiti separatamente dalle riserve ufficiali (si veda CLAY LOWERY, *Sovereign Wealth Funds and the International Financial System*, Washington, Treasury, 2007. Le riserve ufficiali sono in gran parte costituite da titoli di Stato esteri a tasso fisso.

commodities funds). Nella tavola 1 sono riportati i 20 fondi maggiori, con il paese detentore, le risorse finanziarie disponibili (gli attivi), l'anno di costituzione, la tipologia di derivazione (*commodities* o *non commodities*). Nell'ultima colonna della tavola appare un indicatore di trasparenza, di cui si tratterà in seguito.

L'istituzione del primo fondo sovrano avvenne più di mezzo secolo fa, nel 1953, da parte del Kuwait. Seguirono negli anni Settanta e nei primi Ottanta i fondi degli Emirati Arabi, dell'Arabia Saudita e del Brunei, istituiti per amministrare le entrate petrolifere in eccesso ottenute dopo i due *shock* del 1973 e del 1979; ed anche quelli di Singapore (1974) e dell'Alaska (1976).

La tavola 1 espone soltanto i 20 fondi sovrani più rilevanti ma il totale ora si aggira intorno alla sessantina ed il valore delle loro risorse complessive supera i 3600 miliardi di \$Usa, suddividendosi essi in fondi da risorse naturali per il 61% ed in fondi da riserva per la parte restante. La maggioranza dei fondi sovrani è di pertinenza di paesi del Medio Oriente (44%), essenzialmente di tipo *commodities*, quindi vengono quelli dell'Estremo Oriente (35%), Cina, Hong Kong e Singapore, gli europei (17%), quelli delle due Americhe (2%) e i rimanenti (2%).

Paese detentore	Fondo sovrano	Attivo	Anno di costituz.	Tipo	Indice di trasp.
Emirati Arabi	<i>Abu Dhabi Investment Authority (Adia)</i>	627	1976	C	3
Arabia Saudita	<i>Saudi Arabia's ménagerie funds (Sama)</i>	431	non disp.	C	3
Cina	<i>State Foreign Exchange Investment Company</i>	(*)347	2007	NC	2
Norvegia	<i>The Government Pension Fund of Norway</i>	326	1996	C	10
Singapore	<i>Governm. of Singapore Investment Corp. (Gic)</i>	247	1981	NC	6
Russia	<i>Stabilization Fund of the Russian Federation</i>	220	2003	C	5
Kuwait	<i>Kuwait Investment Authority (Kia)</i>	203	1953	C	6
Hong Kong	<i>Hk Monetary Authority Investment Portfolio</i>	193	1998	NC	7
Cina	<i>China Investment Corporation (Cic)</i>	190	2007	NC	6
Singapore	<i>Temasek Holdings</i>	85	1974	NC	10
Cina	<i>National Social Security Fund</i>	82	2000	NC	5
Emirati Arabi	<i>Investment Corporation of Dubai</i>	82	2006	C	4
Libia	<i>Libyan Investment Authority</i>	65	2006	C	2
Quatar	<i>Qatar Investment Authority</i>	62	2003	C	5
Algeria	<i>Revenue Regulation Fund</i>	47	2000	C	1
Australia	<i>Australian Future Fund</i>	42	2004	NC	9
Kazakistan	<i>Kazakhstan National Fund</i>	38	2000	C	2
Brunei	<i>Brunei Investment Agency</i>	30	1983	C	1
Francia	<i>Strategic Investment Fund</i>	28	2008	NC	non dis
Usa (Alaska)	<i>Alaska Permanent Fund</i>	27	1976	C	10

Fonte: INTERNATIONAL MONETARY FUND – *Swf, A Work Agenda*

Tavola 1 – Elenco dei principali fondi sovrani, con il paese di origine, le risorse finanziarie in miliardi di \$Usa disponibili al 2008, l'anno di costituzione, la tipologia di derivazione (C=*commodities*, NC=*non commodities*) e l'indicatore di trasparenza; (*) ipotesi.

I FONDI SOVRANI

I BENEFICI ATTESI PER I PAESI DI ORIGINE

Da un punto di vista puramente economico i fondi sovrani comportano benefici sia per i paesi di origine che per quelli di destinazione. Nella tavola 2 è esposta una classificazione dei fondi in base alle finalità dichiarate all'atto della loro creazione. Come ci si attenderebbe, questi sono tutti orientati ad aumentare il benessere delle popolazioni dei paesi di origine o anche di quelli di destinazione: in relazione ai primi i fondi sovrani vengono costituiti per eliminare le oscillazioni di prezzo delle materie prime estratte o per assicurare entrate future al paese ed in particolare al suo sistema pensionistico; in relazione ai secondi, per favorire il loro sviluppo economico. In questo senso non sono né socialmente né eticamente criticabili.

Tipologia del fondo sovrano	Finalità
Fondi di stabilizzazione	Stabilizzare l'economia rispetto a variazioni repentine dei prezzi (in generale del greggio e del gas)
Fondi di risparmio	Sostituire le entrate da fonti non rinnovabili con attivi in aziende estere reputati di lunga durata
Investimenti come riserve	Considerare gli attivi in aziende estere come riserve in valuta
Fondi di sviluppo	Investire in progetti socioeconomici di un paese estero al fine di favorirne la crescita
Fondi pensionistici	Investire in paesi esteri al fine di assicurare il proprio sistema pensionistico

Tavola 2 - Classificazione dei fondi sovrani in base agli obiettivi dichiarati all'atto della loro creazione

I fondi di stabilizzazione sono pensati come un meccanismo di contrasto agli *shock* di prezzo cui possono incorrere le *commodities* (greggio, gas, rame) per le quali si godano dei vantaggi competitivi. I fondi di risparmio costituiscono un meccanismo di trasferimento finanziario intergenerazionale per il quale le future generazioni di un paese potranno continuare a godere di prosperità anche quando le sue risorse naturali saranno esaurite: sfruttando appunto gli investimenti dei fondi sovrani. Con la terza finalità, gli investimenti come riserve, gli Stati di origine cercano di costituire riserve finanziarie con rendimenti superiori a quelli delle riserve ufficiali, basate generalmente su titoli di Stato di paesi avanzati, meno rischiosi ma con ritorni nettamente inferiori. È sempre per questo motivo che una parte dei fondi sovrani vengono investiti nei mercati emergenti, con alti tassi di rendimento; il 16% degli attivi della Abu Dhabi Investment Authority è investito, per esempio, in paesi non appartenenti all'Ocse, mentre la Cina ha investito circa 4 milioni di

\$Usa in imprese produttrici di greggio e di gas nigeriane, in aziende di telecomunicazioni africane ed in società esportatrici di risorse naturali latinoamericane³.

Il fondo norvegese è il più grande dei fondi pensione, che in totale sono una decina, con risorse finanziarie complessive pari a circa 800 milioni di \$Usa. In realtà alcuni fondi sovrani hanno un'ulteriore velata finalità rispetto a quelle elencate nella tavola 2 e pubblicamente dichiarate: acquisiscono posizioni di maggioranza in aziende tecnologicamente avanzate al fine di trasferirne la tecnologia nei propri paesi di origine. Fondi sovrani con obiettivi di questo tipo non si ritiene tuttavia che siano numerosi.

Dalla tavola 2 si evince anche il fatto che gli investimenti dei fondi sovrani sono generalmente conservativi e di lungo periodo. In alcuni casi (ad esempio quelli con la finalità della stabilizzazione) sono molto liquidi; in altri (ad esempio quelli di risparmio) una forte liquidità non è necessaria. Fondamentali per tutti i tipi di fondi sovrani, ad esclusione di quelli di sviluppo, è la diversificazione degli investimenti in aziende differenti: essa sostituisce svariati attivi ad un ridotto paniere di valute di riserva (il \$Usa, l'euro, la sterlina inglese, lo yen), o alle entrate fortemente volatili di poche risorse naturali (il greggio, il gas, il rame, ecc.), oppure ancora ai fondi pensionistici in una sola valuta.

DOVE INVESTONO I FONDI SOVRANI

Gli investimenti sono molto vari. Alcuni fondi acquistano unicamente titoli di Stato ed azioni di borsa mentre altri utilizzano classi diverse di attivi finanziari. Nella tavola 3 sono riportate le più grandi acquisizioni fatte dai fondi sovrani nell'ultimo triennio: le maggiori riguardano aziende di credito e tra quelle che vengono subito dopo spicca l'acquisto effettuato nel 2007 dalla China Investment Corporation di circa il 10% del capitale della società di *private equity*⁴ Blackstone, quotata alla borsa di New York.

³ BRYAN J. BALIN, *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*, Washington, Johns Hopkins University 2008.

⁴ I fondi sovrani investono frequentemente nelle società di *private equity*. Queste assumono larghe partecipazioni nel capitale di imprese molto promettenti, generalmente giovani e non quotate in borsa, con l'obiettivo di accrescerne il valore nel medio termine, realizzando poi un consistente guadagno all'atto della dismissione della partecipazione. Poiché queste società sono già di per sé investitori finanziari specializzati, i fondi sovrani, investendo in esse, non hanno bisogno di avvalersi di *managers* specificamente esperti.

I FONDI SOVRANI

Paese detentore del fondo sovr.	Investimento		Settore	Paese di destinazione
	Società	Valore		
Emirati Arabi Uniti	EADS	0,8 (3,1%)	aerospazio	Francia
“	PrimeWest Energy Trust	5,0	energia	Germania
“	Advanced Micro Devices	8,3	elettronica	Canada
“	Citigroup	7,5 (4,9%)	banche	Usa
“	China Developm. Bank	(3%)	banche	Usa
“	London Stock Exchange	3,0 (28%)	finanza	Cina
Dubai (Eau)	Omx Ab	3,4	finanza	Uk
“	Time Warner	2,0	media	Svezia
“	Deutsche Bank	1,8	banche	Usa
“	London Stock Exchange	1,7	finanza	Germania
Cina	The Blackstone Group	3,0 (10%)	private eq.	Uk
“	China Railway Corp.	0,1	costruzioni	Usa
“	Morgan Stanley	5,0 (9,9%)	banche	Hong Kong
“	Anz	0,6	banche	Usa
“	Barclay's	3,0 (3,1%)	banche	Australia
“	Fortescue Metals Group	2,0	miniere	Uk
Singapore	Ubs	24,2	banche	Australia
“	Barclay's	19,0 (5%)	banche	Svizzera
“	China Construct. Bank	(4%)	costruzioni	Uk
“	Merril Lynch	7,8	banche	Cina
“	Citigroup	6,9 (4,4%)	banche	Usa
“	Standard Chartered Plc	4,0	banche	Usa
“	Shin Corporation Plc	1,9	telecom.	Uk
Quatar	J. Sainsbury	1,4	commercio	Tailandia
“	Credit Suisse	3,0	banche	Uk
Kuwait	Merril Lynch	2,0	banche	Svizzera
“	Dow Chemical Company	4,0	chimica	Usa

Fonti: ROLAND BECK E MICHAEL FIDORA, *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Markets*, Ecb occasional paper N. 91, 2008; *Monitor-Feem Swf Transaction Database*, 2009.

Tavola 3 – Alcune grandi acquisizioni effettuate dai fondi sovrani negli anni 2006-08 per paesi di origine, valore dell'investimento in miliardi di \$Usa, settore e paese di destinazione.

S'è detto poco sopra come alcuni fondi sovrani investano in aziende tecnologicamente avanzate. È il caso di due fondi⁵ di Abu Dhabi: l'Advanced Technology Investment che ha versato 8 miliardi di \$Usa per il controllo dell'Advanced Micro Devices (Amd), società statunitense produttrice di microprocessori⁶, e la Mubadala Deve-

⁵ Non riportati nella tavola 1 perché di dimensioni troppo piccole.

⁶ E principale concorrente dell'Intel.

lopment che ha aumentato dall'8% al 19,4% la propria partecipazione azionaria sempre in Amd. Queste operazioni sono indicate nella tavola 3, dove si rileva che gli Emirati Arabi sono intervenuti anche nel capitale di Eads, altra azienda occidentale con tecnologia avanzata.

Nella stessa tavola si osserva come i fondi sovrani siano entrati significativamente nel capitale di ben nove grandi banche occidentali (tre Usa, due britanniche, una australiana, due svizzere ed una tedesca). In effetti sono state esse stesse, a seguito dell'accenuata crisi finanziaria, a rivolgersi ai fondi sovrani per ottenere un sollecito aiuto, che è stato prontamente fornito, con grande vantaggio di questi dati i bassi valori di borsa delle banche.

Da tali interventi segue l'ovvia notazione che i fondi sovrani forniscono liquidità nei mercati dei paesi di destinazione e vi producono un conseguente abbassamento del costo del capitale⁷.

UN CONFRONTO ED ALCUNE CONCLUSIONI INTERMEDIE

Per avere un'idea della dimensione dei fondi sovrani in comparazione con gli altri strumenti finanziari esistenti nel mondo intero, si osservino i dati della tavola 4 che riporta le dimensioni di questi nonché il Prodotto interno lordo mondiale al 2007 in migliaia di miliardi di \$Usa. I dati sono ripresi da svariate fonti⁸ e non coincidono; per questo motivo sono formulati con una forchetta formata dal minimo e dal massimo dei valori indicati in esse.

Dalla tavola si nota come l'ammontare dei fondi sovrani sia molto piccolo rispetto agli altri strumenti finanziari: in particolare, come valga circa un ventesimo di quello più grande, il totale degli attivi delle banche, che hanno avvelenato il mondo nella crisi economico-finanziaria del 2008⁹.

⁷ Si prevede che questo avverrà specialmente nei mercati emergenti. Si veda, a questo proposito, BALIN, *Op. cit.*.

⁸ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda*, 2008; HILDEBRAND PHILIPP, *The Challenge of Sovereign Wealth Funds*, Speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 18 December 2007, www.bis.org/review/r071219d.pdf, 2007; VELJKO FOTAK, BERNARDO BORTOLOTTI, WILLIAM L. MECCINSON, *The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investment in Listed Companies*, Ssrn Working Paper, 2008.

⁹ Una gran parte di questi attivi consiste nei cosiddetti titoli tossici. La dimensione indicata nella tavola 4 dà un'idea della gravità della crisi, che le organizzazioni internazionali, a metà del 2009, prevedono che finisca nel 2010!

I FONDI SOVRANI

Strumento finanziario	Valore minimo-massimo
Attivi delle banche	63,5-70,9
Capitalizzazione dei mercati azionari	42,0-50,8
Titoli del debito privato	36,3-43,1
Titoli del debito pubblico	23,4-25,6
Fondi di investimento	19,3-21,0
Fondi pensione	17,9-21,5
Fondi assicurativi	16,0-17,8
Riserve ufficiali, escluso l'oro	4,2- 5,8
Fondi sovrani	3,4
<i>Private equity</i>	1,8
<i>Hedge funds</i>	1,4- 1,7
Prodotto interno lordo mondiale	48,2

Tavola 4 – Strumenti finanziari nel mondo al 2007 e loro forchette di valori in migliaia di miliardi di \$Usa. Il Pil è riportato a titolo di confronto. Le fonti sono indicate nella nota 8.

Con l'esplosione dei fondi sovrani, che dal 2000 al 2008 sono passati da un volume di risorse di 1500 miliardi di \$Usa ad uno di 3600 e che sono previsti superare entro il 2011 il valore delle riserve ufficiali (escluso l'oro) nel mondo, si è assistito ad un insieme plurimo di fenomeni di portata planetaria. In primo luogo, ad una sostanziale redistribuzione della ricchezza internazionale dai paesi industrializzati ad altri che non sono mai stati presenti nella finanza internazionale¹⁰; in secondo luogo, al ritorno in grande stile della mano pubblica nella gestione delle risorse, dopo quasi trent'anni di magnificazione del privato; in terzo luogo, alla voglia di assunzione di maggiori rischi, da parte di Stati sovrani, dopo che per molto tempo avevano collocato i loro saldi attivi di bilancio in titoli praticamente privi di rischio, seppure con basso rendimento.

¹⁰ EDWIN M. TRUMAN, *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, Washington, Peterson Institute for International Economics, 2008.

OBIETTIVI ECONOMICI RAGGIUNTI?

La crisi finanziaria ed economica mondiale iniziata nel 2008 ha falciato il rendimento degli investimenti dei fondi sovrani, come si può vedere nella tavola 5, che riporta le *performances* delle loro operazioni più rilevanti. Considerando tutti gli investimenti in società quotate in borsa, la perdita complessiva alla fine del 2008 è di 55,8 miliardi di \$Usa, pari al 46,69% delle partecipazioni. Il fondo pensioni norvegese ha perso il 27,7% del suo valore.

Fondo sovrano	Paese d'origine	Investimento		Guadagno o perdita %
		Società	Valore	
<i>Abu Dhabi Inv. Authority</i>	Emirati Arabi U.	<i>Prime West Energy Trust</i>	5,0	+ 7,43
“	“	<i>Citigroup</i>	7,5	90,87
<i>Dubai Intern. Fin. Center</i>	“	<i>Omx Ab</i>	3,4	+ 7,29
<i>Istithmar (Dubai)</i>	“	<i>Time Warner</i>	2,0	+ 15,00
<i>Dubai Intern. Fin. Center</i>	“	<i>Deutsche Bank</i>	1,8	69,98
“	“	<i>London Stock Exchange</i>	1,7	67,56
<i>China Investment Corp.</i>	Cina	<i>Morgan Stanley</i>	5,0	49,10
“	“	<i>Fortescue Metals Group</i>	2,0	72,35
<i>Governm. Invest. Corp.</i>	Singapore	<i>Ubs</i>	24,2	72,72
<i>Temasek</i>	“	<i>Merril Lynch</i>	7,8	70,52
<i>Governm. Invest. Corp.</i>	“	<i>Citigroup</i>	6,9	89,72
<i>Temasek</i>	“	<i>Standard Chartered Plc</i>	4,0	41,37
“	“	<i>Shin Corporation Plc</i>	1,9	47,79
<i>Qatar Invest. Authority</i>	Qatar	<i>J. Sainsbury</i>	1,4	60,40
“	“	<i>Credit Suisse</i>	3,0	43,97
<i>Kuwait Invest. Authority</i>	Kuwait	<i>Merril Lynch</i>	2,0	88,10
“	“	<i>Dow Chemical Company</i>	4,0	70,86

Fonte: *Monitor-Feem Swf Transaction Database*

Tavola 5 – Rendimento al 2008 delle principali operazioni d'investimento dei fondi sovrani; il valore è in miliardi di \$Usa.

Particolarmente colpiti sono stati gli investimenti nelle aziende di credito, statunitensi ed europee, cosicché molti fondi sovrani hanno venduto le loro partecipazioni in esse reinvestendo in patria o nei mercati emergenti, in particolare in India, Africa e Cina.

Le finalità «investimenti come riserva», «fondi di risparmio» e «fondi pensionistici» della tavola 2 non sono state quindi per ora raggiunte, sia pur tenendo conto che gli interventi dei fondi sovrani sono di medio-lungo periodo.

Manca poi del tutto l'evidenza empirica che i ritorni degli investimenti costituiti per stabilizzare l'economia dei paesi d'origine contro le oscillazioni di prezzo delle materie prime abbiano conseguito l'obiettivo prefissato. Una diversificazione maggiore della

struttura dell'economia sarebbe stata più utile della creazione dei fondi di stabilizzazione¹¹. Sembra d'altro canto che la gran parte di questi fondi abbia agito in modo relativamente autonomo rispetto agli obiettivi dei paesi di origine, preferendo quello societario della massimizzazione del proprio profitto¹².

LA PRESUNTA MINACCIA

Poiché molti dei fondi sovrani appartengono a governi considerati poco o per niente democratici, la loro esistenza è reputata da una non piccola parte della popolazione occidentale come una minaccia alla sovranità economica e politica dei propri paesi: tali fondi potrebbero investire in (e quindi diventar proprietari di) aziende collegate con la difesa militare e più in generale in settori tecnologicamente e industrialmente avanzati. A soffiare sul fuoco di questo timore hanno contribuito alcuni *mass media* ed anche taluni centri di studio di grosso calibro: il primo allarme fu dato dal centro di ricerche globali della banca Usa Morgan Stanley, il 3 maggio 2007¹³, con la previsione che l'ammontare dei fondi sovrani avrebbe superato quello delle riserve ufficiali (escluso l'oro) mondiali entro il 2011, come già riportato, e che prima del 2015 avrebbe raggiunto la cifra di 12 mila miliardi di \$Usa, con la componente proveniente da riserve ufficiali dello stesso ammontare di quella proveniente dalle risorse naturali. Per ironia della sorte questo allarme, che dette la stura ai timori della popolazione occidentale, proveniva nel 2007 da un'azienda che appena un anno dopo avrebbe ricevuto in aiuto da un fondo sovrano cinese una consistente iniezione di risorse finanziarie, come si può evincere dalla tavola 3.

Queste paure ebbero svariate conseguenze. In primo luogo spinsero molti Stati a rafforzare o creare *ex novo* delle agenzie pubbliche di regolamentazione degli investimenti esteri in Europa, in Giappone e negli Usa, dove il potere del Committee on Foreign Investment in the United States (Cfius) fu reso nel 2008 ancora più forte nonostante fosse già ben maggiore di quello di analoghe strutture regolatorie esistenti in Germania, Italia, Regno Unito e Francia, in cui le industrie strategiche sono protette per mezzo di

¹¹ BALIN, *Op. cit.*. In effetti il fondo sovrano di Abu Dhabi punta molto sulla diversificazione degli investimenti.

¹² STEFFEN KERN, *Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise*, Frankfurt am Main, Deutsche Bank Research, 2007.

¹³ MORGAN STANLEY, *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?*, New York, Morgan Stanley, 2007.

liste nere che indicano dove i fondi sovrani non possono fare acquisizioni¹⁴.

In secondo luogo questi timori hanno favorito la corsa al protezionismo da parte di influenti ambienti in molti paesi industrializzati. L'antidoto più conclamato contro questo fenomeno è la liberalizzazione degli investimenti, che porta però direttamente a richiedere condizioni di perfetta reciprocità di trattamento¹⁵, principio non facilmente realizzabile con i paesi del Medio e dell'Estremo Oriente.

Gli stessi fondi sovrani, temendo a loro volta di essere impediti nelle acquisizioni, hanno spesso rinunciato formalmente ad intervenire nella strategia delle aziende in cui posseggono partecipazioni di capitale. Il fondo di Abu Dhabi, ad esempio, ha stabilito di seguire, nei suoi diritti di voto, una politica neutrale; i fondi sovrani russi e cinesi hanno comunicato al Dipartimento del Tesoro Usa di voler evitare acquisizioni in imprese strategiche nei prossimi cinque anni¹⁶; ancora la Cina, acquistando una partecipazione di minoranza nel Blackstone Group, come indicato nella tavola 3, ha espressamente rinunciato ai diritti di voto.

A maggiore formalizzazione di questi impegni, i fondi sovrani hanno concordato, dopo una serie di riunioni di discussione, ed esplicitamente approvato a Santiago del Cile, una serie di obiettivi da conseguire e di comportamenti da adottare nella gestione di partecipazioni di capitale, noti come *Principi di Santiago*. Tali 24 principi volontari sono stati elaborati sotto l'egida del Fondo monetario internazionale al fine di costituire delle linee guida per la governance e le pratiche d'investimento. In sintesi, con i *Principi di Santiago* i fondi sovrani si sono proposti di¹⁷:

- stabilire una *governance* trasparente ed efficace che provveda alle esigenze di controllo delle operazioni, al governo del rischio ed alla responsabilizzazione dei dirigenti;
- assicurare che siano soddisfatte le richieste di regole effettivamente applicabili nei paesi in cui i fondi sovrani investono;
- assicurare che gli investimenti siano fatti unicamente sulla base del rischio finanziario e dei rendimenti degli attivi;
- aiutare i paesi di destinazione a mantenere uno stabile sistema finanziario globale ed un libero flusso di capitali.

¹⁴ Nei mercati emergenti i fondi sovrani sono regolamentati in forma molto blanda.

¹⁵ Economico, finanziario ed istituzionale.

¹⁶ Si veda LOWERY, *Op. cit.*.

¹⁷ SIMON WILSON, *Wealth Funds Group Publishes 24-Point Voluntary Principles*, «IMF Survey Magazine», 2008.

Ciononostante, in Occidente permangono molti dubbi:

- possono i *Principi di Santiago* soddisfare contemporaneamente i decisori politici nei paesi d'origine, quelli dei paesi di destinazione e gli altri azionisti delle aziende in cui i fondi sovrani investono?
- I *Principi di Santiago* rimarranno impegni soltanto teorici oppure saranno messi in pratica?
- Il Fondo monetario internazionale vorrà e soprattutto sarà capace di assicurare la supervisione dell'attività dei fondi sovrani in modo che questi ottemperino effettivamente agli impegni presi con i principi?

Si vedrà.

TRASPARENZA

Ancora sotto l'influenza dei timori dell'Occidente il Sovereign Wealth Funds Institute ha sviluppato un indicatore che possa individuare il grado di trasparenza con cui vengono gestiti i fondi sovrani. È il cosiddetto *Indice di trasparenza di Linaburg-Maduell*, che l'Istituto elabora ogni trimestre prendendo in considerazione dieci caratteristiche dei fondi. Il valore massimo dell'indice è dieci, corrispondente alla massima trasparenza, mentre il minimo vale uno. Nell'ultima colonna di tavola 1 sono riportati i valori dell'indice dei più importanti fondi sovrani relativi al primo trimestre del 2009: vi si può notare che la massima trasparenza è attribuita ai fondi della Norvegia, di Singapore, dell'Alaska e dell'Australia, di formazione occidentale, mentre la minima riguarda l'Arabia, la Cina, la Libia, l'Algeria e il Kazakistan, tutti paesi in via di sviluppo.

Nonostante tutto, l'indice sta avendo una notevole influenza sui fondi di questi paesi, che cercano di rendersi più trasparenti al fine di risalire nella classifica.

I POPOLI DEI PAESI CON FONDI SOVRANI DA RISORSE NATURALI

Rimane ancora un punto da acclarare. Esso viene presentato per ultimo, sebbene non sia di poco peso; tutt'altro. Si sono viste le motivazioni che spingono a sviluppare i fondi sovrani; s'è visto che talvolta hanno avuto successo, talaltra meno. Ma rimane da chiedersi se, al di là di un loro maggiore o minore successo economico, essi abbiano costituito un beneficio, oppure no, per i cittadini dei paesi d'origine.

I fondi sovrani provengono principalmente da Stati esportatori di greggio e di gas, oppure dall'Estremo Oriente. Si considerino i primi. Estrarre e vendere petrolio corrisponde a diminuire le proprie risorse, a meno che il ricavato non venga reinvestito ad un tasso adeguato. Ma non sembra che questo sia il caso. La Banca

mondiale e Steffen Kern¹⁸ della Deutsche Bank hanno calcolato il tasso di risparmio di questi paesi al netto dello sfruttamento delle risorse naturali: i risultati sono riportati nella tavola 6. Si nota che quasi tutti i paesi esportatori di petrolio hanno tassi di risparmio aggiustato, cioè al netto, negativi; in altre parole, il rendimento degli investimenti complessivi fatti con la vendita del petrolio non supera il costo del depauperamento della ricchezza di quei paesi derivante dalla sua estrazione: la popolazione diventa quindi sempre più povera con il passare degli anni. Fa eccezione la Norvegia, che si conferma paese non soltanto molto trasparente ma anche attento all'utilizzazione delle proprie risorse naturali.

I POPOLI DEI PAESI CON FONDI SOVRANI DA RISERVE UFFICIALI

Il contrario accade nei paesi dell'Estremo Oriente: la Cina, Singapore ed Hong Kong posseggono tassi di risparmio aggiustati fortemente positivi, derivati sia dal risparmio forzato cui è soggetta la popolazione sia da una eccessiva accumulazione di capitali. Le riserve ufficiali avrebbero potuto ammontare a meno di un terzo di quelle effettive e gli attivi dei fondi sovrani avrebbero potuto essere invece investiti nel migliorare le condizioni di vita della popolazione (nella sanità, nelle abitazioni e nelle infrastrutture, ad esempio).

Paese	Fondo sovrano	Tipo	Tasso di risparmio lordo	Tasso di risparmio netto aggiustato
Emirati Arabi U.	<i>Abu Dhabi Investment Authority</i>	C	Non disp.	Non disp.
Arabia Saudita	Vari fondi	C	29,4	-26,5
Cina	Vari fondi	NC	38,8	25,5
Norvegia	<i>The government pension fund</i>	C	36,9	18,5
Singapore	<i>Government of Singapore Investment Corporation</i>	NC	47,7	35,2
Russia	<i>Stabilisation Fund of the Russian Federation</i>	C	37,1	-13,4
Kuwait	<i>Kuwait Investment Authority</i>	C	40,0	-12,9
Hong Kong	<i>H.K. Monetary Authority Investment Portfolio</i>	NC	31,8	21,4

Tavola 6 – Tassi di risparmio lordo e tassi di risparmio al netto dello sfruttamento delle risorse naturali in alcuni paesi esportatori di greggio e in altri dell'Estremo Oriente al 2000.

¹⁸ BANCA MONDIALE, *Where is the Wealth of Nations? Measuring Capital for the XXI Century*, Washington DC, 2006; KERN, *Op. cit.*

UN CENNO FINALE DI ANALISI POLITICA

Nelle pagine precedenti i fondi sovrani sono stati esaminati sotto i loro aspetti caratteristici. Come detto all'inizio, si lascia al lettore il giudizio complessivo e conclusivo sulla loro utilità, per i paesi sia d'origine che di destinazione.

Ma non ci si può esimere da qualche osservazione finale sulla loro posizione politica, in particolare quella degli anni a venire, incidendo essi poco sull'attualità, come mostra il loro rapporto con gli altri strumenti finanziari rilevato nella tavola 4.

La maggior parte (Norvegia, Russia, Australia, Kazakistan, Usa, Stati arabi) dei fondi sovrani sembra effettivamente avere come finalità una o più di quelle indicate nella tavola 2, sebbene l'Adia di Abu Dhabi sia interessato anche ad investimenti in aziende con tecnologie avanzate, e quindi con la possibilità teorica di appropriarsene.

Il fondo sovrano della Francia, molto recente (novembre 2008), è stato invece costituito espressamente per investire in aziende francesi, in altre parole per aiutarle con fondi pubblici. Esso è originato direttamente dalla Caisse des dépôts et consignations, che ne possiede il 51%, mentre la parte restante è dello Stato. Con la costituzione di tale fondo si è tentato di superare il veto degli aiuti di Stato posto dall'Unione europea, la cui Commissione però ha già posto sotto osservazione gli investimenti effettuati. Da notare, inoltre, che esso ha firmato un accordo di cooperazione strategica con l'Adia di Abu Dhabi, che si ricorda è alla ricerca di partecipazioni in aziende tecnologicamente avanzate. In effetti, a partire da questo caso si può ipotizzare l'inizio di una linea operativa di scambio tra aiuto finanziario e *know how* tecnologico. Si vedrà nel futuro quanto questo scambio prenderà piede.

Da monitorare attentamente sono anche i fondi sovrani cinesi, il Cic e lo State Foreign Exchange Investment Company. È stato recentemente mostrato¹⁹ come l'eccesso di riserve ufficiali della Cina, che ha reso possibile la creazione dei suoi fondi sovrani, sia dovuto essenzialmente alla marcata sottovalutazione della valuta locale. Poiché questo non è un evento naturale ma una scelta di politica economica del governo, ricordando che i fondi sovrani cinesi sono ampiamente utilizzati in Africa e in America Latina per operazioni non direttamente remunerative, sorge il sospetto che le autorità della

¹⁹ HE DONG, WENLANG ZHANG, JIMMY SHEK, *How Efficient Has Been China's Investment? Empirical Evidence from National and Provincial Data*, «Pacific Economic Review», 2007, pp. 597-617.

Cina adoperino parte dei proventi derivanti dal lavoro del loro popolo non tanto per sfruttare le economie più avanzate dei paesi occidentali quanto per imporre la loro presenza in quelli in via di sviluppo.

Segnali di altro genere portano allo stesso sospetto: ad esempio il fatto che le società cinesi di idrocarburi siano state le uniche a vincere gare per l'estrazione di greggio in Irak, essendosi ritirate quelle occidentali a causa delle specifiche finanziarie imposte dal governo iracheno che non consentono di avere sufficiente redditività economica. Sulla quale verosimilmente sorvola la Cina, forse maggiormente interessata a porre un piede purchessia nel cuore del mondo arabo.

BIBLIOTECA DELLA
«RIVISTA DI STUDI POLITICI INTERNAZIONALI»

NUOVA SERIE:

- MARIA GRAZIA MELCHIONI (a cura di), *Altiero Spinelli e il progetto di trattato sull'Unione Europea*. Seminario di studio organizzato dalla Cattedra Jean Monnet di Storia dell'Università di Roma «La Sapienza» nell'a.a. 1992-1993, 2007, pp. 42.
- ANDREA CAGIATI, *Scritti di politica estera 2000-2007*. Introduzione di GIUSEPPE VEDOVATO, 2007, pp. VIII-376.
- GIUSEPPE VEDOVATO, *Destinazione Europa. Nuove memorie e testimonianze*, 2008, pp. II, 692.
- GIUSEPPE VEDOVATO, *Le sfide di una lunga vita. Etica pubblica e presenza culturale*, 2009, pp. XVI, 304.
- STEFANO FILIPPONE-THAUERO, *Cancellierato. L'esecutivo in Germania tra sfiducia costruttiva, sistema elettorale e partiti*, 2009, pp. X-178.
- FILIPPO LONARDO, *Il ruolo dell'Amicus curiae negli organismi giurisdizionali internazionali*, Presentazione di GIUSEPPE VEDOVATO, 2009, pp. VI-78.