

FACOLTÀ DI ECONOMIA
Cattedra di Storia della Finanza e dei Sistemi Finanziari

I Fondi Sovrani di Ricchezza.
Dalla penetrazione nelle economie estere
alla protezione dell'economia domestica

RELATORE:

Chiar.mo Prof. Giuseppe Di Taranto

CANDIDATO:

Stefano Radiconcini

Matr. 624181

CORRELATORE:

Chiar.mo Prof. Stefano Manzocchi

ANNO ACCADEMICO 2010-2011

Introduzione	4
Capitolo 1 - La nascita e l'evoluzione dei Fondi Sovrani	8
1.1 Dal 1953 al 1995: il dopoguerra, gli shock petroliferi e la costituzione dei primi Fondi Sovrani	9
1.2 Dal 1995 al 2005: la globalizzazione, le crisi sistemiche e il consolidamento dei Fondi Sovrani	15
1.3 Dal 2005 al 2008: la tensione iraniana, le operazioni bloccate, la crisi finanziaria globale e l'espansione dei Fondi Sovrani	23
1.4 Dal 2008 ad oggi: gli interventi durante la crisi finanziaria, le risposte regolatorie e le prospettive future dei Fondi Sovrani	30
Capitolo 2 - Una possibile tassonomia dei Fondi Sovrani	42
2.1 Definizione di Fondo Sovrano di Ricchezza	43
2.2 Tassonomia dei Fondi Sovrani di Ricchezza	49
2.3 Fondi Sovrani di Ricchezza e altre entità economiche	56
2.4 Opportunità e rischi degli investimenti dei SWFs	64
Osservazioni conclusive	70
Capitolo 3 - La trasparenza e le iniziative regolatorie	73
3.1 La trasparenza dei Fondi Sovrani e i principali indicatori	74
3.2 Gli interventi internazionali congiunti: i principi elaborati dal FMI	83
3.3 Gli interventi internazionali congiunti: le linee guida dell'OCSE	89
3.4 Un quadro internazionale sulla regolamentazione per gli investimenti esteri: gli Stati Uniti e l'Europa	98
Osservazioni conclusive	108

Capitolo 4 – I Fondi Sovrani di Ricchezza e l’interesse nazionale	111
4.1 Il ripiegamento dei Fondi Sovrani di Ricchezza: nuovi strumenti di tutela degli interessi nazionali	112
4.2 La disciplina degli aiuti di Stato nell’Unione Europea e i fondi sovrani	120
4.3 Il Fond Strategique d’Investissement: lo strumento per la tutela dell’economia francese	128
4.4 Il Fondo Strategico Italiano per la protezione delle aziende italiane	137
Conclusioni	146
Bibliografia	156
Sitografia	168

INTRODUZIONE

Il presente elaborato presenta uno studio sulla storia e sull'evoluzione del fenomeno dei Fondi Sovrani di Ricchezza. L'elaborato è composto da quattro capitoli nei quali si è cercato di descrivere in maniera esaustiva la nascita e la parabola evolutiva che queste entità economiche hanno seguito nel tempo.

Il primo capitolo rappresenta un *excursus* storico dei fondi sovrani. Si è partiti dalla nascita del fondo kuwaitiano nel 1953 fino ad arrivare alle più recenti costituzioni come quella, ad esempio, del fondo sovrano del Brasile nel 2009. Attraverso tale digressione storica si sono descritti gli eventi storici (shock petroliferi, globalizzazione, le crisi sistemiche degli anni '90 e, infine, l'attuale crisi finanziaria) che hanno influito sulla crescita dei patrimoni gestiti dai fondi sovrani. Il considerevole numero di *asset under management* dei fondi sovrani ha comportato il manifestarsi di timori in merito a finalità extra-economiche che queste entità economiche potevano perseguire. Tali timori hanno portato all'emanazione di normative nazionali e internazionali volte a limitare il fenomeno. Nel novero delle misure adottate per fronteggiare l'ascesa dei fondi sovrani, si è reso conto della costituzione di alcuni fondi sovrani nazionali europei come quelli costituiti dalla Francia nel 2008 e dall'Italia nel 2011.

Nel secondo capitolo dell'elaborato, invece, si è operata un'analisi volta a fornire un ampio ventaglio di informazioni sul fenomeno studiato. Si è cercato di rintracciare una definizione chiara di Fondo Sovrano di Ricchezza studiando le definizioni fornite da autorevoli organizzazioni internazionali (Fondo Monetario Internazionale e Ocse), dal mondo delle banche d'affari (Morgan

Stanley) e dalla letteratura economica (riprendendo la definizione fornita da Andrew Rozanov che utilizzò per primo la locuzione “fondo sovrano di ricchezza”). L’analisi si è poi focalizzata per fornire una classificazione relativamente alle varie tipologie di fondo sovrano esistenti. I criteri utilizzati per operare le distinzioni sono stati due: la provenienza finanziaria delle risorse e le finalità d’impiego delle stesse. Successivamente, si è operato un studio per identificare le divergenze fra i fondi sovrani e altre entità economiche presenti sui mercati e che potrebbero essere fonte di confusione. Infine, si sono descritti i rischi e le opportunità relativamente al fenomeno dei fondi sovrani di ricchezza.

La terza porzione dell’elaborato ha posto l’enfasi sulla tematica della trasparenza dei fondi sovrani e sul tema della reciprocità dei regimi di investimento. Dopo aver descritto i principali indicatori internazionali volti a misurare la trasparenza dei fondi sovrani (Truman-Dawson Scoreboard, Linaburg-Maudell Transparency Index e l’indice KKM), si sono esposti i principali interventi regolatori internazionali. Le organizzazioni sovranazionali coinvolte furono il Fondo Monetario Internazionale e l’Ocse. Il FMI, in collaborazione con l’IWG, ha emanato una serie di principi per accrescere il livello di trasparenza dei fondi sovrani; l’Ocse, invece, ha emanato delle linee guida vincolanti per gli Stati membri volte a garantire che, con le proprie normative interne, non si violasse il principio della libera circolazione dei capitali ostacolando gli investimenti internazionali. Nell’ultimo paragrafo del terzo capitolo si sono descritte le normative

relative agli investimenti esteri vigenti nei principali Stati europei (Germania, Francia, Italia e Gran Bretagna) e negli Stati Uniti.

Nell'ultimo capitolo il fenomeno dei fondi sovrani è stato messo in relazione alla tematica dell'interesse nazionale. Dopo aver fornito una possibile definizione del concetto di "interesse nazionale" si è voluto rendere conto della disciplina europea relativa agli aiuti di Stato. Questa analisi è poi conclusa studiando i fondi sovrani europei ovvero il Fond Stratégique d'Investissement e il Fondo Strategico Italiano. Questi due fondi sono parte integrante di una reazione nei confronti dell'acquisizione di porzioni importanti dell'economia nazionale da parte di soggetti stranieri. Attraverso queste entità, infatti, i governi cercano di mantenere il controllo sul proprio sistema economico al fine di evitare che soggetti esteri, non graditi, acquisiscano il controllo di imprese nazionali strategiche per conoscenze, competenze o per ricadute economico-sociali. Uno strumento che da offensivo, vale a dire volto ad investire all'esterno della propria economia acquisendo partecipazioni in imprese straniere, diventa difensivo, vale a dire volto a investire nel capitale sociale delle proprie imprese strategiche per difendere il sistema paese. In tal senso si è descritto il "ripiegamento" dei fondi sovrani ovvero il nuovo approccio, esclusivamente interno, di queste entità economiche.

CAPITOLO 1

La nascita e l'evoluzione dei Fondi Sovrani

§ 1.1 – Dal 1953 al 1995: il dopoguerra, gli shock petroliferi e la costituzione dei primi Fondi Sovrani

Benchè la dicitura *Sovereign Wealth Fund* sia un termine di recente creazione¹ i primi fondi sovrani nascono nella seconda metà del XX secolo. Le ragioni che spingono alla creazione di questi fondi sovrani sono principalmente legate all'esportazione delle materie prime. Infatti, i primi Fos ad essere costituiti sono il *Kuwait Investment Board*² (KIB) nel 1953 e il *Revenue Equalization Reserve Fund* (RERF) nel 1956. Il primo viene istituito dal governo del Kuwait per investire in maniera più accorta e più redditizia i proventi connessi alla vendita del greggio mentre il secondo nasce nelle Isole Gilbert (allora protettorato britannico, oggi Repubblica di Kiribati) per sfruttare i fosfati di cui l'isola era molto ricca. La finalità per la quale questi SWFs nascono è quella di trasformare la propria ricchezza naturale (il petrolio, i minerali, etc.) in ricchezza finanziaria al fine di garantire alla popolazione futura della propria nazione un livello di benessere almeno pari a quello che le generazioni presenti stavano avendo grazie all'esportazione della materia prima³.

¹ Utilizzato per primo da Andrew Rozanov nell'articolo "Who holds the wealth of nations?", pubblicato sul *Central Banking Journal*, Londra, maggio 2005.

² Successivamente il KIB cambia il suo nome e nel 1965 diviene il *Kuwait Investment Office* (KIO). Assumerà la sua attuale denominazione solo nel 1982 quando diverrà la *Kuwait Investment Authority* (KIA). Per le caratteristiche di cui si discuterà nel secondo capitolo la KIA non sarebbe un vero e proprio SWF ma un'autorità incaricata di controllare tutte le attività del ministero delle Finanze e amministrare due fondi: il *General Reserve Fund* (GRF) e il *Future Generations Fund* (FGF). Cfr. A. Quadro Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, Il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 47-48.

³ L'esempio del RERF della Repubblica di Kiribati è sicuramente uno dei più significativi. Ad oggi questo Fos è di dimensioni modeste (400 milioni di dollari) però garantisce delle rendite che rappresentano la maggior parte del reddito nazionale della Repubblica di Kiribati, infatti, il suo patrimonio è circa 6 volte maggiore rispetto al PIL nazionale (70 milioni contro 400) ed è stato ottenuto conseguendo un tasso di rendimento medio del 33%. Cfr. M. Lossani, F. Bertoni, S. Chiarlone, *Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 63.

Il primo vero impulso che permise di dare un forte slancio al fenomeno dei fondi sovrani fu collegato alla crescita del petrolio negli anni '70. Gli eventi scatenanti questa crescita furono di origine bellica e possono essere rintracciati a partire dalla seconda metà degli anni '60. *In primis*, nel giugno del 1967 la *guerra dei sei giorni*, che vide contrapposti Israele e la coalizione composta da Egitto, Giordania e Siria. Questo evento di per sé non ha degli effetti sulle quotazioni del greggio, tuttavia contribuirà a mantenere alta la tensione in quei territori e comporterà lo scoppio di un altro conflitto che avrà, invece, impatti sul prezzo del petrolio. Infatti, gli egiziani guidati da Anwar Sadat erano decisi nel voler riconquistare la penisola del Sinai che gli israeliani avevano sottratto loro nel 1967. Così nell'ottobre del 1973 (precisamente il 6 ottobre, giorno della festa ebraica dello *Yom Kippur*) sferrarono un attacco contro Israele al fine di riscattarsi dopo la sconfitta del 1967. Gli eventi della *guerra del Kippur*⁴ portarono al primo *shock petrolifero* del novembre del 1973, che comportò un balzo del greggio che quadruplicò la propria quotazione: da circa 3 dollari al barile arrivò a 12 dollari⁵. A far crescere ulteriormente le quotazioni del greggio contribuì poi la rivoluzione iraniana condotta dall'ayatollah Ruhollah Khomeini⁶. Ciò contribuì a provocare un secondo *shock petrolifero* nel 1979, che condusse il prezzo del petrolio a sfiorare i 35 dollari al barile. Rispetto a dieci anni prima lo scenario era completamente cambiato. Nell'arco di un decennio, infatti, il petrolio aveva più che decuplicato la propria quotazione (da circa 3 dollari al

⁴ Per approfondimenti: T. G. Fraser, *Il conflitto arabo – israeliano*, Il Mulino, Bologna, 2004.

⁵ Cfr. T. Fanfani, *Storia Economica*, McGraw-Hill, Milano, 2010 (reperibile presso l'indirizzo: http://www.ateneonline.it/fanfani/risorse/schede/isbn6608-7_crisi_petroliera.pdf).

⁶ Per approfondimenti: R. Guolo, *La via dell'Imam. L'iran da Khomeini a Ahmadinejad*, Laterza, 2007.

barile ai 35 dollari del 1979) e questo evento aveva permesso una rapida accumulazione di un'immensa ricchezza finanziaria. Tale ricchezza in parte fu spesa all'interno dei rispettivi paesi (con conseguenti spinte inflazionistiche) e in parte fu utilizzata per costituire i fondi sovrani. Lo scopo era quello di creare delle fonti di reddito indipendenti dalle risorse naturali (nel caso di specie, il petrolio) sia per affrancarsi dal loro esaurimento sia per proteggersi da eventuali oscillazioni di prezzo che avrebbero potuto intaccare il benessere delle popolazioni locali. Numerosi sono gli esempi che possono essere fatti in merito a questo periodo sia per gli Stati del golfo Persico sia per le democrazie occidentali. Per i paesi arabi ricordiamo l'*Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), fondato negli Emirati Arabi Uniti nel 1976 e il fondo kuwaitiano *Future Generation Fund*⁷ (FGF), istituito nello stesso anno. La creazione di questi Fos nei paesi del Golfo ha una duplice rilevanza. È significativa, *in primis*, perché per la prima volta i paesi produttori di petrolio operarono congiuntamente per modulare a proprio favore l'offerta, e quindi il prezzo, del petrolio. Questa operazione, infatti, diede consapevolezza ai produttori di petrolio di come "l'arma" del greggio potesse essere usata per fini politici internazionali attraverso delle operazioni di coordinamento tra i paesi dell'OPEC⁸. Inoltre, come già notato, l'incremento del prezzo del petrolio comportava l'afflusso di ingenti quantità di dollari verso questi paesi e la creazione di Fos aveva anche

⁷ Questo fondo sarà poi gestito dalla KIA (Kuwait Investment Authority).

⁸ L'OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) è un'organizzazione composta da dodici membri: Algeria, Angola, Arabia Saudita, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar e Venezuela. Fu fondata nel settembre del 1960 ma l'opera di coordinamento ebbe inizio solo a partire dal gennaio del 1961. Con le decisioni relative alla guerra dei sei giorni e a quella del Kippur per la prima volta si attua un coordinamento fra questi paesi al fine di danneggiare gli alleati di Israele. Per maggiori informazioni consultare: www.opec.org.

una valenza politica di tipo interno. In tal modo, infatti, i governanti di questi paesi, non sempre democratici, creavano una riserva di capitale che avrebbe permesso di fronteggiare in maniera più decisa eventuali insurrezioni o rivolte della popolazione e garantisse, pertanto, di rimanere al potere.

Per quel che riguarda i paesi industrializzati, sempre nel 1976 si ricorda la creazione dell'*Alaska Permanent Fund*, dell'*Alberta's Heritage Fund* oltre che del *Permanent Wyoming Mineral Trust Fund*. Sono tutti e tre fondi *commodity*, ma mentre i primi due traggono le loro risorse dalla vendita o dalla tassazione sul petrolio, il terzo percepisce l'1,5% della tassazione sui minerali. Un aspetto interessante da notare è come, in questa fase, nelle democrazie occidentali non siano gli Stati centrali bensì quelli federati a creare dei fondi per garantire maggior benessere alla propria popolazione. Infine, nel 1974 viene istituita sotto il controllo del governo di Singapore la *Temasek Holdings*. L'evento è rilevante perché Temasek costituisce il primo esempio di fondo *non commodity*: il suo patrimonio ha origine grazie ad un trasferimento diretto da parte del governo di avanzi fiscali e, in aggiunta a ciò, Temasek ha il diritto di percepire i profitti relativi alla propria attività d'investimento. Tale attività, in questa prima fase, era connessa alla gestione delle grandi aziende statali, mentre in seguito assumerà un più ampio respiro operando attivamente a livello internazionale.

Negli anni '80 si registra una lenta ma continua discesa del prezzo del greggio, che si attesterà stabilmente al di sotto della soglia dei 20 dollari al barile. Unica eccezione fu il periodo della guerra del

Golfo nel 1991. In concomitanza di tale evento, infatti, vi fu una brusca impennata del *brent*, che arrivò a sfiorare i 40 dollari al barile. I riflessi sul petrolio erano strettamente connessi alla guerra in corso. L'operazione di aggressione dell'Iraq di Saddam Hussein nei confronti dell'emirato del Kuwait si fondava, formalmente, su delle rivendicazioni di tipo territoriale, ma aveva come obiettivo il completo controllo della penisola arabica e delle connesse riserve petrolifere (pari a circa il 40% di tutte le riserve mondiali)⁹. Dopo il successo dell'offensiva guidata dagli Stati Uniti del presidente George Bush¹⁰, sotto l'egida delle Nazioni Unite, il prezzo del greggio così come era salito repentinamente, repentinamente discese per tornare ad attestarsi al di sotto, o poco al di sopra, dei 20 dollari. Questi eventi, che generano delle forti oscillazioni del prezzo del petrolio, rafforzano e consolidarono ancor di più la convinzione che gli Stati produttori dovessero affrancare il proprio reddito dai profitti del greggio. Per tali fini nacquero numerosi fondi sovrani: nel 1980 lo *State General Reserve Fund*, nel 1981 la *Libyan Arab Foreign Investment Company (LAFICO)*¹¹, nel 1983 la *Brunei Investment Agency*, nel 1984 l'*Abu Dhabi Petroleum Investment Company*, nel 1985 il *Copper Stabilization Fund*¹² in Cile, nel 1990 il *Norwegian Government Pension Fund* e nel 1993 il *Khazanah Nasional Berhad* in Malesia. Nel 1981, viene fondata la *Government of Singapore Investment Company (GIC)*. È nuovamente Singapore, per quanto appena detto, il luogo presso il

⁹ Cfr. G. Sabatucci, V. Vidotto, *Storia Contemporanea. Il Novecento*, Laterza, Bari, 2008, pagg.394-396.

¹⁰ È stato il 41° presidente degli Stati Uniti d'America dal 1989 al 1993. (Per approfondimenti: <http://www.whitehouse.gov/about/presidents/georgehwBush>)

¹¹ Che nel 2006 verrà assorbita nelle strutture della Libian Investment Authority (Lia).

¹² Nel 2007 questo fondo sarà assorbito dalle nuove strutture del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES).

quale viene istituito il secondo Fos di tipo *non commodity* della storia. A differenza di Temasek il compito della GIC è quello di gestire al meglio le riserve valutarie della città-Stato di Singapore. Gli investimenti devono essere mirati a preservare il potere d'acquisto di queste riserve e, se possibile, incrementarlo attraverso piani di investimento di lungo periodo. Il ruolo della GIC è, quindi, quello di garantire un sostegno all'economia nazionale e di fornire le necessarie risorse per compensare squilibri fiscali e commerciali.

Relativamente a questa prima fase è necessario anche ricordare un altro fatto rilevante. Nel 1987, infatti, si assiste al primo caso di operazione di un fondo sovrano bloccata da un governo nazionale. In quell'anno infatti il fondo del Kuwait KIA, in seguito al crollo delle Borse mondiali (19 ottobre) e al conseguente fallimento del tentativo di privatizzare la compagnia petrolifera britannica *British Petroleum* (BP), acquistò sul mercato circa il 27% delle azioni del colosso petrolifero. Il governo britannico, guidato da Margaret Thatcher¹³, non riteneva tollerabile che uno Stato estero con rilevanti interessi di tipo petrolifero, non necessariamente allineati a quelli della Gran Bretagna, potesse detenere una così importante quota di partecipazione. Così, anche grazie all'appoggio dell'autorità antitrust nazionale, il governo costrinse il fondo kuwaitiano a cedere la propria quota di partecipazione¹⁴.

In conclusione, si forniscono alcune informazioni di tipo quantitativo e qualitativo del fenomeno in questa prima fase. Al 1995

¹³ Margaret Thatcher fu primo ministro britannico dal 1979 al 1990. Ad oggi è l'unica donna ad aver ricoperto tale incarico. (Per approfondimenti: www.margarethatcher.org/essential/biography.asp).

¹⁴ Cfr. Methorios Capital, *Private Equity e Sovereign Wealth Fund*, Roma, marzo 2009 (<http://www.methorios.it/web/presentazione/privateequity.pdf>).

si annoveravano venti fondi sovrani i quali gestivano un ammontare di risorse pari all'incirca a 500 miliardi di dollari¹⁵. Per quel che riguarda gli aspetti qualitativi, si osserva come in questa fase i SWFs siano investitori passivi e con un'elevata avversione al rischio. La maggioranza dei fondi sovrani sceglie infatti titoli di Stato, principalmente americani e tedeschi, preferendo la sicurezza del ritorno sull'investimento all'ammontare del rendimento.

§ 1.2 – Dal 1995 al 2005: la globalizzazione, le crisi sistemiche e il consolidamento Fondi Sovrani

La crescente ondata di globalizzazione che aveva avuto inizio a partire dai primi anni '90 aveva generato una vasta serie di conseguenze. Per Joseph E. Stiglitz la globalizzazione economica *“favorisce l'integrazione dei paesi attraverso la circolazione più capillare di beni, servizi, capitali e manodopera”*¹⁶. La globalizzazione ha contribuito a rinvigorire il fenomeno dei fondi sovrani sotto molteplici aspetti. Con la diminuzione dei costi di trasporto e la definitiva diffusione dell'ICT le distanze fra le nazioni si erano notevolmente ridotte. Grazie alla rapidità con cui i flussi materiali di beni e i flussi immateriali di informazioni circolavano nel mondo si era resa possibile la creazione di una fitta rete di interdipendenze. *In primis*, interdipendenze di tipo commerciale e produttivo con la localizzazione di fasi produttive presso i paesi in via di sviluppo o

¹⁵ Ancitel (a cura di Celeste Cecilia Lo Turco), *Fondi Sovrani. Potenzialità di investimento per lo sviluppo del territorio*, Roma, 2010, pag. 17. (<http://www.fondisovrani.ancitel.it/>)

¹⁶ Joseph E. Stiglitz, *La globalizzazione che funziona*, Einaudi, Torino, 2006, pag. 4. Sull'argomento si veda anche: G. Di Taranto, *Dai sistemi economici alla globalizzazione sistemica*, LUISS University Press, Roma, 2007.

emergenti, che garantivano rilevanti guadagni di produttività e un basso costo della manodopera. Questo nuovo equilibrio produttivo mondiale aveva sostenuto il processo di specializzazione produttiva in base ai vantaggi comparati di cui ogni singolo paese disponeva generando vantaggi per tutti¹⁷. Accanto all'integrazione produttiva si poteva osservare una crescente integrazione di natura finanziaria. La liberalizzazione della circolazione dei capitali permetteva una loro migliore allocazione alla ricerca dei profili di rischio–rendimento più consoni alla propensione al rischio dei differenti operatori del mercato. Tale liberalizzazione tuttavia ha comportato un maggiore livello di instabilità sui mercati e, con il crescere della volatilità, si sono venute a creare delle condizioni che hanno comportato degli squilibri macroeconomici di natura internazionale tali da provocare lo scoppio di crisi finanziarie sistemiche. Numerosi furono gli Stati che a partire dalla seconda metà degli anni '90 furono investiti da profonde crisi finanziarie. La peculiarità di queste crisi era connessa alla tipologia di finanziatori. Le crisi che avevano colpito alcuni Stati del Sud America negli anni '80 erano state crisi di debito connesse alle difficoltà di rimborsare dei prestiti sindacati concessi da un *pool* di banche. Le crisi finanziarie sistemiche degli anni '90 sono invece collegate a un'esposizione in azioni o in obbligazioni di investitori esteri nel paese. Il primo esempio è quello della crisi messicana degli anni 1994-1995. Il Messico stava attraversando una fase di forte crescita economica ed era appena entrato nelle organizzazioni internazionali dell'Ocse (1994) e della NAFTA (1992, con effetti a

¹⁷ Si veda: P. R. Krugman, M. Obstfeld, *Economia Internazionale 1. Teoria e politica del commercio internazionale*, Pearson Paravia Bruno Mondadori, Milano, 2007

partire dal 1994). L'economia messicana era in una fase di profonda espansione alimentata da ingenti afflussi di capitali esteri (35 miliardi di dollari nel 1993¹⁸) quando un rivoluzionario messicano, Emiliano Zapata, diede vita a un movimento di guerriglia, detto zapatista, che creò dei disordini nella povera regione del *Chiapas*. Ad aggravare ulteriormente la tensione fu l'assassinio, nel marzo del 1994, del candidato presidenziale Colosio. Questi eventi ebbero delle conseguenze molto pesanti per il Messico. A livello internazionale si valutò lo Stato messicano come instabile e cominciò un rapido deflusso dei capitali stranieri, che avevano sostenuto e stavano sostenendo la crescita nazionale, per dirigersi verso approdi più sicuri. Il fragile sistema finanziario e bancario messicano non riuscì a sostenere l'onda d'urto del deflusso di capitali e nonostante l'impiego di ingenti quantità di riserve da parte delle autorità monetarie per cercare di mantenere stabile il cambio del peso messicano¹⁹ al termine del 1995 il Pil si contrasse di oltre il 6%²⁰. I detentori delle risorse finanziarie defluite dal Messico andarono alla ricerca di nuove opportunità di investimento. La destinazione principale fu l'Asia, che si trovava in una fase di crescita *export-led*. Gli investitori però si trovarono costretti ad affrontare una nuova crisi che, dopo appena due anni dalla crisi messicana, investì la regione asiatica. La crisi del Sud-Est asiatico ebbe inizio nel maggio del 1997 e prese la

¹⁸ M. Lossani, F. Bertoni, S. Chiarlone, *Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 40.

¹⁹ Il debito pubblico messicano era denominato in dollari e un eccessivo indebolimento del peso messicano avrebbe avuto come ulteriore effetto quello dell'aumento del debito pubblico. Per approfondimenti: P. Della Posta, P. Di Martino, *Crisi valutarie degli anni novanta del XIX e XX secolo*, Studi e Note di Economia del Monte Dei Paschi Di Siena, Siena, 2001 (fascicolo 3).

²⁰ M. Lossani, F. Bertoni, S. Chiarlone, *Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 41.

forma di un attacco speculativo alla valuta thailandese, il *baht*. Tuttavia, si erano già avuti alcuni segnali premonitori con una crisi del mercato immobiliare nella seconda metà del 1996 e con delle tensioni dovute agli squilibri tra l'attivo e il passivo delle banche connessi alla differente valuta con cui erano denominate le poste di bilancio. Questi squilibri si palesarono in tutta la loro rilevanza quando gli speculatori "attaccarono" la moneta thailandese ritenendola sopravvalutata rispetto alla sua effettiva quotazione. Per difendere il baht le autorità monetarie thailandesi intervennero ripetutamente sul mercato per mantenere il più stabile possibile il tasso di cambio, esaurendo le riserve, e contemporaneamente innalzarono i tassi di interesse. Nonostante tutte queste misure e l'intervento dell'FMI (20 miliardi di dollari) rispetto all'anno precedente la moneta risultava deprezzata all'incirca del 60%. La crisi thailandese generò un profondo ripensamento circa la sostenibilità della crescita di quest'area nel lungo periodo. A causa di valutazioni non positive in merito a tali trend iniziò un primo deflusso di capitali, che comportò l'allargarsi della crisi prima alla Corea e all'Indonesia e poi alla Malesia, alle Filippine, ad Hong Kong, a Taiwan e a Singapore arrivando a lambire anche la Cina. Complessivamente questa crisi abbracciava due differenti dimensioni: quella valutaria e quella finanziaria. La prima prendeva forma come attacco speculativo alle valute asiatiche mentre la dimensione finanziaria assumeva le sembianze del crollo del mercato azionario e immobiliare. Nel 1998, quando il momento più grave sembrava trascorso, si aggiunsero la dichiarazione di *default* della

Russia e il Brasile fu colpito da una profonda crisi economica. Infine, come ultima propaggine delle crisi sistemiche degli anni '90 vi furono la dichiarazione di *default* dell'Argentina e le tensioni finanziarie in Turchia. Si registrava quindi un'evoluzione simile a quella della crisi messicana. Prima un periodo di significativa crescita sostenuta dall'afflusso di capitali stranieri e poi un momento di crisi e recessione collegato al deflusso di questi capitali. Tutti i paesi investiti dalla crisi acquisirono la consapevolezza che così come la globalizzazione comportava una serie di benefici poteva anche essere latrice di rilevanti conseguenze sul piano macroeconomico collegate a improvvisi deflussi di capitali. Quando i tentativi di riformare l'architettura finanziaria internazionale fallirono²¹, i paesi che avevano subito le conseguenze delle crisi sistemiche compresero che dovevano cercare di prevenire e gestire in maniera autonoma eventuali crisi future. In merito alle tecniche di prevenzione i governi impostarono delle politiche fiscali e monetarie volte a raggiungere un più stabile equilibrio macroeconomico; in aggiunta avviarono dei processi di riforma del proprio sistema creditizio e finanziario in modo da renderlo più solido. Per quel che riguarda le politiche di gestione della crisi, i paesi emergenti idearono delle strategie chiamate di *self-insurance* che poggiavano su due capisaldi: accumulazione delle riserve e riduzione dell'indebitamento estero. La riduzione dell'indebitamento ha come obiettivo quello di ridurre l'esposizione al rischio valutario mentre l'accumulazione delle riserve persegue come finalità quella di

²¹ Il cosiddetto "progetto Krueger" del FMI sulle modalità di ristrutturazione del debito sovrano estero. (Si veda: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.HTM>).

trasformare il proprio paese da importatore ad esportatore di capitali. Grazie a dei cambiamenti della politica monetaria e valutaria i paesi spostarono la loro posizione delle partite correnti da una posizione di disavanzo a una di avanzo e così facendo iniziarono un processo di accumulazione di riserve molto al di sopra del livello considerato prudentiale dai tradizionali canoni economici²². La tabella mostra come dal 1990 al 2007 l'ammontare delle riserve sia in costante aumento e in particolare si registra un balzo a partire dagli anni duemila quando di passa da 759 miliardi di dollari di riserve a oltre 3800 miliardi²³.

Riserve valutarie (mld/\$)	1990	1996	2000	2007
Paesi Emergenti	142	548	759	3880

Questo processo di accumulazione di riserve in valuta estera aveva una duplice valenza. In primo luogo, serviva a costruire quel cuscinetto di capitale da utilizzare qualora si fossero ripresentate altre crisi come quelle degli anni '90 e, in secondo luogo, avevano come obiettivo quello di trainare lo sviluppo delle rispettive economie. Si continua, quindi, a seguire un modello di sviluppo *export-led* fondato

²² Ci si riferisce alla regola di Greenspan – Guidotti, secondo tale regola l'ammontare delle riserve estere di un paese deve essere paragonata al livello di indebitamento verso l'estero a breve termine e deve coprirlo al 100%. Si osserva, tuttavia, come in generale non possa definirsi un livello ottimale di riserve valido per tutti i paesi in quanto è necessario effettuare una valutazione specifica delle condizioni e delle caratteristiche del paese.

²³ Tabella tratta da: M. Lossani, F. Bertoni, S. Chiarlone, *Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 46.

su interventi sui mercati valutari atti a mantenere artificialmente basso il tasso di cambio e, in tal modo, far acquisire una maggiore competitività ai prodotti nazionali e quindi incentivare le esportazioni. L'eccessiva accumulazione di riserve porta con sé una serie di conseguenze e, in particolare, genera dei costi²⁴. Per queste ragioni molti Stati decisero di costituire dei Fos proprio al fine di ottenere dei ritorni su queste risorse in eccesso almeno pari ai costi sostenuti per detenerle. Per tali ragioni nascono nel 1997 la *Safe Investment Company* in Cina, nel 1998 l'*Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio* e nel 2005 la *Korea Investment Corporation*. In Cina oltre alla *Safe* compaiono nel 2000 il *National Social Security Fund*, fondo sovrano avente come obiettivo quello di supportare il sistema previdenziale cinese visto l'atteso invecchiamento della popolazione, e nel 2003 nasce la *Central Huijin Investment Corporation*²⁵ con il compito specifico di investire le riserve in eccesso. Sono tutte entità classificabili come fondi sovrani e sono tutti di tipo *non commodity* in quanto traggono le loro risorse principalmente dalle riserve in eccesso che hanno origine dalla posizione di avanzo delle partite correnti dei rispettivi paesi.

Per quanto riguarda i fondi sovrani di tipo *commodity* occorre osservare ancora una volta quale sia stato l'andamento del petrolio in questo periodo. Dopo il picco avuto nel 1991 con la guerra del Golfo il prezzo si era attestato sui 20 dollari al barile. A partire dagli anni duemila, in conseguenza dell'attacco terroristico dell'11 settembre 2001 e alle guerre in Afghanistan e Iraq, si era poi registrato un

²⁴ Sull'ammontare e la tipologia dei costi di detenzione delle riserve valutarie in eccesso di veda il terzo paragrafo del successivo capitolo.

²⁵ Che diverrà poi la China Investment Corporation (Cic) nel 2007.

assestamento delle quotazioni del greggio in prossimità dei 30 dollari per poi giungere, al termine del 2004, al di sopra dei 50 dollari. Questa costante crescita del petrolio aveva fatto sì che i paesi esportatori si arricchissero ulteriormente; inoltre, viste le esperienze delle crisi sistemiche, decisero anche di iniziare un processo di accumulazione delle riserve. Sempre per perseguire la finalità di coprire i costi di detenzione delle riserve, ma anche cercando di stabilizzare i profitti relativi alle esportazioni delle materie prime, nascono numerosi fondi sovrani: in Azerbaijan, in Algeria, in Kazakistan, in Nigeria, in Iran, in Russia, in Qatar e negli Emirati Arabi Uniti (Abu Dhabi).

Complessivamente questo periodo vede raddoppiare il numero di fondi sovrani e si registra un notevole incremento in termini di risorse detenute e gestite. La tabella mostra l'entità dell'aumento quantitativo dei SWFs²⁶.

Anno	1995	2005
N° Fos	20	40
Patrimonio (mld/\$)	500	800

Per quel che riguarda la tipologia di investimento assistiamo a un innalzamento della propensione al rischio dei Fos, conseguente alla ricerca di maggiori rendimenti, che iniziano ad orientarsi verso investimenti sul mercato azionario e su quello obbligazionario corporate.

²⁶ Ancitel (a cura di Celeste Cecilia Lo Turco), *Fondi Sovrani. Potenzialità di investimento per lo sviluppo del territorio*, Roma, 2010, pag. 17. (<http://www.fondisovrani.ancitel.it/>)

§ 1.3 – Dal 2005 al 2008: la tensione iraniana, le operazioni bloccate, la crisi finanziaria globale e l'espansione dei Fondi Sovrani

Questa terza fase di sviluppo dei fondi sovrani deve essere analizzata seguendo tre differenti direttrici: la costante e continua crescita delle quotazioni del petrolio, la reazione alle acquisizioni dei fondi sovrani da parte degli Stati riceventi e lo scoppio della crisi finanziaria.

La crescita del petrolio che si registra in questo triennio si lega principalmente alle forte tensioni che caratterizzano l'avanzamento del piano nucleare avanzato dall'Iran²⁷ di Mahmud Ahmadinejad. Da quando era salito al potere il leader iraniano aveva costantemente aumentato le tensioni con Israele anche negando l'olocausto e auspicando la distruzione dello Stato israeliano. Le minacce e le provocazioni con le quali il leader iraniano²⁸ partecipava al confronto con Israele e Stati Uniti comportò un costante crescere delle tensioni, soprattutto in relazione alla possibile detenzione dell'arma atomica da parte del regime iraniano, che si scaricò sul prezzo del *brent*, che dai 50 dollari di inizio del 2005 arrivò a superare la barriera dei 70 dollari nel 2006. Il picco più elevato del prezzo del petrolio si avrà poi nel cuore della crisi finanziaria, che scoppierà verso la metà del 2007. Infatti, il 3 gennaio del 2008 le quotazioni del *brent* toccarono l'incredibile quotazione di 147,27 dollari al barile. Come già era

²⁷ L'Iran è il terzo produttore di petrolio al mondo per questo le tensioni internazionali comportano la crescita del prezzo del greggio.

²⁸ L'obiettivo che Ahmadinejad perseguiva più che di tipo bellico-distruttivo era di tipo politico, mirava, infatti, a ottenere la leadership del mondo arabo e a promuovere il diritto dei paesi arabi ad utilizzare l'energia nucleare. Cfr. R. Guolo, *La via dell'Imam. L'Iran da Khomeini a Ahmadinejad*, Laterza, 2007, pagg. 117 e ss..

accaduto in precedenza, il nuovo afflusso di capitali, conseguente all'esportazione del greggio, spinse alla costituzione di nuovi Fos: nel 2006 nasce la *Investment Corporation of Dubai*, la *National Fund of Hydrocarbon Reserves* (Mauritania) e la *Mumtalakat Holding Company* in Bahrain; nel 2008 la *Sanabil Al – Saudia* (Arabia Saudita) e il fondo malesiano *Terengganu Investment Authority*. Tra i fondi che vengono istituiti non può non essere nominata la *China Investment Corporation*²⁹ (CIC) nel 2007. La CIC incorpora la *Central Huijin Investment Corporation*, fondata nel 2003, e si sostituisce ad essa con il compito principale di gestire le riserve al fine di incrementarne il valore. Accanto a questo obiettivo principale la CIC deve sostenere la capitalizzazione di banche e imprese cinesi oltre che investire le riserve in imprese estere secondo il modello del fondo Temasek.

Per la seconda direttrice, quella relativa all'opposizione delle acquisizioni operate dai Fos, risultano significativi due esempi, che hanno come teatro gli Stati Uniti: il caso UNOCAL (2005) e il caso P&O (2006). La UNOCAL era un'azienda petrolifera texana, la nona degli Stati Uniti. Quando la situazione economico-finanziaria della compagnia si deteriorò, iniziò una corsa per l'acquisizione del controllo della compagnia che vantava numerose riserve in Indonesia, Thailandia e Birmania (cioè, in prossimità di mercati emergenti che chiedevano ingenti quantità di petrolio). Il principale candidato era la Chevron Texano seguito dalla compagnia petrolifera italiana ENI. Nel giugno del 2005, però, la *China National Offshore Oil Company* (Cnooc, la terza compagnia petrolifera cinese impegnata

²⁹ La CIC è un fondo di tipo *non commodity* a differenza degli altri fondi precedentemente citati nel paragrafo.

anche nel settore del gas) presentò un'offerta di 18,5 miliardi di dollari (67 dollari per azione) superando quella della Chevron che ammontava a 16,4 miliardi. Inoltre, il progetto cinese si presentava più vantaggioso rispetto a quello statunitense sia per gli azionisti, che vedevano riconosciuto un valore maggiore per azione, sia per i dipendenti, visto che la compagnia cinese non prevedeva di effettuare licenziamenti (che invece erano nell'ordine delle seimila unità nel piano della Chevron). Nonostante l'offerta apparisse più vantaggiosa, si scatenò nei confronti del Cnooc una tempesta mediatica che mirava a favorire la compagnia americana nella competizione portando come argomento principale quello della difesa degli interessi energetici nazionali. Vista la forte opposizione politica nonché quella dell'opinione pubblica la Cnooc decise, il 3 agosto, di ritirare la propria offerta spianando la strada alla Chevron Texaco³⁰. Altra operazione rilevante ad essere bloccata fu quella compiuta nel 2006 dalla *Dubai Port World* (DPW). La DPW aveva rilevato, per 3,9 miliardi di sterline, il controllo della società britannica *Peninsular and Oriental Steam Navigation Company* (P&O) che controllava sei importanti porti statunitensi: New York, Newark, Baltimora, Miami, New Orleans e Philadelphia. Nonostante la commissione per il controllo degli investimenti esterni negli Stati Uniti (CFIUS, *Committee of Foreign Investment In United States*) avesse dato il via libera all'operazione, prese avvio un acceso dibattito

³⁰ Sull'operazione si vedano: <http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-448704/unocal-cnooc-offre-18-5mld/>; http://english.peopledaily.com.cn/200508/03/eng20050803_199949.html; <http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2005/04/05/chevrontexaco-conquista-unocal-battute-sul-filo-eni.html>; sulla rinuncia all'acquisizione della UNOCAL si veda: http://archivistorico.corriere.it/2005/agosto/03/CNOOC_RITIRA_OFFERTA_PER_AMERICANA_co_9_050803100.shtml.

sull'operazione. Si riteneva, infatti, che fosse rischioso lasciare il controllo di queste importanti strutture portuali statunitensi a un governo straniero e, in particolare, a quello degli Emirati Arabi Uniti. Oltre a questo si temevano delle nuove operazioni di stampo terroristico: l'attentato alle Twin Tower dell'11 settembre del 2001 era ancora recente per poter essere dimenticato. Seguì un diffuso dibattito che vide opposti Repubblicani e Democratici, con i primi che si opponevano al blocco dell'operazione rispetto ai secondi che, invece, lo invocavano. Dopo alcuni tentativi di far approvare, sia alla Camera sia al Senato, dei disegni di leggi di contrasto all'acquisizione fu la stessa DPW ha manifestare, il 9 marzo, l'intenzione di vendere le infrastrutture portuali negli Stati Uniti ad un operatore domestico³¹. Questi esempi dimostrano come l'opinione pubblica e la politica stiano iniziando a prendere piena coscienza del fenomeno dei fondi sovrani e delle sue possibili implicazioni sulla sicurezza nazionale. Si noti come in nessuno dei due casi sia stato il CFIUS a bloccare l'operazione bensì sono state la tempesta mediatica e l'atteggiamento dell'opinione pubblica a scoraggiare gli investitori esteri.

Infine, come terza direttrice d'indagine occorre portare l'attenzione sulla crisi finanziaria globale scoppiata nel giugno del 2007 negli Stati Uniti. Questa crisi è strettamente connessa con il fenomeno della globalizzazione e con l'eccessiva espansione del credito collegata al basso livello dei tassi di interesse. La paura della deflazione aveva spinto le autorità monetarie a tenere molto bassi i

³¹ Sull'argomento si vedano: http://en.wikipedia.org/wiki/Dubai_Ports_World_controversy; http://en.wikipedia.org/wiki/Peninsular_and_Oriental_Steam_Navigation_Company#Takeover_by_DP_World; <http://www.arabismo.it/?area=economia&pag=strategiainvestimento>.

tassi di interesse: la Federal Reserve aveva tenuto dalla metà del 2001 il tasso sui *federal fund* al di sotto dell'1%, così come aveva fatto nello stesso periodo la Banca Centrale Europea mentre ancor più in basso si attestava il tasso di interesse fissato dalle autorità nipponiche. Si prenda il mercato statunitense. Il basso livello dei tassi aveva favorito l'accrescere dei consumi dei cittadini americani e aveva dato un forte stimolo all'acquisto di abitazioni generando un boom del mercato immobiliare. Come ulteriori effetti del basso livello dei tassi vi furono l'aumentare delle richieste di prestiti rotativi da parte delle famiglie e la spasmodica ricerca di rendimenti più elevati (quindi con più rischio) da parte delle società di gestione patrimoniale che sono chiamate a conseguire un tasso target minimo³². A diffondere gli effetti della crisi sarà poi il fenomeno della cartolarizzazione³³ con la quale gli istituti di credito trasferiscono il rischio di insolvenza a terzi. Prima il trasferimento avviene fra istituti di credito e, infine, giunge al mercato. Questo meccanismo viene meno quando iniziano a verificarsi le prime insolvenze dei titolari di mutui *subprime* generando una situazione di diffuso stress finanziario. Visto il crescere del numero di casi di insolvenza il mercato immobiliare si trova in una situazione di eccesso di offerta, che comporta una drastica riduzione dei prezzi delle abitazioni. Quando il prezzo dell'immobile scende al di sotto del valore del debito residuo, il titolare del mutuo *subprime* non ha più convenienza ad onorare il

³² Per approfondimenti si veda: Banca dei Regolamenti Internazionali, 79° *Relazione annuale*, Basilea, giugno 2009 (http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009_it.htm).

³³ “La cartolarizzazione (*securitisation*) può essere definita come una tecnica che consente la trasformazione di poste di bilancio normalmente non negoziabili, in strumenti cartolari o, più propriamente, in valori mobiliari negoziabili (ABS, *Asset Based Securities*) e dunque liquidabili sui mercati dei capitali.” E. Monti, *Manuale di Finanza per l'impresa*, Isedi, Tipografia Gravinese, Torino, 2006.

debito e lascia l'immobile all'istituto di credito per estinguere la propria posizione. Ciò non fa che accrescere ancora di più l'offerta di immobili e al tempo stesso "inceppa" il meccanismo della cartolarizzazione in quanto chi ha emesso ABS non ha più modo di rispettare l'obbligazione assunta. Le diffuse interdipendenze e interrelazioni che esistevano, e esistono, nel mondo creditizio e finanziario intensificatesi con l'esplosione del fenomeno della globalizzazione non fecero altro che peggiorare la situazione. Questi titoli cartolarizzati, infatti, non erano circoscritti al solo territorio americano, ma erano diffusi presso tutti i sistemi finanziari del mondo e ingenerarono come ulteriore conseguenza la mancanza di fiducia tra le banche che interruppero i prestiti interbancari per timore che le controparti potessero fallire. In questo contesto di diffuso stress finanziario le banche necessitavano, viste le forti perdite in conto capitale, di nuova finanza azionaria e trovarono nei fondi sovrani degli investitori disposti a fornirla. I fondi sovrani modificano, quindi, le ragioni che spiegavano il loro ingresso nel capitale sociale delle banche. Se prima l'acquisizione di tali pacchetti seguiva logiche di diversificazione degli investimenti, adesso nel cuore della crisi si manifestavano interessi di tipo diverso. L'obiettivo era quello di acquisire consistenti pacchetti azionari a prezzi contenuti (a causa della crisi) in modo da ottenere un ruolo rilevante all'interno del sistema finanziario globale. L'intensità con cui questa attività di "soccorso" dei fondi sovrani alle banche colpite

dalla crisi dei mutui *subprime* si manifesta è descritta nella seguente tabella³⁴.

Banca	Intervento (Mld/\$)	Fos
Barclays	0,3	China Dev. Bank
Credit Suisse	0,6	QIA
Icici Bank	0,7	Dubai Int. Capital
Marfin Popolar Bank	1,2	Dubai Int. Capital
Standard Chartered	1,4	Temasek
Pt Bank	1,7	Temasek
Barclays	2	Temasek
China Everbright	2,7	CIC
Barclays	3	China Dev. Bank
Merrill Lynch	3,4	Temasek
Barclays	4,5	QIA
Morgan Stanley	5	CIC
HSBC	6,05	Dubai Int. Capital
Merrill Lynch	6,2	Temasek
Merrill Lynch	6,6	KIA
Citigroup	7,5	ADIA
UBS	11,5	GIC
Citigroup	12,5	GIC, KIA

In conclusione, riportiamo l'incremento dimensionale dei fondi sovrani nel periodo preso in esame:

Anno	2005	2008
N° Fos	40	55
Capitale (mld/\$)	800	3900

³⁴ Tabella costruita con i dati del grafico contenuti a pagina 47 del documento: Methorios Capital, *Private Equity e Sovereign Wealth Fund*, Roma, marzo 2009 (<http://www.methorios.it/web/presentazione/privateequity.pdf>).

Come si può osservare³⁵ oltre a una crescita numerica dei fondi si nota un incremento molto consistente dell'ammontare del patrimonio gestito, che passa da 800 a 3900 miliardi. I SWFs in un triennio si trovano quasi a quintuplicare l'ammontare di risorse gestite e iniziano a investire queste risorse principalmente nel mercato azionario focalizzandosi sul settore creditizio e bancario.

§ 1.4 – Dal 2008 ad oggi: gli interventi durante la crisi finanziaria, le risposte regolatorie e le prospettive future dei Fondi Sovrani

I fondi sovrani intervennero in maniera incisiva per sostenere il sistema finanziario globale partecipando alla ricapitalizzazione di molti grandi istituti di credito di livello internazionale. Ciò che è possibile osservare e che conta ai fini della nostra indagine è come muti l'atteggiamento dei governi e della politica verso i Fos con l'aggravarsi della crisi. Se prima dello scoppio della crisi e durante le sue prime fasi vi era un clima di ostilità intorno all'intervento dei SWFs nelle imprese nazionali, in particolar modo se strategiche³⁶; con l'acuirsi della crisi (fallimento di Lehman Brothers nel settembre del 2008), invece, sono gli stessi governi a richiedere e a cercare "capitali freschi" che nel sistema finanziario globale potevano essere forniti solo dai fondi sovrani. I fondi sovrani svolsero, pertanto, una funzione stabilizzatrice intervenendo con investimenti anticiclici nel capitale azionario incentivati dal basso livello dei corsi azionari. La

³⁵ La precedente tabella riporta dei dati contenuti nel documento: Ancitel (a cura di Celeste Cecilia Lo Turco), *Fondi Sovrani. Potenzialità di investimento per lo sviluppo del territorio*, Roma, 2010, pag. 17. (<http://www.fondisovrani.ancitel.it/>)

³⁶ Si vedano gli esempi UNOCAL e DPW riportati bene nel precedente paragrafo.

crisi innescata dai mutui *subprime* se, da un lato, ha consentito di entrare in maniera rilevante nel capitale di numerose imprese occidentali, dall'altro ha richiesto di sostenere pesantissime perdite in conto capitale. La seguente tabella³⁷ mostra in termini assoluti e percentuali l'entità delle perdite sostenute al 20 marzo del 2008 da alcuni di essi.

Paese (Fos)	Azioni	Data acquisto	Prezzo acquisto (\$)	Quotazione al 20/3/2008 (\$)	Var. (%)
Cina (Cic)	Blackstone	22/06/2007	35,06	14,62	-58
Cina (Citic)	Bear Stearns	22/10/2007	117,85	5,33	-95
Abu Dhabi (Mubadala)	Carlyle	20/09/2007	14,42	14,42	0
Dubai (Dic)	Och - Ziff	15/11/2007	28,05	21,5	-23
Abu Dhabi (Mubadala)	Amd	16/11/2007	12,64	6,15	-51
Abu Dhabi (Mubadala)	Citigroup	26/11/2007	29,8	20,41	-32
Dubai (Dic)	Sony	26/11/2007	50,01	41,04	-18
Cina (Cic)	Morgan Stanley	26/11/2007	50,08	43,45	-13

Come si può osservare i vari fondi sovrani hanno registrato delle perdite considerevoli in un periodo di tempo molto limitato, che parte dalla metà del 2007 e arriva alla fine di marzo 2008. Questo rafforza l'idea che i fondi siano degli stabilizzatori disposti a fornire capitale quando questo scarseggia sui mercati e disposti a sostenere delle perdite nel breve periodo con l'obiettivo di ottenere dei vantaggi nel medio-lungo termine. Tuttavia, vista l'ingente mole delle perdite si registra anche un deficit di competenze manageriali per la gestione del proprio patrimonio.

³⁷ Tabella costruita con i dati del grafico contenuti a pagina 48 del documento: Methorios Capital, *Private Equity e Sovereign Wealth Fund*, Roma, marzo 2009 (<http://www.methorios.it/web/presentazione/privateequity.pdf>).

L'ingresso di numerosi fondi nel capitale sociale ha suscitato anche delle notevoli preoccupazioni non solo per il controllo di settori considerati strategici ma anche per la possibile instabilità che potrebbe verificarsi. Il timore è, infatti, che questi fondi con partecipazioni di minoranza, ma pur sempre consistenti, possano decidere di disinvestire repentinamente a causa di un cambio di strategia di portafoglio. Questa possibilità appare oltremodo remota: "tuttavia, alcuni Swf hanno dimensioni di rilievo sistemico e una loro decisione di investimento potrebbe indurre fenomeni di imitazione, con conseguente ampliamento delle oscillazioni e, in conclusione, aumento dell'instabilità"³⁸. A causa di questi timori tanto politici quanto economici le democrazie occidentali decisero di dare una risposta su due livelli. Il primo livello afferiva a una regolamentazione di livello internazionale mentre il secondo livello riguardava la legislazione dei singoli Stati nazionali. Per la regolamentazione internazionale si intervenne seguendo due diverse prospettive: quella relativa alla trasparenza dei fondi sovrani e quella relativa all'accoglimento dei loro investimenti. Del primo ambito si occupò un gruppo di lavoro composto da rappresentanti sia del Fondo Monetario Internazionale (FMI) sia dell'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (IWG). Fu così che furono emanati nell'ottobre del 2008 i ventiquattro principi GAPP (*Generally Accepted Principles and Practices*, detti anche *Santiago Principles*), che stabilivano delle regole per ridurre l'opacità dei Fos e per chiarire le logiche di investimento e *governance* che queste entità perseguivano. Relativamente alla seconda

³⁸ M. Lossani, F. Bertoni, S. Chiarlone, *Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 76.

prospettiva, l'organismo internazionale coinvolto fu l'Ocse³⁹, che emanò dei principi verso la metà del 2009. L'Ocse si concentrò, invece, sulle modalità con cui gli Stati riceventi dovevano accogliere gli investimenti stranieri. Fermo restando il diritto dei rispettivi Parlamenti nazionali nell'approvare delle norme a tutela dei settori strategici del paese venivano fissati una serie di principi fondamentali: la *non discriminazione*, la *trasparenza* e la *prevedibilità*, la *proporzionalità* e la *responsabilità*. Accanto a questi principi⁴⁰ alcuni Stati decisero di approvare delle normative specifiche in materia. Negli Stati Uniti fu emanato nel gennaio del 2008 il FINSA (*Foreign Investment and National Security Act*), che ribadiva e rafforzava le competenze di controllo del CFIUS ampliando, al tempo stesso, il numero dei membri della commissione affinché fossero presenti dei commissari con specifiche competenze e conoscenze⁴¹. Inoltre, il FINSA attribuiva specifici poteri al Presidente degli Stati Uniti in merito alle operazioni di investimento degli operatori esteri. Anche la risposta elaborata dall'Unione Europea non si fece attendere e nel marzo del 2008 approvò il documento "*A common European approach to Sovereign Wealth Funds*". Il documento si fondava su due capisaldi: da un lato l'UE si impegnava a mantenere un ambiente di investimento aperto, dall'altro l'Unione si impegnava a collaborare attivamente con gli altri organismi internazionali per la stesura di regole di trasparenza e

³⁹ *Organization of Economic Co-operation and Development*, in italiano Ocse, Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

⁴⁰ Per approfondimenti in merito ai principi dell'Ocse e del FMI-IWG si rimanda alla trattazione del terzo capitolo del presente elaborato.

⁴¹ Entrano nella commissione un rappresentante del Dipartimento per l'Energia e il direttore dell'Intelligence Nazionale che non ha però diritto di voto. Cfr. P. Savona, P. Regola, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pag. 99.

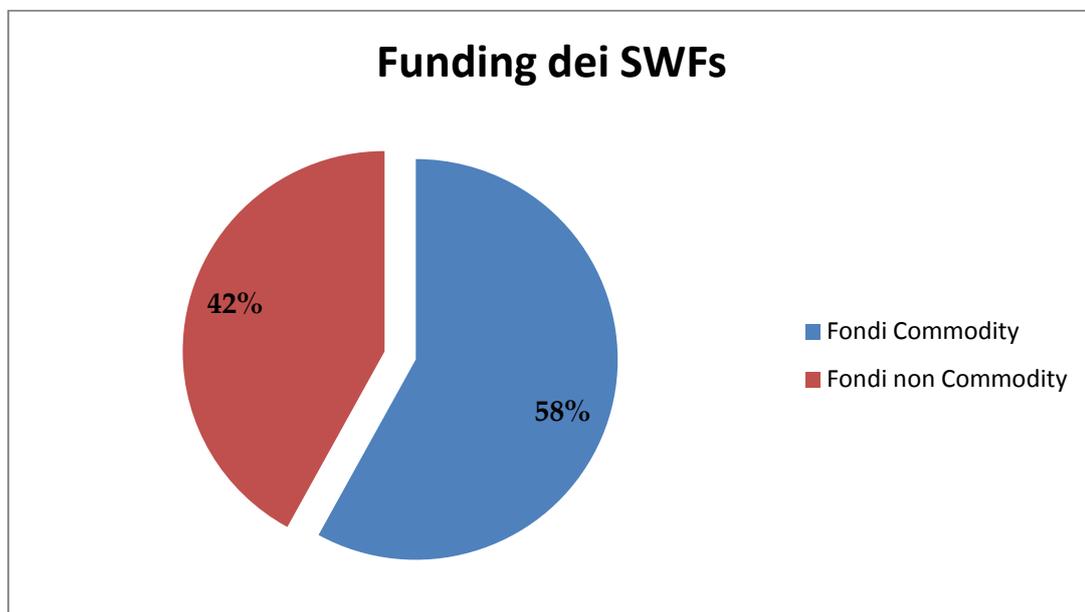
governance da applicare ai Fos. Nonostante questa iniziativa europea alcuni stati approvarono delle norme specifiche. In Germania il Parlamento approvò, nell'agosto del 2008, un disegno di legge per la protezione delle imprese nazionali con provvedimenti che ricalcavano la disciplina americana. A differenza del FINSA però la legge tedesca prevedeva che la possibilità di bloccare l'operazione scattasse al superamento della soglia dimensionale del 25% del capitale sociale dell'impresa. In Francia, invece, erano già presenti da prima delle crisi delle normative volte a tutelare le imprese nazionali. La prima, risalente al recepimento della direttiva comunitaria 2004/25, era relativa alla possibilità di porre in atto misure di contrasto di un'OPA non sollecitata e la seconda riguardava un decreto del dicembre del 2005 con il quale il governo francese si attribuiva il potere di bloccare gli investimenti stranieri negli undici settori considerati dall'Eliseo strategici. Inoltre, nel 2008 sotto il forte stimolo del presidente Nicolas Sarkozy fu costituito lo *Strategic Investment Fund* (SIF) con il compito di fornire finanza alle imprese francesi in difficoltà che operavano in settori strategici. L'Eliseo sceglieva quindi una strategia più aggressiva rispetto agli altri partner europei che si limitavano, invece, a porre un freno all'ingresso degli investitori non domestici. Merita menzione anche la Gran Bretagna per il suo atteggiamento diametralmente opposto rispetto ai partner dell'Europa. L'Inghilterra, per la sua cultura liberale, aveva sempre mantenuto un regime di circolazione di capitali senza alcun tipo di vincolo e per questo era diventata una delle maggiori piazze finanziarie del mondo. Questo atteggiamento non mutò in seguito alla crisi finanziaria come

dimostrano i numerosi interventi nelle banche britanniche Barclays e Standard Chartered. Infine, l'Italia. Il nostro paese non aveva assunto un posizione netta in questa materia. Erano stati ventilati dei possibili interventi normativi che poi, però, non avevano trovato sbocco nel Parlamento nazionale. L'Italia si trovava in una condizione intermedia: aveva bisogno di capitali per sostenere la propria economia, ma al tempo stesso voleva mantenere il controllo dei più importanti settori nazionali. Per questo molti sforzi si focalizzavano sul mantenimento di fitti e costanti rapporti diplomatici attraverso i quali monitorare e, nel caso, scoraggiare (operando una *moral suasion*) investimenti in specifiche aziende nazionali⁴². La situazione italiana è cambiata a partire dagli inizi del 2011 quando la società transalpina Lactalis ha annunciato di aver acquisito il controllo del 28,97% della società Parmalat e di avere l'intenzione di assumere il controllo della società italiana. Il governo si è opposto approvando dei decreti per contrastare la scalata (prevedendo una dilazione dei tempi di convocazione dell'assemblea dei soci per favorire la costituzione di una cordata di imprenditori italiani) e al tempo stesso ha previsto dei nuovi compiti per la Cassa Depositi e Prestiti. Quest'ultimo provvedimento ricalca la via segnata dal governo francese. In questo caso, però, non viene costituito un organismo *ad hoc* ma vengono assegnati a un organismo già esistente dei nuovi compiti di tutela dell'economia nazionale.

Per quanto riguarda, invece, le prospettive di sviluppo si osserva che la crescita dimensione dei Fos ha ripreso il suo percorso dopo aver

⁴² In merito alle posizioni dei vari stati europei rispetto agli investimenti esteri si veda: P. Savona, P. Regola, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pagg. 97 e ss. e pagg. 122 e ss..

subito un arresto a causa della crisi finanziaria globale. Nel periodo che parte dal settembre del 2008 e arriva ad oggi si è registrata una crescita dimensionale contenuta: i SWFs sono passati dalla gestione di attivi per 3900 miliardi di dollari alla gestione di un patrimonio di poco più di 4600 miliardi⁴³. Per quanto, invece, la distinzione tra fondi *commodity* e fondi *non commodity* in base alle rilevazioni del SWF Institute si rileva una prevalenza dei secondi che sono all'incirca pari ai tre quinti sul totale⁴⁴.

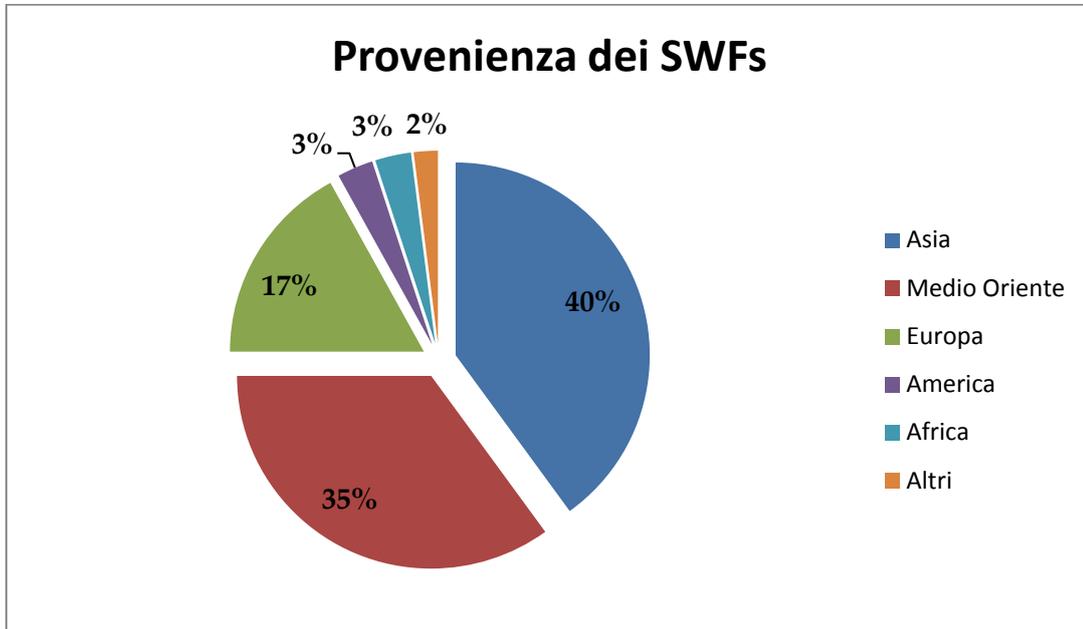


Per quel che concerne la provenienza dei Fos si osserva come queste entità provengano per i tre quarti dal continente asiatico e dal Medio Oriente seguiti poi dall'Europa. La seguente tabella riporta la

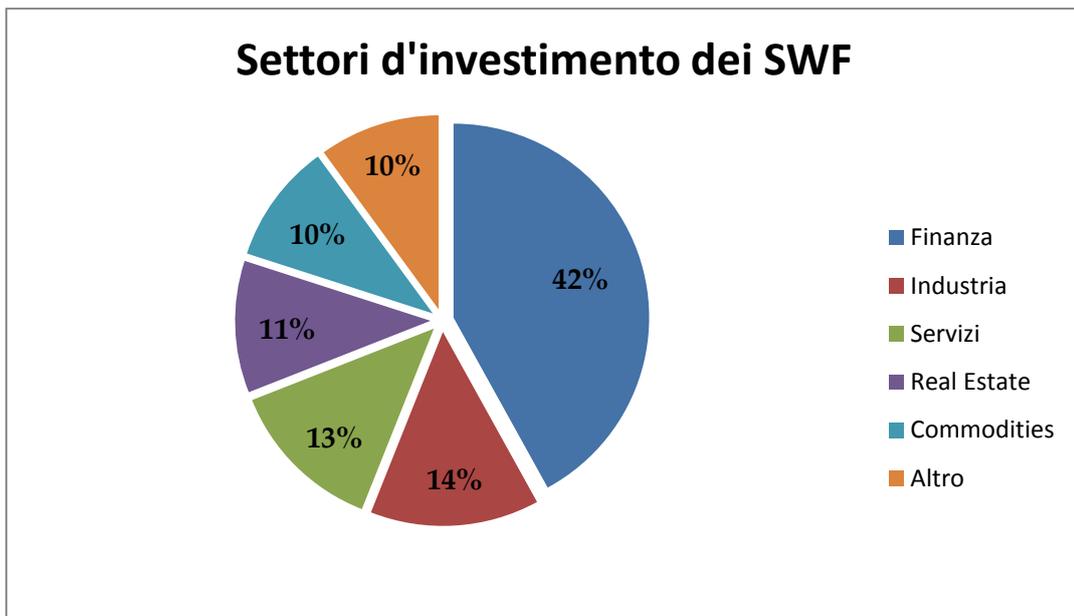
⁴³ Elaborazioni del SWF Institute al giugno del 2011, si veda: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

⁴⁴ Elaborazioni del SWF Institute al novembre del 2010, si veda: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

distribuzione geografica dei fondi sovrani sulla base delle elaborazioni del SWF Institute al novembre 2010⁴⁵.



Si osservi ora la distribuzione settoriale degli investimenti dei Fos⁴⁶.

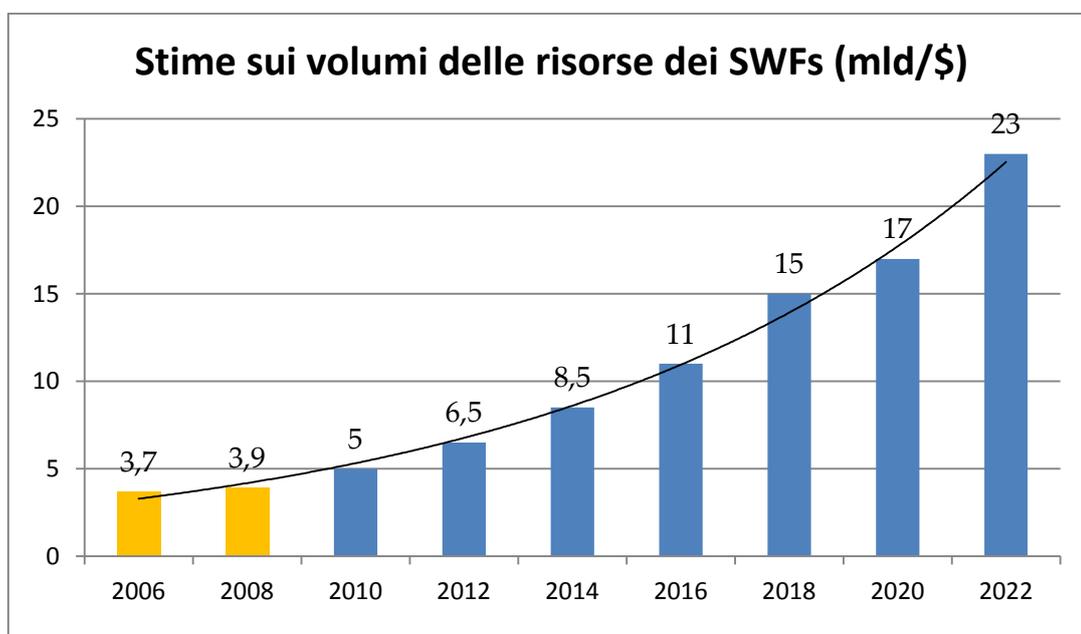


⁴⁵ Si veda: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

⁴⁶ IFSL International Financial Services London, *IFSL Research: Sovereign Wealth Funds 2010*, Londra, marzo 2010 (www.thecityuk.com).

Come si può notare, le recenti preferenze di investimento dei SWFs si sono concentrate sul sistema finanziario americano ed europeo (con acquisizioni di partecipazioni in Merrill Lynch, Barclays, Unicredit, CityGroup, etc) non trascurando il settore energetico (con l'acquisto di un pacchetto azionario della compagnia petrolifera francese Total). Tuttavia sono molteplici i settori che attraggono i Fos, tra i quali: il settore del lusso e della moda, il real estate, l'alberghiero, il settore immobiliare, le telecomunicazioni e l'industria.

Questo fenomeno, che già consta di dimensioni notevoli, è destinato ad accrescere ancor di più la sua rilevanza. In base alla crescita degli ultimi dieci anni delle riserve ufficiali delle banche centrali si sono sviluppate delle proiezioni che dimostrano come gli *asset under management* dei Fos siano destinati a crescere⁴⁷.



⁴⁷ Deutsche Bank Research di S. Kern, *SWFs and foreign Investment policies – an update*, Francoforte, ottobre 2008 (www.dbreaserch.com). I dati contenuti nella ricerca fino al 2008 sono reali mentre i restanti sono frutto di stime.

Ci si appresta, quindi, al ritorno di influenti operatori finanziari sul mercato con dimensioni notevoli che potranno avere una rilevanza sistemica nel mondo creditizio e finanziario. Così facendo si assisterà a una lenta, ma continua redistribuzione della ricchezza dai paesi occidentali verso gli emergenti, che attraverso l'acquisizione di potere economico e finanziario diventeranno attori protagonisti del governo mondiale.

In conclusione, si riporta una tabella contenente le coordinate principali dei maggiori fondi sovrani del mondo elaborata dal SWF Institute al luglio del 2011⁴⁸.

Paese	Fondo Sovrano	Patrimonio (mld/\$)	Fondazione	Funding
EAU - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976	Petrolio
Norvegia	Government Pension Fund - Global	571,5	1990	Petrolio
Cina	SAFE Investment Company	567,9	1997	N.C.
Arabia Saudita	SAMA Foreign Holdings	472,5	nd	Petrolio
Cina	China Investment Corporation	409,6	2007	N.C.
Kuwait	Kuwait Investment Authority	296	1953	Petrolio
Cina - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	292,3	1993	N.C.
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	247,5	1981	N.C.
Singapore	Temasek Holdings	157,2	1974	N.C.
Cina	National Social Security Fund	146,5	2000	N.C.

⁴⁸ Si veda: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

Russia	National Welfare Fund	142,5	2008	Petrolio
Qatar	Qatar Investment Authority	85	2005	Petrolio
Australia	Australian Future Fund	72,9	2004	N.C.
Libia	Libyan Investemnt Authority	70	2006	Petrolio
EAU - Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	58	1984	Petrolio
Algeria	Revenue Regulation Fund	56,7	2000	Petrolio
USA - Alaska	Alaska Permanent Fund	40,3	1976	Petrolio
Kazakistan	Kazakhstan National Fund	38,6	2000	Petrolio
Corea del Sud	Korea Investment Corporation	37	2005	N.C.
Malesia	Khazanah Nasional	36,8	1993	N.C.
Azerbaijan	State Oil Fund	30,2	1999	Petrolio
Irlanda	National Pensions Reseve Fund	30	2001	N.C.
Brunei	Brunei Investmet Agency	30	1983	Petrolio
Francia	Strategic Investment Fund	28	2008	N.C.
Iran	Oil Stabilisation Fund	23	1999	Petrolio
Cile	Social and Economic Stabilization Fund	21,8	1985	Rame
EAU - Dubai	Investment Corporation of Dubai	19,6	2006	Petrolio
Canada	Alberta's Heritage Fund	14,4	1976	Petrolio
USA - New Mexico	New Mexico State Investment Council	13,8	1958	N.C.
EAU - Abu Dhabi	Mubadala Development Company	13,3	2002	Petrolio
Nuova Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	12,1	2003	N.C.
Brasile	Sovereign Fund of Brazil	11,3	2009	N.C.
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	9,1	2006	Petrolio
Oman	State General Reserve Fund	8,2	1980	Gas e Petrolio
Botswana	Pula Fund	6,9	1994	Diamanti

Timor Est	Timor-Leste Petroleum Fund	6,3	2005	Petrolio
Messico	Oil Revenues Stabilization Fund Of Mexico	6	2000	Petrolio
Arabia Saudita	Public Investment Fund	5,3	2008	Petrolio
Cina	China-Africa Development Fund	5	2007	N.C.
USA - Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	4,7	1974	Minerali
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2,9	2000	Petrolio
EAU -Ras Al Khaimah	RAK Investmetn Authority	1,2	2005	Petrolio
Venezuela	FEM	0,8	1998	Petrolio
Vietnam	State Capital Investment Corporation	0,5	2004	N.C.
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0,4	1956	Fosfati
Indonesia	Government Investment Unit	0,3	2006	N.C.
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0,3	2006	Gas e Petrolio
Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	nd	2004	Petrolio
EAU - Federale	Emirates Investment Authority	nd	2007	Petrolio
Oman	Oman Investment Fund	nd	2006	Petrolio
EAU - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	nd	2007	Petrolio
	Totale fondi commodity	2628,7		
	Totale fondi non commodity	2102,5		
	Totale	4731,2		

CAPITOLO 2

Una possibile tassonomia sui Fondi Sovrani

§ 2.1 – Definizione di Fondo Sovrano di Ricchezza

La confusione che si incontra quando ci si avvicina alla realtà dei Fondi Sovrani di Ricchezza è molto elevata. Tale incertezza è generata, tra i vari fattori, dall'elevato numero di entità denominate come fondi sovrani. Tali entità presentano alcune caratteristiche comuni a tutti gli appartenenti al novero dei fondi sovrani ma, al tempo stesso, ognuno presenta un tratto che lo allontana dagli altri. Nel contempo, altre difficoltà definitorie si incontrano anche in relazione all'operatività dei Fos. Si registrano diversi approcci all'investimento sia per il livello di rischio assunto in relazione alle finalità perseguite sia in relazione alla destinazione delle risorse. A numerosi fondi sovrani sono stati devoluti, infatti, compiti relativi allo sviluppo interno dei paesi proprietari o alla protezione dell'economia nazionale e questo comporta ulteriori complicazioni sul piano definitorio⁴⁹. Pertanto, si avverte la necessità di rintracciare nella letteratura, nella stampa specializzata e nelle ricerche del settore quali siano le connotazioni che ci permettano di identificare, nella maniera più chiara possibile, cosa sia un Fondo Sovrano di Ricchezza. Definizioni universalmente accettate non esistono, tuttavia, nel panorama internazionale esistono differenti descrizioni di Fos che analizzano le diverse dimensioni del fenomeno. Attraverso l'analisi della letteratura e della stampa specializzata, quindi, si cercherà di estrapolare le caratteristiche che possono essere univocamente attribuite ai fondi sovrani.

⁴⁹ Questo perchè originariamente le risorse convogliate dagli Stati nel patrimonio dei Fondi Sovrani di Ricchezza erano destinate ad essere investite al di fuori del territorio nazionale.

La prima definizione sulla quale ci si deve concentrare è quella fornita dal Fondo Monetario Internazionale in collaborazione con l'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (Iwg-Swf). Per l'FMI-IWG possono definirsi Fondi Sovrani di Ricchezza quei "fondi o altri veicoli di investimento creati appositamente e posseduti dai governi per fini macroeconomici; detengono, gestiscono e amministrano le proprie attività per raggiungere specifici obiettivi finanziari, impiegando varie strategie di investimento tra cui quelle in attività estere; generalmente derivano le proprie disponibilità da surplus della bilancia dei pagamenti, da operazioni sulle riserve di valuta ufficiali, da proventi di privatizzazioni, da surplus fiscali, da ricavi di export di materie prime"⁵⁰. La definizione, quindi, esclude: le riserve ufficiali in valuta estera detenute dalle autorità monetarie per l'equilibrio della bilancia dei pagamenti ovvero per la conduzione della politica monetaria, le società di proprietà pubblica (*state owned-enterprises*), i fondi pensioni (pubblici o privati) nonché tutte le attività finanziarie possedute e gestite dai privati. Di seguito, il documento sottolinea quali siano le peculiarità che caratterizzano un fondo sovrano:

- *Ownership*: i fondi sovrani sono proprietà dei governi, includendo sia i governi centrali sia quelli subnazionali;

⁵⁰ "SWFs are defined as special purpose investment funds or arrangements, owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies which include investing in foreign financial assets. The SWFs are commonly established out of balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports." International Working Group of Sovereign Wealth Funds–Iwg-Swf (2008), *Sovereign Wealth Funds–Generally Accepted Principles and Practices–“Santiago Principles”*, Washington, ottobre. Traduzione contenuta in: A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 23.

- *Investment*: la strategia di portafoglio prevede l'investimento in attività finanziarie estere, si escludono quindi i fondi che operano esclusivamente in ambito domestico;
- *Purposes and objectives*: i fondi sovrani nascono per il perseguimento di fini macroeconomici, le risorse statali sono investite per raggiungere obiettivi di natura finanziaria senza però dare delle precise responsabilità a riguardo. In tal modo si lascia ampia operatività ai fondi sovrani che potranno adottare diverse strategie di lungo periodo.

Infine, è bene soffermarsi sull'*origine* delle disponibilità dei Fos. L'ampio ventaglio di ipotesi previste permette di includere al suo interno sia i fondi di più recente creazione (costituiti in seguito ad un eccessivo accumulo di riserve monetarie) sia quelli di precedente fondazione.

Una seconda autorevole definizione è data dall'Ocse (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), che definisce "i fondi sovrani come un'insieme di asset posseduti e gestiti direttamente o indirettamente da un governo per perseguire obiettivi nazionali. I fondi possono essere creati da: riserve in eccesso, vendita di risorse naturali limitate (esportazioni), gettiti fiscali specifici o altre entrate in eccesso. Tra i vari obiettivi che un fondo può perseguire: diversificazione degli *asset*, ottenimento di un rendimento maggiore del tasso privo di rischio, aumento del risparmio pensionistico,

risparmio a favore delle generazioni future, stabilizzazione dei prezzi, promozione dell'industrializzazione, perseguimento di obiettivi politici e strategici"⁵¹. L'importanza di queste definizioni è strettamente legata all'autorevolezza delle istituzioni internazionali che le forniscono e, al tempo stesso, sono rilevanti visto che tali istituzioni effettuano analisi e ricerche sul fenomeno dei fondi sovrani e tutti i dati forniti sono organizzati e strutturati in funzione di queste definizioni.

Si consideri ora la definizione di Fos che fornisce la banca d'affari americana Morgan Stanley. Per Fondo Sovrano si intende "un veicolo di investimento governativo che è costituito da attività in valuta estera e la cui gestione avviene separatamente rispetto alle riserve ufficiali"⁵². Per la banca d'affari le cinque caratteristiche che distinguono un fondo sovrano da altri veicoli d'investimento sono:

- la proprietà statale;
- l'alta esposizione in attività denominate in valuta straniera;
- mancanza di passività esplicite;
- alta tolleranza al rischio;
- orizzonte di investimento medio-lungo.

⁵¹ "Sovereign Wealth Funds (SWFs) are pools of assets owned and managed directly or indirectly by governments to achieve national objectives. They may be funded by: foreign exchange reserves; the sale of scarce resources such as oil; or from general tax and other revenue. There are a number of potential objectives of SWFs, which are not always easy to attribute to a particular fund; and some funds may have more than one of the distinguishable objectives. Some of these are: to diversify assets; to get a better return on reserves; to provide for pensions in the future; to provide for future generations when natural resources run out; price stabilisation schemes; to promote industrialisation; and to promote strategic and political objectives". A. Blundell-Wignall, Y.W. Hu, J. Yermo, *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pension, Parigi, n.14 (gennaio 2008). Traduzione di F. Arcucci, *Alcune considerazioni sui fondi sovrani*, Banche e Banchieri, Milano, n. 6, 2010, pag. 472.

⁵² "A SWF is a government investment vehicle which is funded by foreign exchange assets, and which manages these assets separately from official reserves". J. Stephen, *The definition of a Sovereign Wealth Fund*, 26 ottobre 2007 (<http://www.morganstanley.com>).

Per Morgan Stanley, quindi, i Swf si distinguono da altri veicoli d'investimento perché posseggono una o più delle precedenti caratteristiche rispetto alle entità oggetto del confronto (ad esempio le riserve ufficiali in valuta estera, i fondi pensione nazionali, etc.).

Infine, si riporta la definizione che Andrew Rozanov fornisce in un articolo nel maggio del 2005 sul *Central Banking Journal*. Rozanov, che per primo utilizza la locuzione di Fondi Sovrani di Ricchezza, li definisce come “un prodotto dei surplus della bilancia dei pagamenti nazionale, accumulati durante gli anni grazie alla favorevole congiuntura macroeconomica, al commercio e al vantaggio fiscale, congiuntamente a una pianificazione di bilancio a lungo termine e al contenimento della spesa. Generalmente tali fondi sono costituiti con uno o più dei seguenti obiettivi: isolare il bilancio e l'economia dall'eccesso di volatilità dei ricavi, aiutare le autorità monetarie nelle operazioni di sterilizzazione di liquidità indesiderata, accumulare risorse per le generazioni future o adoperare il denaro per lo sviluppo economico–sociale”⁵³. Nell'articolo di Rozanov il focus è sulla sostenuta crescita che i fondi hanno avuto in quel periodo e ritrova nella congiuntura economica favorevole, nella crescita del commercio e nei surplus fiscali la spiegazione della grande mole di risorse di cui i Fos dispongono. La definizione poi vira verso le modalità di utilizzo e le ragioni che portano alla costituzione dei fondi sovrani. Sostanzialmente si rafforza il concetto di un uso delle risorse meno

⁵³ “Sovereign wealth funds are a by-product of national budget surpluses, accumulated over the years due to favourable macroeconomic, trade and fiscal positions, coupled with long-term budget planning and spending restraint. Usually, these funds are set up with one or more of the following objectives: insulate the budget and economy from excess volatility in revenues, help monetary authorities sterilise unwanted liquidity, build up savings for future generations, or use the money for economic and social development”. A. Rozanov, *Who holds the wealth of nations?*, Central Banking Journal, Londra, maggio 2005 (<http://alexanderhamiltoninstitute.org>).

conservativo e più aggressivo, quindi più rischioso, per ottenere dei vantaggi nel medio–lungo termine.

Naturalmente, si potrebbero considerare altre definizioni di fondo sovrano di ricchezza, tuttavia risulta più interessante rintracciare le caratteristiche comuni alle differenti definizioni⁵⁴. In tal senso, una caratteristica da tutti riconosciuta è la proprietà in capo a uno Stato sovrano, ricomprendendo al suo interno sia i governi centrali sia le istituzioni subnazionali. Questo rileva perché, in questo modo, possono rientrare nel novero dei fondi sovrani delle entità controllate da uno stato federato come, a titolo esemplificativo, l'*Alaska Permanent Reserve Fund Corporation* (APRF) ovvero l'*Alberta Pensions Services Corporation* (APSC). Secondo elemento distintivo è la presenza di portafoglio caratterizzato dalla presenza di attività denominate in valuta estera. In tal modo, sono esclusi dalla definizione tutti quei fondi che operano unicamente in ottica domestica come il *Taiwan National Stabilization Fund* (TNSF). Terzo attributo è la mancanza di passività esplicite e il conseguente basso livello di indebitamento. Il limitato ricorso alla leva finanziaria non deve essere però frainteso visto che, spesso, i fondi sovrani investono in imprese ovvero in fondi di investimento posseduti da privati (*private equity, venture capital, etc*), così facendo i Fos assumono una porzione del rischio collegata all'attività di tali entità. Quarta caratteristica comune è la distinzione dalle riserve ufficiali gestite dalle banche centrali. Ciò pone l'enfasi sulle differenti logiche di investimento di queste risorse che sono destinate verso investimenti

⁵⁴ La successiva analisi sui tratti distintivi riprende la trattazione contenuta in: A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 24-25.

meno liquidi e con un più elevato grado di rischio. Ultima peculiarità, che si ricollega all'ultima dimensione analizzata, è la ricerca di rendimenti che eccedono il tasso *risk-free*. In alcuni casi⁵⁵ il tasso obiettivo che i Fos cercano di ottenere è quello che permetta di ricoprire il costo di finanziamento del proprio capitale.

§ 2.2 – Tassonomia dei Fondi Sovrani di Ricchezza

I fondi sovrani possono essere classificati sulla base di due differenti criteri:

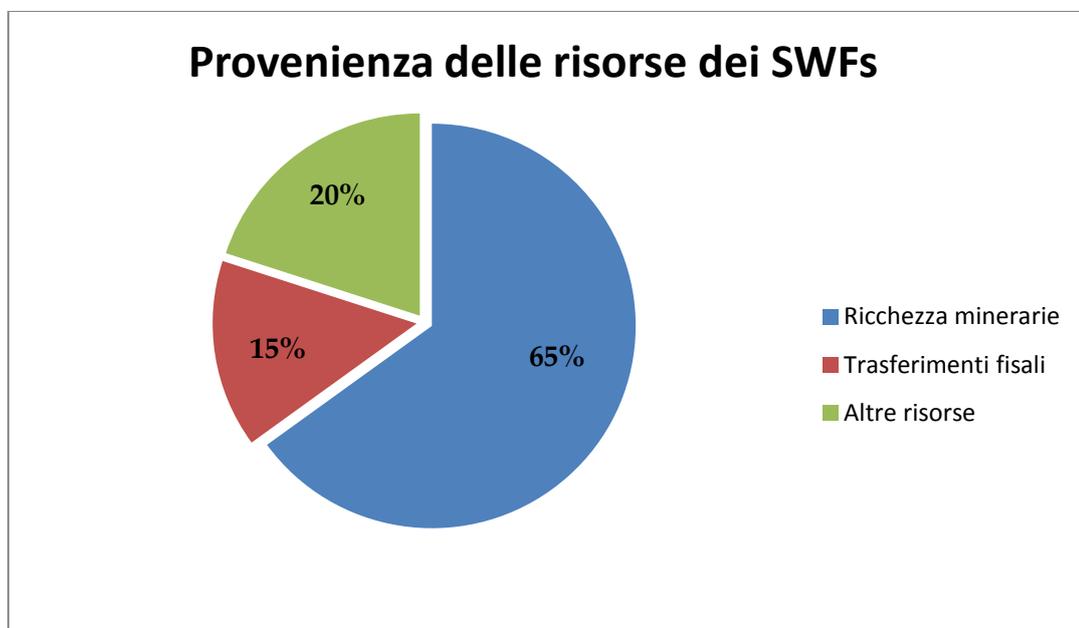
- la provenienza finanziaria delle risorse utilizzate per creare il fondo, ovvero
- le finalità d'impiego delle risorse finanziarie.

In merito al primo criterio, quello della provenienza delle risorse, si suole distinguere i SWFs in due categorie: i fondi *commodity* e i fondi *non commodity*. I fondi *commodity* traggono le loro risorse finanziarie dall'esportazione di risorse naturali, quali il petrolio, il gas naturale e i minerali, ovvero dalla tassazione delle vendite delle stesse (le *royalties*). Questi fondi nascono come strumenti di protezione dalle fluttuazioni di mercato del prezzo delle materie prime esportare⁵⁶, ultimamente, però, tali fondi stanno assumendo la configurazione di

⁵⁵ Si veda il caso del fondo cinese Cic finanziato dal ministero delle Finanze con l'emissione di un prestito obbligazionario da 1550 miliardi di renminbi che riconosce interessi tra il 4,3% e il 4,7%. Cfr. M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 175.

⁵⁶ In tal senso sono dei fondi di stabilizzazione e sterilizzazione.

fondi di risparmio. Questo trend si lega alla necessità di affrancare l'economia nazionale dall'esaurimento delle materie prime. Le risorse gestite dai fondi *commodity* rappresentano all'incirca il 60% del totale di tutte le risorse investite dai fondi sovrani, in discesa rispetto al 75% del 2009⁵⁷. I fondi *non commodity*, invece, sono generalmente posseduti da paesi esportatori di beni manufatti e traggono le loro disponibilità da "saldi attivi di bilancia commerciale, da introiti da privatizzazioni, da altri proventi fiscali"⁵⁸. In particolare, gli ampi avanzi di bilancia commerciale non originano dal settore energetico del paese e sono tali da generare un "eccesso" di riserve ufficiali che sono trasferite dalle autorità nei Fos per essere investite in maniera meno prudente. Una possibile rappresentazione grafica della provenienza delle risorse finanziarie dei Fos è rappresentata dalla seguente tabella⁵⁹.



⁵⁷ La diminuzione del peso percentuale di tale tipologia di fondi si ricollega alla rapida e recente crescita dei fondi non commodity. IFSL International Financial Services London, *IFSL Research: Sovereign Wealth Funds 2010*, Londra, marzo 2010 (www.thecityuk.com).

⁵⁸ A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 29.

⁵⁹ International Working Group of SWF, *Current Institutional and Operational Practices*, Settembre 2008, pag. 4. (<http://www.ifswf.org/index.htm>)

Per quel che concerne il secondo criterio, quello delle finalità, si può rintracciare un ventaglio più ampio di alternative. Possiamo distinguere⁶⁰:

- fondi di stabilizzazione (*Stabilization Funds*);
- fondi di risparmio (*Savings Funds*);
- società di investimento delle riserve (*Reserve Investment Corporations*);
- fondi di sviluppo (*Development Funds*);
- fondi pensione (*Pensions Reserve Funds*).

I fondi di stabilizzazione vengono solitamente costituiti dagli Stati detentori di abbondanti materie prime al fine di isolare le politiche fiscali e le rispettive economie dalla fluttuazione del prezzo delle materie prime. Tali fondi sono costituiti anche al fine di creare una riserva di valore a beneficio delle generazioni future e/o sono impiegati per la sterilizzazione dei movimenti valutari derivanti dai saldi delle partite correnti⁶¹. I fondi di risparmio (o intergenerazionali) sono utilizzati per trasformare le risorse non rinnovabili in ricchezza finanziaria. In tal modo, i governanti intendono conservare la ricchezza di una nazione (ad esempio, il petrolio) investendola in *asset* che permettano di ottenere un rendimento così da poter redistribuire questo valore in maniera equa tra le differenti generazioni. Le società di investimento delle riserve hanno come finalità la gestione delle

⁶⁰ IMF International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report 2007*, Washington, ottobre 2007 (www.imf.org).

⁶¹ Cfr. ISAE Istituto di studio e analisi economica, *Ruolo e prospettive dei fondi sovrani*, Roma, nota mensile novembre-dicembre 2007. (www.isae.it)

riserve in modo meno conservativo, cioè in attività meno liquide e con un certo grado di rischio. A differenza delle altre tipologie di veicoli di investimento, il patrimonio di queste società è conteggiato nel novero delle riserve ufficiali a disposizione delle autorità. Vi sono, poi, i fondi di sviluppo creati per il finanziamento di progetti di sviluppo socio-economico o di crescita industriale di un paese. Sono fondi che nascono per allocare le risorse in infrastrutture strategiche che permettano al paese di incrementare la propria ricchezza e quella dei propri cittadini. Infine, si ricordano i fondi pensione. Questi SWFs nascono per far fronte alle esigenze che il sistema previdenziale nazionale dovrà affrontare, pertanto sono collegati all'incremento delle aspettative di vita della popolazione e alla conseguente crescita delle prestazioni pensionistiche richieste.

Naturalmente, questa classificazione non deve essere utilizzata in modo eccessivamente rigido. I fondi sovrani, infatti, possono perseguire differenti obiettivi contemporaneamente oppure modificarli nel tempo. Tipicamente molte nazioni costituiscono fondi sia con obiettivi di stabilizzazione sia con obiettivi di risparmio. Al variare delle circostanze, variano anche gli obiettivi del fondo. Per i Fos costituiti dai paesi esportatori di risorse naturali si può osservare, ad esempio, una tipica parabola evolutiva. Essi nascono come fondi di stabilizzazione per regolare il reddito fiscale o per sterilizzare gli afflussi di valuta estera. Quando la consistenza delle attività del fondo eccede la quantità di risorse necessaria e utilizzata ai fini di stabilizzazione, le autorità decidono di ridisegnare la struttura del fondo assegnandogli ulteriori finalità oppure con le eccedenze

costituiscono dei nuovi fondi sovrani con il compito di perseguire finalità diverse da quelli già esistenti⁶². Alla diversità di obiettivi si ricollegano anche le differenti logiche di investimento. Come si è già notato nel precedente paragrafo, i fondi sovrani hanno come periodo di investimento target quello di lungo termine. Questo è diretta conseguenza dei loro molteplici obiettivi. I Fos che reinvestono i surplus fiscali e i saldi attivi di bilancia commerciale hanno come obiettivo di “conservare il potere d’acquisto di queste risorse e di distribuire lungo il ciclo di vita della generazione oggi attiva la ricchezza così accumulata”⁶³. Questi SWFs tendono, quindi, ad avere degli orizzonti temporali del tutto analoghi a quelli dei fondi pensione. Ancora maggiore è, invece, la durata dell’investimento che si prefiggono i fondi sovrani originati dai profitti generati dalle risorse naturali. Infatti, tali fondi trasformano questi ricavi in *asset* in grado di garantire un maggior benessere alle generazioni future, vale a dire quando la materia prima esportata sarà terminata. Sono, quindi, investitori di lunghissimo periodo. Pertanto, si può comprendere “la naturale avversione dei fondi sovrani a strategie che, in cambio di guadagni a breve termine, possano mettere a rischio la solidità di lungo periodo dei loro investimenti. Questo non significa, tuttavia, che gli SWFs siano totalmente avversi al rischio, ma che il loro profilo di rischio tiene in considerazione il *trade-off* tra rischio e guadagni di lungo periodo”⁶⁴. Altro aspetto del profilo d’investimento che deve

⁶² Cfr. IMF International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report 2007*, Washington, ottobre 2007. (www.imf.org)

⁶³ Si veda: A. Goldestein, P. Subacchi, *Rapporto ICE 2007-2008: I fondi sovrani e gli investitori internazionali – salvatori o sovvertitori?*, Roma, 2008. (www.fondazionemasi.it)

⁶⁴ Si veda: A. Goldestein, P. Subacchi, *Rapporto ICE 2007-2008: I fondi sovrani e gli investitori internazionali – salvatori o sovvertitori?*, Roma, 2008. (www.fondazionemasi.it)

essere considerato è quello degli eventuali limiti posti in capo alle strategie perseguite dai fondi sovrani. Talvolta il governo centrale o il Parlamento impongono delle soglie massime all'acquisto di partecipazioni nelle imprese: ad esempio, il *Norwegian Government Pension Fund–Global* (GFPF), può acquistare al massimo il 5% del capitale sociale di un'impresa e tale vincolo è imposto dal Parlamento norvegese. Questa limite *de facto* comporta che il GFPF possa operare solo come investitore di portafoglio, ossia senza alcuna possibilità di influire sulla gestione aziendale. Altri vincoli possono essere imposti limitando gli investimenti per area geografica oppure prevedendo l'obbligo di *credit rating* minimi oppure ancora prevedendo un limite agli investimenti in una certa valuta estera. Un aspetto rilevante è sicuramente la scarsissima presenza di partecipazioni di controllo detenute dai Fos, ciò per due ordini di ragioni: sia per evitare le reazioni da parte degli Stati destinatari, sia per non superare le soglie di *disclosure* che le leggi nazionali imporrebbero loro⁶⁵. Naturalmente ciò non significa che debbano essere necessariamente investitori passivi, anche se finora questa è stata la linea di condotta maggiormente seguita. In breve, i fondi sovrani possono investire la loro ricchezza secondo diverse modalità:

- acquistando titoli di Stato;
- acquistando obbligazioni corporate;
- acquistando azioni;
- realizzando operazioni di fusione e acquisizione (M&A);

⁶⁵ Sulle problematiche relative alla trasparenza si veda il terzo capitolo.

- promuovendo gli Investimenti Diretti Esteri (IDE)⁶⁶.

Infine, l'ultima dimensione che si può analizzare è quella relativa agli aspetti giuridici. Il FMI ha analizzato le caratteristiche legali ed amministrative dei SWFs in modo da poter tracciare una linea più marcata tra queste organizzazioni e altri fondi ovvero altre istituzioni finanziarie. I fondi sovrani possono essere costituiti con "leggi specifiche, leggi di bilancio e in taluni casi è la stessa Costituzione che ne prevede la creazione"⁶⁷. Tali fonti normative, solitamente, prevedono anche quali saranno le modalità di finanziamento del fondo, le finalità e gli obiettivi perseguiti, le modalità di prelievo. Inoltre, i fondi sovrani possono essere dotati di personalità giuridica o meno. Nel primo caso, sono delle entità giuridiche diverse e separate dalle banche centrali nazionali o dal Governo, in questo caso le autorità pubbliche svolgono un'attività di indirizzo e controllo: *ex ante* stabiliscono i limiti all'operatività del fondo mentre *ex post* operano un controllo di tipo consuntivo. Quando, invece, il Fos è privo di personalità giuridica può essere considerato come un insieme di *asset* controllati dallo Stato. In questa seconda fattispecie, i fondi sovrani "sono controllati generalmente dal Ministero delle Finanze, che è a

⁶⁶ Gli Investimenti Diretti Esteri sono delle modalità di investimento che mirano a realizzare delle attività produttive all'estero e possono avere due forme: *greenfield* o *brownfield*. Nel primo caso vi è l'insediamento di nuove strutture industriali che accresce la capacità produttiva del territorio, nel secondo caso, invece, si ha l'acquisizione di un'attività già esistente senza aumento della capacità produttiva del paese destinatario. Per approfondire l'argomento si veda: M. Caroli, *Economia e Gestione delle Imprese Internazionali*, McGraw – Hill, Milano, 2008.

⁶⁷ A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag.31.

sua volta responsabile verso il Parlamento e sono operativamente gestiti dalla Banca Centrale o agenzie similari”⁶⁸.

In conclusione, si può osservare che esistono diverse dimensioni del fenomeno che possono essere analizzate e la cui valutazione fa entrare nel novero dei Fondi Sovrani di Ricchezza delle entità che sulla base del criterio precedentemente utilizzato non vi rientravano. Pertanto le istituzioni che compongono questo gruppo manifestano profonde differenze in merito a finalità, assetti giuridici, strategie, operatività e non possono essere utilizzati criteri rigidi e rigorosi di classificazione.

§ 2.3 – Fondi Sovrani di Ricchezza e altre entità economiche

Dopo l’analisi delle diverse prospettive sotto le quali è possibile studiare i fondi sovrani, il passo successivo è comprendere da quali entità economiche si devono distinguere e per quali ragioni esiste questa divergenza. L’analisi si concentrerà sul confronto fra i Fos e le seguenti entità economiche:

- le riserve ufficiali di valuta estera;
- i fondi pensione;
- le *State-Owned Enterprises* (SOEs);
- i fondi di *private equity* e gli *hedge fund*.

Il Fondo Monetario Internazionale definisce le *riserve ufficiali di valuta estera* come “attività non domestiche prontamente disponibili e

⁶⁸ F. Arcucci, *Alcune considerazioni sui fondi sovrani*, Banche e Banchieri, Milano, n. 6, 2010, pag. 474.

controllate dall'autorità di politica monetaria, con il fine di controllare gli squilibri di bilancia dei pagamenti e regolarli attraverso interventi sul mercato dei cambi"⁶⁹. Sulla scorta di questa definizione si può sostenere che, se i fondi sovrani investissero in attività prontamente liquidabili, il loro patrimonio potrebbe essere assimilato con le riserve ufficiali. Nella realtà, però, appare abbastanza evidente come vi siano delle profonde differenze relativamente al grado di tolleranza al rischio e all'orizzonte temporale. Pertanto, la quota di riserve destinate a formare il patrimonio di un Fos deve essere sottratta all'ammontare delle riserve ufficiali in valuta estera. Operata tale distinzione, dobbiamo chiederci per quale ragioni gli Stati decidano di investire in maniera più aggressiva le riserve. La risposta si può rintracciare nei costi collegati all'accumulazione di riserve.

Russell e Torgerson⁷⁰ individuano quattro tipologie di costi⁷¹:

- costi di sterilizzazione: per mantenere sotto controllo l'impatto inflazionistico dell'accumulazione delle riserve;
- costi opportunità: le riserve potrebbero essere investite per ridurre il debito pubblico o per finanziare progetti d'investimento;
- costi collegati ai rischi per il bilancio della Banca Centrale: potrebbero sostenersi delle perdite collegate all'apprezzamento della valuta domestica;

⁶⁹ M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 61.

⁷⁰ G. Russell, T. Torgerson, *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?*, Department of the Treasury, Office of International Affairs – Occasional Paper n.6, Washington, marzo 2007. (www.treasury.gov)

⁷¹ Cfr. M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pagg. 52-53.

- altri costi⁷².

Il sostenimento di tali costi e la necessità di garantire il pagamento degli interessi sul debito sovrano emesso al fine di acquistare le riserve comportano la ricerca di rendimenti più consistenti rispetto a quelli generati attraverso la gestione delle riserve da parte delle Banche Centrali. Una ricerca condotta da Kern nel 2007 dimostra la bassa consistenza dei rendimenti rispetto a investimenti di portafoglio. Come si può osservare dalla tabella⁷³ qui di seguito riportata il rendimento offerto dalla gestione delle riserve da parte delle Banche Centrali non supera l'1%, mentre un soggetto che adotta una strategia di portafoglio diversificata (nella tabella viene riportato l'esempio di un fondo pensione) riesce ad ottenere un ritorno quasi del 6% su base annua. La tabella mostra anche come la deviazione standard di un investimento di portafoglio sia considerevolmente superiore a quella degli attivi gestiti dalla Banca Centrale (il 12.45% contro l'1.24%) ma comporti una possibilità di rendimento reale negativo quasi tripla (37% per le Banche Centrali e 12.5% per i fondi pensione).

⁷² Quali ad esempio quelli connessi “al rinvio delle necessarie riforme strutturali, in seguito ad un eccessivo senso di sicurezza, che vanificherebbe il beneficio della detenzione delle riserve, il cui potere precauzionale è condizionale all'adeguatezza delle politiche pubbliche”. M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 53.

⁷³ M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 61.

Tipologia di Portafoglio	Rendimenti reali medi % p.a.	Deviazione standard dei rendimenti, annualizzata %	Probabilità di rendimento reale negativo, per 10 anni di detenzione in %
Banca Centrale	0.98	1.24	37
Fondo Pensione	5.75	12.45	12.5
Media USA	7.11	19.37	13.3

Infine, occorre considerare le finalità che perseguono le due tipologie di investitori. Ovviamente i criteri di investimento sono differenti. La Banca Centrale deve tenere conto delle esigenze di gestione monetaria, improntate sulla liquidità e sulla certezza degli investimenti, e solo in secondo luogo considera il profilo rischio-rendimento. Ciò ovviamente non accade per i SWFs poiché non hanno compiti di gestione monetarie e possono investire secondo profili di rischio (e quindi di rendimento) maggiori. Si può concludere questo confronto osservando che l’allocazione delle riserve “eccedenti” al di “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 verso attività più rischiose”⁷⁴.

Ora si porta l’attenzione sulle differenze tra i Fos e i fondi pensione. Questa è sicuramente la distinzione che, insieme a quella rispetto alle riserve ufficiali, genera maggiore incertezza. L’argomento è approfonditamente trattato dal lavoro dell’Ocse di *Blundell–Wignall*,

⁷⁴ G. Mazzantini, A. Roselli, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, dicembre 2009. (www.astrid-online.it)

Hu e Yermo⁷⁵. In questo studio vengono distinte due categorie di fondi pensione pubblici: i *Social Security Reserve Funds* (SSRF) e i *Sovereign Pension Reserve Funds* (SPRF). I SSRF sono incardinati nel sistema previdenziale nazionale e sono alimentati dai contributi previdenziali che datori di lavoro e lavoratori versano. A fronte di tali contributi il fondo si impegna ad erogare prestazioni pensionistiche nel futuro. Questa prima tipologia di fondo pensione non genera confusione rispetto ai fondi sovrani, le differenze, infatti, sono profonde. *In primis*, l'origine del patrimonio è completamente differente (contributi dei lavoratori e dei datori di lavoro contro surplus di varia natura). In secondo luogo, la strategia d'investimento dei SSRF soffre di alcuni vincoli, infatti, data la loro funzione sociale, tali fondi devono investire in attività prontamente liquidabili e in *asset* denominati in valuta domestica. Infine, rispetto ai Fos è il grado di trasparenza richiesto a questi operatori è più elevato. Maggiori incertezze si legano, invece, ai *Sovereign Pension Reserve Funds*. I SPRF "sono costituiti da surplus fiscali o di bilancia dei pagamenti e sono in genere creati per far fronte a difficoltà future del sistema pensionistico"⁷⁶. La differenza cruciale sta nel fatto che tali fondi non hanno alcun tipo di obbligazione nei confronti dei cittadini e per questo possono operare secondo logiche più rischiose⁷⁷. Un'ultima considerazione è relativa al "proprietario" del fondo pensione. Nel primo caso ci si riferisce all'ente previdenziale nazionale mentre nel

⁷⁵ A. Blundell-Wignall, Y.W. Hu; J. Yermo, *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pension, Parigi, n.14. (gennaio 2008)

⁷⁶ F. Arcucci, *Alcune considerazioni sui fondi sovrani*, Banche e Banchieri, Milano, n. 6, pag. 473 (2010).

⁷⁷ È possibile che il governo o il Parlamento pongano dei vincoli collegati ai fini perseguiti dal fondo.

secondo caso ci si ricollega allo Stato. Quest'ultimo tratto permette, viste le numerose analogie, di trovare un criterio forte per distinguere i fondi pensione dai fondi sovrani. Pertanto, i primi (i SSRF) non saranno annoverati tra i Fos, mentre i secondi (i SPRF) saranno considerati tali.

Le *aziende di Stato* (*State-Owned Enterprises*, in acronimo SOEs) sono le imprese in cui la totalità, la maggioranza o una minoranza significativa del capitale sociale è detenuta dallo Stato⁷⁸. In molti paesi queste imprese rappresentano una quota non indifferente del PIL, dell'occupazione e della capitalizzazione di mercato. Sono aziende sulle quali il governo ha un'influenza dominante e, generalmente, operano in settori nevralgici e strategici del paese, quali: le infrastrutture e i trasporti, l'energetico, la difesa e le telecomunicazioni. Questa distinzione nella teoria risulta essere molto chiara, tuttavia, l'operatività di queste compagnie spesso si confonde e si sovrappone rispetto a quella dei fondi sovrani. A rendere meno chiara la distinzione vi sono poi le *Sovereign Wealth Enterprises* (SWEs). Questi sono dei veicoli controllati e posseduti dai Fos che nascono con la finalità di garantire più flessibilità e margine di manovra ai fondi sovrani. Attraverso una serie di partecipazioni si cerca, inoltre, di rendere ancor più opachi questi veicoli d'investimento. Pertanto, a livello teorico, rispetto alle SOEs i fondi sovrani si distinguono chiaramente per finalità, obiettivi, operatività e strategia, tuttavia a livello pratico queste distinzioni sono molto sfumate.

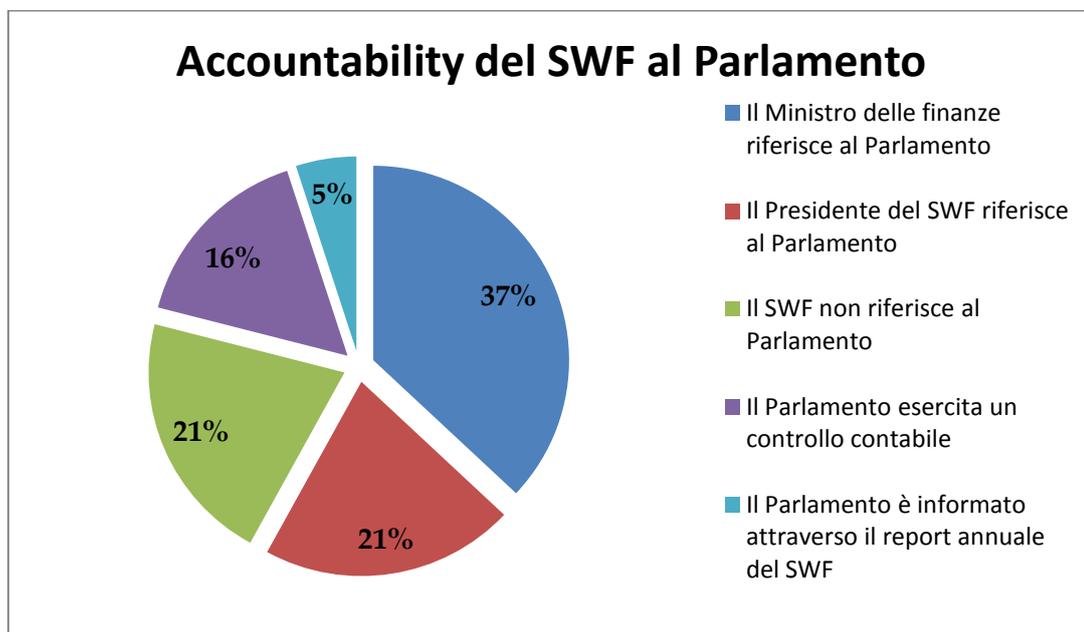
⁷⁸ “The term SOEs refers to enterprises where the state has significant control, through full, majority, or significant minority ownership”. OECD Organization of Economic Co-operation and Development, *OECD Guidelines on Corporate Governance of State Owned Enterprises*, Parigi, 2005. (www.oecd.org)

Infine, confrontiamo i SWFs con gli *hedge fund* e i fondi di *private equity*. Gli *hedge fund* (HF) sono dei veicoli comuni d'investimento privati, organizzati e amministrati da gestori d'investimento professionali⁷⁹. I fondi di *private equity* (PE), invece, sono delle "organizzazioni preposte allo svolgimento di attività quali l'assunzione di partecipazioni al capitale di rischio delle imprese non finanziarie, l'organizzazione e il finanziamento di operazioni di leva finanziaria per la parte attinente il capitale azionario, la consulenza in tema di assetti proprietari"⁸⁰. Il primo tratto distintivo che riscontriamo è riferibile alla proprietà. I SWFs sono di proprietà pubblica mentre gli HF e i fondi di PE sono di proprietà di privati. Altre differenze si possono riscontrare nella struttura patrimoniale e nelle strategie operative. Nello Stato Patrimoniale dei fondi sovrani non troviamo, o troviamo molto raramente, del debito mentre queste organizzazioni sfruttano la leva finanziaria, in particolar modo gli HF. Per quello che attiene il profilo degli investimenti, questi fondi, a differenza dei Fos, prediligono scelte relativamente più rischiose e con orizzonti temporali più brevi. Infine, portiamo l'attenzione sugli incentivi. Solitamente nelle operazioni d'investimento dei fondi privati l'allineamento tra gli interessi della proprietà e dei manager si persegue attraverso un piano di incentivazione azionaria, ciò non è possibile nei fondi sovrani poiché sono entità pubbliche gestite da burocrati. Questo genera rilevanti problemi di agenzia che si riflettono in tema di *governance* e trasparenza. L'ultimo distinguo è relativo

⁷⁹ "A hedge fund is a pooled investment vehicle that is privately organized and is administered by professional investment managers". Definizione contenuta in: OECD Glossary of Statistical Terms. (<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1223>)

⁸⁰ G. Forestieri, *Corporate e Investment Banking*, EGEA, Milano, 2005, pag.142.

proprio alla trasparenza. Sebbene entrambe le tipologie di fondi siamo poco trasparenti nei confronti del mercato la situazione è completamente differente nei confronti degli *shareholder*. Nel caso di fondi privati, infatti, i soci vogliono essere informati circa le modalità di gestione e investimento delle risorse cosa che non avviene per i Fos. I proprietari dei fondi sovrani sono, in linea teorica, i cittadini che nella maggior parte dei casi non ricevono informazioni o sono informati in maniera superficiale e del tutto insufficiente (il successivo grafico⁸¹ rappresenta il ruolo del Parlamento nel controllo dell'attività dei Fos). Per queste ragioni la distinzione di questi due tipologie di fondi (pubblici *vs* privati) risulta essere molto chiara sia dal punto di vista teorico sia da quello pratico.



⁸¹ International Working Group of SWF, *Current Institutional and Operational Practices*, Settembre 2008, pag. 10. (<http://www.ifswf.org/index.htm>)

§ 2.4 – Opportunità e rischi degli investimenti dei SWFs

Quando la crisi finanziaria globale colpì con forza il sistema finanziario occidentale l'intervento dei fondi sovrani nelle ricapitalizzazione delle grandi banche americane ed europee era stato positivamente considerato dalla maggioranza degli operatori economici e politici. Questo benevolo giudizio era collegato a una pluralità di fattori, *in primis* vi era la necessità di "capitali freschi" che contribuissero a rasserenare il clima connesso alle turbolenze finanziarie. Il loro ruolo era stato interpretato come quello di stabilizzatori del sistema finanziario in quanto privi (o con pochissimo) capitale di debito e con orizzonti di investimenti che miravano al lungo e lunghissimo periodo non perseguendo, pertanto, logiche di tipo speculativo. La loro presenza era considerata positivamente, si riteneva che, dopo un periodo di latitanza, si fossero ripresentate sul mercato le cosiddette "mani forti"⁸² con tutti i benefici che ne derivano nei momenti di crisi del sistema economico. Al crescere del valore degli attivi gestiti dai Fos, molti osservatori internazionali fecero notare che accanto a queste esternalità positive ve ne erano, e ve ne sono, altre con connotazione negativa. La prima esternalità negativa potrebbe apparire contraddittoria rispetto a quanto appena detto, essa si ricollega, infatti, all'instabilità che tali fondi potrebbero portare nel sistema finanziario. Il discorso è connesso alla teoria delle aspettative e alla crescente dimensione che questi investitori hanno assunto. In tal senso, ogni decisione che i SWFs assumono potrebbe innescare una serie di effetti a catena nel

⁸² Per "mani forti" si intendono gli investitori a lungo termine, pazienti ed estremamente liquidi. Cfr. P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pag. 30 e ss..

mercato finanziario innescando panico e provocando delle perdite⁸³. Accanto a tale preoccupazione se ne aggiungo altre sia di natura economica sia di natura politica. In merito ai timori di tipo economico annoveriamo, *in primis*, l'esigenza di tutelare i settori strategici dell'economia nazionale con la possibilità, in caso di perdita del controllo, di trasferimenti di tecnologia e di *know-how* in capo a governi di natura non democratica. Questo appare particolarmente critico per alcuni settori, quali la difesa e la sicurezza nazionale. Tuttavia, non devono essere poste in secondo piano le problematiche connesse all'alterazione della concorrenza nei mercati nazionali ed internazionali. Rispetto a questa dimensione si possono osservare due differenti aspetti. Il primo afferisce alla possibilità di assumere partecipazioni rilevanti o di controllo in aziende straniere leader nel loro settore. Questo nell'ottica di indebolirle e di sottrarle informazioni sensibili da poter poi indirizzare verso i propri "campioni nazionali", vale a dire quelle aziende che occupano una posizione rilevante nel medesimo settore, ma che non ne sono leader. Al tempo stesso la concorrenza potrebbe risultare distorta quando negli Stati proprietari dei Fos l'accesso al mercato domestico è garantito alle società partecipate dal fondo ma non ad altri *competitor*⁸⁴. Un'altra problematica di natura strettamente economica è

⁸³ "Per esempio, una riduzione di riserve in dollari (nei portafogli dei fondi sovrani *ndr*).[...]Tutti gli investitori cercherebbero infatti di liberarsi dei dollari per evitare di trovarsi con un portafoglio svalutato. Alcuni speculatori potrebbero anche cercare di provocare una reazione del mercato. Ovviamente una certa dose di volatilità è fisiologica ed inevitabile [...] è tuttavia importante evitare di generare panico che a sua volta potrebbe scatenare una crisi finanziari di ampie proporzioni". A. Goldstein, P. Subacchi, *Rapporto ICE 2007-2008: I fondi sovrani e gli investitori internazionali – salvatori o sovvertitori?*, Roma, 2008, pag.7. (www.fondazionemasi.it)

⁸⁴ Come, ad esempio, è accaduto con Blackstone. Tale società ha avuto, infatti, una corsia preferenziale per entrare nel mercato cinese solo in seguito all'acquisizione di un pacchetto di 3 mld di dollari da parte del fondo cinese Cic. Blackstone ha, infatti, acquistato una partecipazione del 20% in un'azienda chimica cinese (controllata dallo Stato) oltre che a un edificio di rappresentanza a

quella collegata all'efficienza delle imprese. Da un lato si potrebbe notare, infatti, come negli anni recenti si sia dato un forte impulso alle privatizzazioni sostenendo come la gestione dei privati fosse migliore in termini di efficienza e profittabilità delle imprese e avrebbe potuto generare delle esternalità positive su tutto il sistema economico. D'altro canto, questa "ri-nazionalizzazione" potrebbe avere effetti negativi sulla gestione delle imprese poiché i SWFs sono controllati da burocrati che non hanno competenze specifiche in materia di gestione manageriale e non sono assistiti da personale sufficientemente preparato e specializzato. Per concludere, sempre in merito alle tematiche d'ordine economico, ricordiamo i possibili conflitti d'interesse che potrebbero venire a crearsi fra Stato proprietario del Fos e azienda acquisita (ovvero gli esecutivi degli Stati in cui si sta investendo)⁸⁵. Altre preoccupazioni sono eminentemente di natura politica. Si ricorda, su tutti, il minor peso delle democrazie occidentali e il conseguente accrescimento di potere dei paesi proprietari dei Fos. Questo comporta uno spostamento degli equilibri a livello internazionale con il risultato che, nelle sedi internazionali, ci siano molti meno Stati "allineati" rispetto alle decisioni prese dagli Stati Uniti e dall'Unione Europea. Altra esternalità negativa, da non sottovalutare, è il presentarsi di un modello di sviluppo alternativo rispetto al paradigma capitalistico che ha dominato negli ultimi decenni. Si sta riaffermando, grazie al fenomeno dei fondi sovrani, un

Shanghai. Cfr. M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 108.

⁸⁵ "Se un paese bisognoso di materie prime acquisisce la proprietà di un'azienda del settore attraverso i suoi Fos, gli interessi dell'azienda di tenere alti i prezzi e profitti confliggono con quelli del paese proprietario del Fos di ridurre quanto più possibile i costi legati all'approvvigionamento di materie prime". A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 96.

modello di sviluppo basato sulla guida e sugli indirizzi forniti dagli Stati nazionali e non sui principi di mercato, quali: la trasparenza e la libera circolazione. La criticità che risulta più evidente è, però, il *deficit* di democraticità di cui questi Stati sono portatori. Molto spesso il potere politico è in mano a dittatori, despoti che lo mantengono in modo più o meno autoritario. Il fenomeno dei Fos fornisce ulteriori risorse finanziarie a tali regimi autoritari e, in questo modo, non fa che rinsaldare i leader al comando delle rispettive nazioni. Infine, occorre ricordare delle tematiche che sono tanto di natura politica quanto di natura economica. In primo luogo, è possibile che si verifichi una “cooptazione di portatori di interessi domestici all’interno dei paesi che ricevono gli investimenti”. Questo fenomeno riguarda il *management team* delle imprese oggetto di partecipazione da parte dei SWFs. L’ingresso nella compagine azionaria era legato alla necessità di ricapitalizzazione delle imprese successivamente alla quantificazione degli impatti della crisi. In tal senso, è comprensibile che i manager delle aziende partecipate (o più correttamente salvate) dai fondi sovrani sostengano l’importanza di questi investitori nel sistema finanziario e, al tempo stesso, sostengano con forza la necessità di mantenere il mercato dei capitali libero da vincoli. Svolgono, in poche parole, un’attività di *moral suasion* sugli operatori del mercato con cui entrano in contatto. In aggiunta a ciò, il paese proprietario del Fos potrebbe ricorrere alla minaccia del disinvestimento. Tale minaccia ha tanto una valenza economica quanto una politica. Quella economica è collegata alla perdita di un partner solido e con orizzonti di investimento di lungo periodo; per la dimensione politica il

disinvestimento potrebbe essere collegato alla volontà di allineare i convincimenti dello Stato destinatario dei mezzi finanziari con quelli dello Stato proprietario del fondo sovrano⁸⁶.

La questione che si pone è se questi timori siano realmente concreti e se gli Stati proprietari dei Fos abbiano effettivamente utilizzato tali entità per finalità geopolitiche e geoeconomiche. I tentativi di condizionalità politica da parte dei fondi sovrani sono nella maggioranza dei casi falliti. Uno dei pochi tentativi effettivamente andati a buon fine è quello effettuato dalla Cina nei confronti del Costa Rica. Il Governo costaricano ha ottenuto dal fondo cinese *Safe* 150 milioni di dollari di aiuti svincolati in aggiunta alla sottoscrizione di 300 milioni di dollari di titoli di Stato in cambio del disconoscimento di Taiwan e del contestuale riconoscimento della legittimità del governo di Pechino. La teoria delle relazioni internazionali spiega le ragioni del successo di questa operazione economico-politica del *Safe*. Infatti, affinché il tentativo di coercizione possa realmente avere successo devono sussistere contemporaneamente tre condizioni⁸⁷:

- il paese che intenta questo tipo d'operazione deve essere molto più potente di quello destinatario dell'operazione;

⁸⁶ In merito alle esternalità positive e negative dell'attività d'investimento dei Fos di vedano: A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 94-96; M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 100 e ss.; A. Goldstein, P. Subacchi, *Rapporto ICE 2007-2008: I fondi sovrani e gli investitori internazionali – salvatori o sovvertitori?*, Roma, 2008, pagg.7-8 (www.fondazionemasi.it); G. Mazzantini, A. Roselli, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, dicembre 2009, pag. 10 e ss.. (www.astrid-online.it)

⁸⁷ Cfr. M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pagg. 104-105.

- il paese che intenta questo tipo d'operazione deve essere sostenuto da una coalizione istituzionale multilaterale affinché nessuno si opponga;
- i due paesi hanno scarse possibilità di addivenire ad un conflitto.

Nel caso del Costa Rica tutte le condizioni erano rispettate, la repubblica costaricana era, ed è, sicuramente più piccola e debole della Cina, e per questo l'operazione ha raggiunto il suo obiettivo. Nei casi degli altri paesi destinatari (Stati Uniti e Unione Europea su tutti) la situazione non è la medesima e le condizioni non sono mai contemporaneamente rispettate. In tale ottica, la logica potrebbe essere addirittura invertita. Sono i paesi proprietari dei fondi sovrani ad avere bisogno delle democrazie occidentali e dei loro mercati. Infatti, i rispettivi mercati domestici non dispongono di quell'efficienza e di quella sofisticatezza di cui questi investitori hanno bisogno per realizzare i rendimenti obiettivo. I paesi proprietari dei Fos sono, quindi, molto più dipendenti dalle democrazie occidentali di quanto si possa credere. Tale affermazione è comprovata dalla condizionalità politica che il mondo occidentale è riuscito ad ottenere grazie al suo intervento congiunto attraverso il Fondo Monetario Internazionale e l'Ocse. Non si vuole sostenere che questi interventi siano stati risolutivi dei problemi evidenziati; si intende tuttavia mettere in evidenza come il peso dell'asse USA-UE sia ancora considerevole nel consesso internazionale e sia riuscito a far approvare dall'FMI, con la partecipazione dell'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (Iwg-Swf), una serie di principi volti a regolare gli aspetti più

critici della relazione Fos–Stati riceventi, primo fra tutti quello della trasparenza.

Osservazioni conclusive

Per concludere il discorso tracciato lungo il presente capitolo è necessario fornire una possibile definizione di Fondo Sovrano di Ricchezza. In base alla molteplicità di informazioni contenuto nella trattazione è possibile definire un Fondo Sovrano di Ricchezza come un'entità economica creata e posseduta direttamente o indirettamente da un governo che attraverso la gestione di un portafoglio di *asset*, denominati principalmente in valuta estera ma non solo, persegue una pluralità di finalità coerenti con gli obiettivi nazionali. Gli obiettivi che il fondo persegue possono essere di diversa natura: possono essere fini macroeconomici, fini finanziari e fini socio-economici. In merito alla prima categoria, per fine macroeconomico si possono intendere tutte quelle operazioni volte a isolare il bilancio nazionale dalla volatilità dei fattori dai quali dipende la propria economia ovvero effettuare delle operazioni di sterilizzazione collegati ad eccessi di liquidità. Per fini finanziari, invece, possiamo intenero la ricerca di ritorni eccedenti il tasso di rendimento privo di rischio. Tale attività è giustificata dai costi collegati alla detenzione delle riserve⁸⁸ o dal costo del *funding*⁸⁹. Infine, si annoverano i fini socio-economici. Il primo esempio di fine socio-economico è quello connesso alla sostenibilità del sistema previdenziale nazionale. La trasformazione della ricchezza nazionale in ricchezza finanziaria

⁸⁸ Si veda il terzo paragrafo del presente capitolo.

⁸⁹ Si veda il primo paragrafo del presente capitolo.

permette di distribuire su un più ampio arco temporale i benefici collegati alla detenzione di un certo bene o alla sostenuta crescita della propria economia collegata a un favorevole contesto internazionale. Tra i fini socio-economici, però, non dobbiamo trascurare quelli relativi allo sviluppo e alla crescita della propria nazione. Molti fondi sovrani, infatti, sono stati costituiti o hanno acquisito nel tempo dei compiti che, originariamente, non potevano essere considerati di loro competenza. I fondi sovrani in senso stretto, infatti, sono delle entità che gestiscono portafogli di attività denominati in valuta estera. Questa definizione è andata, col trascorrere del tempo, indebolendosi poiché solo alcuni fondi hanno mantenuto questa composizione di portafoglio. Pertanto possono essere inseriti nel novero dei fondi sovrani anche i fondi che dispongono di attività denominate in valuta domestica. Ora è necessario considerare anche un'ulteriore prospettiva relativa ai fini socio-economici. Se è vero che sono meritevoli di tutela gli obiettivi di sviluppo e crescita di una nazione, sono altrettanto validi quelli collegati alla difesa della propria ricchezza nazionale in termini di capacità, conoscenze e competenze. È altrettanto importante difendere il benessere della propria popolazione conseguito attraverso una crescita costante seguita al secondo conflitto mondiale, difendendosi dagli attacchi predatori⁹⁰ di chi non ha finalità esclusivamente finanziarie. Per quanto detto possono essere considerati fondi sovrani anche i cosiddetti "fondi strategici d'investimento" costituiti da due Stati europei: Francia, nel 2008, e Italia, nel 2011. Tali fondi, infatti, nascono per favorire il

⁹⁰ Per attacco predatorio si intende un'acquisizione non volta a sviluppare un progetto strategico e di sviluppo per l'impresa target ma volta esclusivamente ad indebolire l'impresa in questione sottraendole risorse, competenze e conoscenze.

rafforzamento e la crescita della propria economia nazionale al fine da renderla più competitiva a livello internazionale. Tuttavia, vista la loro natura, operano esclusivamente in ambito domestico e ciò provoca le maggiori difficoltà in termini definitivi. Quindi, eccezion fatta per la strategia d'investimento, tali entità possono essere considerate in pieno come fondi sovrani di ricchezza per le caratteristiche possedute e per gli obiettivi e le finalità perseguite.

CAPITOLO 3

La trasparenza e le iniziative regolatorie

§ 3.1 – La trasparenza dei Fondi sovrani e i principali indicatori

La regolamentazione nazionale ed internazionale ha posto la sua attenzione sul fenomeno dei fondi sovrani quando si è palesata, con chiarezza, la loro rilevanza presente e futura nel panorama economico globale. L'azione normativa è stata condotta dalle democrazie occidentali timorose nei confronti dei paesi BRICS⁹¹ e degli altri emergenti. La normazione internazionale si è concentrata sull'emanazione di principi destinati agli Stati proprietari dei Fos ovvero agli Stati riceventi gli investimenti. Al tempo stesso, molti Stati riceventi hanno emanato dei provvedimenti volti a garantire al potere esecutivo di esercitare un controllo relativamente all'attività svolta dagli investitori stranieri all'interno dei propri confini. Le democrazie occidentali, quindi, hanno perseguito il proprio obiettivo cercando di non porre vincoli alla libera circolazione dei capitali a livello internazionale ma, al tempo stesso, hanno riaffermato la loro sovranità adottando provvedimenti specifici in materia. L'esigenza di provvedere sul piano normativo con una disciplina specifica era stata avvertita per l'opacità della provenienza delle risorse e del portafoglio dei Fos e per la poca chiarezza in merito alle reali finalità perseguite attraverso le strategie di investimento adottate. La scarsa affidabilità e i timori sorti verso i fondi sovrani nascono, pertanto, dall'inadeguato livello di trasparenza di queste entità economiche. In linea teorica, la trasparenza gioverebbe sia agli azionisti del Fos sia al Fos stesso. Gli azionisti del fondo sovrano se disponessero di un ampio set informativo potrebbero valutare le scelte d'investimento

⁹¹ Con l'acronimico "BRICS" si indicano i cinque principali paesi emergenti: Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica.

operate dal SWF e, nel caso, decidere se e come modificare la strategia perseguita. La *disclosure* gioverebbe, inoltre, al fondo sovrano stesso in quanto permetterebbe di mantenere un clima più sereno intorno ai suoi investimenti e tranquillizzerebbe i governi dei paesi riceventi sull'affidabilità dell'iniziativa. Occorre chiedersi cosa comporti per un fondo sovrano rispettare il principio di trasparenza, quali obblighi informativi debbano essere rispettati. L'aderenza al principio di trasparenza "impone in particolare alcune funzioni, quali:

- la dimensione e l'origine delle risorse;
- la possibilità di esercitare il diritto di proprietà;
- la stesura di rapporti annuali sulle posizioni di investimento e sull'allocazione delle risorse che va approvato dall'assemblea dei soci;
- la divulgazione delle strategie di investimento e della composizione dei portafogli in valuta;
- la pubblicazione delle regolamentazioni nazionali relative ai Swf."⁹²

Per misurare il grado di apertura dei fondi sovrani sono stati sviluppati a livello internazionale tre principali indici per fornire attraverso un giudizio sintetico (una valutazione numerica) una valutazione sulla qualità-quantità di informazioni fornite dai Fos: il

⁹² Cfr. R. Pasca di Magliano, *Fondi di Ricchezza Sovrana*, LED Edizioni Universitarie di Lettere Economia Diritto, Milano, 2009, pag. 102.

Truman–Dawson Scoreboard, il *Linaburg–Maduell Transparency Index* e l'indice di Kaufmann, Kraay e Mastruzzi.

Il *Truman – Dawson Scoreboard* è stato elaborato nel 2008 da due membri del *Peterson Institute for International Economics*: Edwin Truman e Doug Dawson. Gli indicatori dello *scoreboard* prevedono l'aderenza a delle *best practice* misurate attraverso un insieme di trentatré indicatori. Per assegnare il punteggio sono poste delle domande puntuali a cui si risponde sì/no. Nel caso di risposta positiva è assegnato un punto mentre nell'altro caso non è assegnato alcun punteggio. È prevista la possibilità di assegnare un punteggio parziale tra uno e zero quando non sia possibile rispondere in maniera univoca. Questi trentatré indicatori sono suddivisi in quattro categorie: struttura del fondo, *governance* del fondo, responsabilità e trasparenza del fondo e gestione operativa del fondo. In merito alle informazioni richieste nelle rispettive categorie sono considerate:

- “Struttura del fondo: obiettivi, trattamento fiscale, grado di indipendenza patrimoniale dalle riserve internazionali;
- *Governance* del fondo: rapporto fra proprietà, Governo e manager, aderenza a linee di responsabilità aziendale e di etica dell'investimento;
- Responsabilità e trasparenza del fondo: nella strategia d'investimento, nell'attività di investimento; nel reporting e nel controllo interno;

- Gestione operativa del fondo: portafoglio, uso della leva finanziaria e dei derivati⁹³.

All'interno di ogni categoria non troviamo lo stesso numero di domande che sono rispettivamente: otto per la struttura, cinque per la *governance*, quattordici per la responsabilità e trasparenza e sei per la gestione operativa. Questa suddivisione fa comprendere in pieno come alcune categorie abbiano un peso specifico e una rilevanza maggiore rispetto alle altre. Il punteggio complessivamente ottenuto (da zero a trentatré) viene poi normalizzato in una scala in cui il valore massimo è cento. L'analisi condotta da Truman e Dawson si basa sullo studio di quarantaquattro fondi sovrani di cui dieci sono fondi pensione. I risultati complessivi mostrano un basso grado di trasparenza con valori massimi nella categoria della struttura istituzionale (con un valore medio di 75/100) mentre la categoria con il risultato peggiore è quella della gestione operativa (con un valor medio di 36/100). In generale, com'era prevedibile, si osserva una maggior *disclosure* dei fondi pensione rispetto agli altri. La tabella riporta i valori medi relativi alle rispettive tipologie di Fos e il valore medio totale⁹⁴:

⁹³ “They are constructed as questions and are grouped in four categories: (1) structure of the fund, including its objectives, fiscal treatment, and whether it is separate from the country’s international reserves; (2) governance of the fund, including the roles of the government and the managers, and whether the fund follows guidelines for corporate responsibility and ethical investment behavior; (3) accountability and transparency of the fund in its investment strategy, investment activities, reporting, and audits; and (4) behavior of the fund in managing its portfolio and in the use of leverage and derivatives”. E. Truman (Peterson Institute for International Economics), *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices* (Policy Brief series N°PB08-3), Washington DC, 2008. Traduzione contenuta in: P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pag. 83.

⁹⁴ Adattamento da: E. Truman (Peterson Institute for International Economics), *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices* (Policy Brief series N°PB08-3), Washington DC, 2008, pag. 7.

Tipologia Fos	Struttura	Governo	Responsabilità e Trasparenza	Gestione Operativa	Totale
Fondi Non Pensionistici	68	41	44	35	46
Fondi Pensione	100	91	87	73	88
Totale	75	52	54	36	55

Il limite principale dello *scoreboard* di Truman e Dawson è quello di basarsi esclusivamente sui dati disponibili in base all'informativa periodica fornita da ogni fondo sovrano. Solo se le informazioni non fossero sufficienti, possono essere integrate con quelle fornite attraverso interviste, conferenze stampa, etc.

Un secondo indicatore che possiamo analizzare è il *Linaburg–Maduell Transparency Index* elaborato dal *Sovereign Wealth Fund Institute* nel 2009. L'indicatore elaborato da Linaburg e Maduell attribuisce un punteggio che varia da zero a dieci. Un punto è assegnato per l'aderenza ad ognuna delle dieci caratteristiche prese in esame dall'indicatore. Le dieci dimensioni analizzate sono:

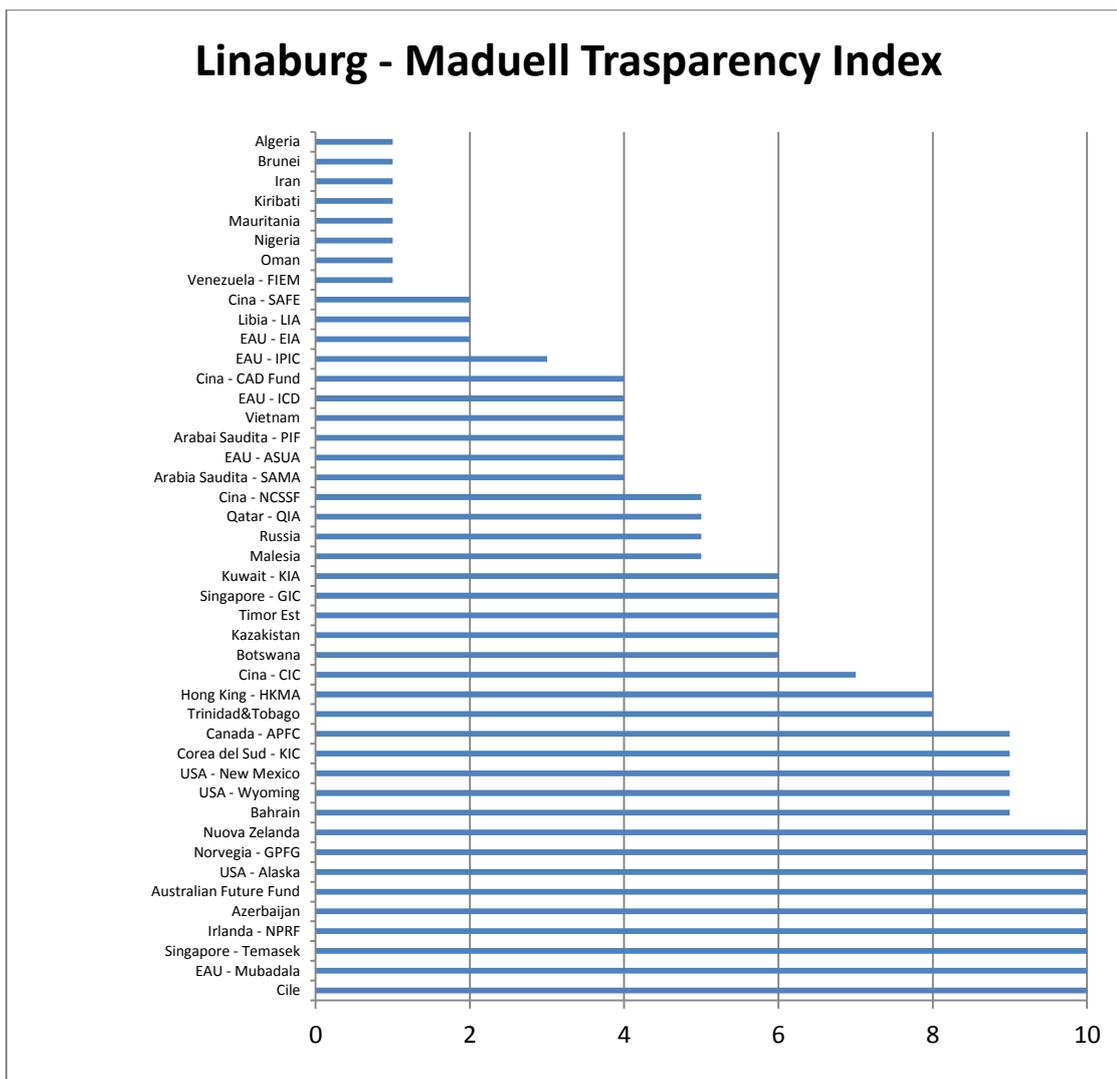
1. “Il fondo rende pubblica la propria storia, i motivi per cui è stato creato, l'origine del capitale e la struttura del Governo che lo possiede;
2. Il fondo presenta spontaneamente audit e report annuali aggiornati;
3. Il fondo rende pubblici dati relativi alla distribuzione geografica ed alle percentuali delle compagnie controllate e partecipate;

4. Il fondo rende pubblico il proprio portafoglio di mercato, i ritorni e i compensi del management;
5. Il fondo presenta chiari obiettivi e strategie;
6. Il fondo presenta linee guida conformi a standard etici, procedure di investimento e supporti alle linee guida;
7. Il fondo fornisce i contatti dei referenti;
8. Il fondo identifica manager esterni;
9. Il fondo possiede un proprio sito web;
10. Il fondo fornisce i contatti e i riferimenti dei propri uffici⁹⁵.

L'indicatore risulta meno completo ed accurato rispetto a quello elaborato da Truman e Dawson, tuttavia, i risultati a cui giunge sono omogenei rispetto a quest'ultimo. Per ottenere un punteggio ritenuto "sufficiente" il fondo sovrano deve raggiungere uno *score* di otto su dieci. La seguente tabella riporta i dati relativi all'indice in esame alla fine del quarto trimestre del 2010⁹⁶:

⁹⁵ Cfr. <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/4th-quarter-2010-lmti/>. Traduzione contenuta in: Ancitel (a cura di Celeste Cecilia Lo Turco), *Fondi Sovrani. Potenzialità di investimento per lo sviluppo del territorio*, Roma, 2010, pag. 17. (<http://www.fondisovrani.ancitel.it/>)

⁹⁶ <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/4th-quarter-2010-lmti/>.



Il terzo indicatore che sarà preso in considerazione è l'indice KKM. Ideato nel 2007 è identificato dall'acronimo delle iniziali del cognome dei sui tre ideatori: Kaufmann, Kraay e Mastruzzi. La metodologia⁹⁷ elaborata dai tre ideatori in collaborazione col *Worldwide Government Indicators* (WGI) si focalizza sugli aspetti relativi alla *governance* dei Paesi del mondo. Esso si compone di sei sottoindici: (1) libertà di espressione e comune responsabilità (*voice and accountability*); (2) stabilità politica e assenza di criminalità (*political*

⁹⁷ Per maggiori informazioni rispetto alla metodologia di Kaufmann, Kraay e Mastruzzi si veda: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>.

stability and absence of violence); (3) efficacia di governo (*government effectiveness*); (4) qualità della regolamentazione (*regulatory quality*); (5) certezza del diritto (*rule of law*); (6) controllo della corruzione (*control of corruption*)⁹⁸. La media dei sei sottoindici fornisce il “*KKM governance average*” che fornisce un giudizio in merito alla *governance* di ogni paese. Il risultato che emerge dall’applicazione di questa metodologia è che, mediamente, i paesi proprietari di Fos conseguono dei risultati notevolmente peggiori rispetto a quelli del gruppo Ocse mentre nel confronto rispetto agli altri paesi in via di sviluppo mostrano una migliore *governance*⁹⁹. Si può osservare come il grado di trasparenza di un fondo sovrano abbia delle implicazioni dirette sulla sua attività. In generale, “negli Stati più democratici, la ricerca del consenso politico implica una maggiore domanda di trasparenza, e dunque l’allineamento dell’agenda e degli obiettivi di investimento dei Fondi sovrani alle aspettative dell’elettorato interno [...] In paesi meno democratici” invece “la gestione del Fondo sovrano può riflettere le limitate preferenze di un ristretto gruppo di potere”¹⁰⁰. Il *paper* della Banca Centrale Europea di Beck e Fidora¹⁰¹ del 2008 mostra la scarsa correlazione fra il livello di trasparenza di un Fos e il livello

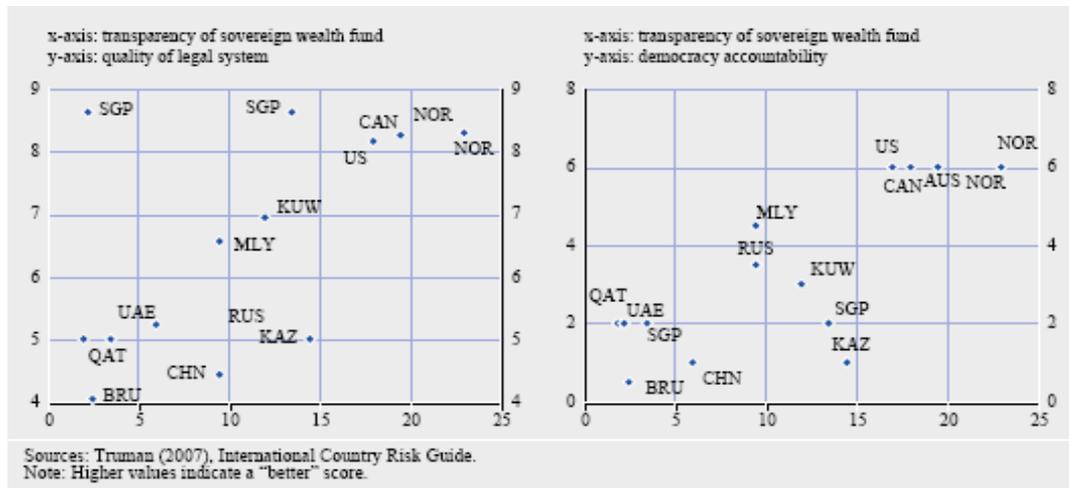
⁹⁸ P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pagg. 84-85.

⁹⁹ L’unica voce con risultati peggiori è quella relativa alla libertà di espressione e comune responsabilità testimoniando così un minor livello di democrazia degli Stati proprietari dei SWFs. P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pag. 85.

¹⁰⁰ P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pag. 86.

¹⁰¹ R. Beck, M. Fidora (ECB Occasional Paper series N° 91), *The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets*, Bruxelles, giugno 2008. Documento reperibile presso: <http://www.ecb.de/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>.

di democrazia dello Stato detentore. Gli esiti sono rappresentati dalla seguente coppia di grafici¹⁰²:



Il grafico di sinistra mette in relazione l'indice di trasparenza di Truman e Dawson con la qualità del sistema legale mentre il grafico di destra paragona il medesimo indice con il livello di democraticità¹⁰³. Dall'analisi risulta chiara la correlazione diretta fra lo scarso livello di trasparenza di un Fos e il basso livello di democraticità del paese d'origine nonché rispetto alla bassa qualità del suo sistema legale. Come notano Savona e Regolo nel loro lavoro¹⁰⁴ il fondo sovrano dovrà definire il proprio livello di trasparenza avendo cura di due aspetti: da un lato, garantire un maggior livello di trasparenza comporterà una minore efficacia delle strategie di investimento perseguite dal Fos; dall'altro, un'elevata opacità comporterà la resistenza e il moltiplicarsi degli sforzi delle

¹⁰² R. Beck, M. Fidora (ECB Occasional Paper series N° 91), *The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets*, Francoforte, giugno 2008, pag.13. Documento reperibile presso: <http://www.ecb.de/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>.

¹⁰³ I due indici a cui è raffrontato lo scoreboard di Truman e Dawson sono elaborati dall'International Country Risk Guide (<http://www.prsgroup.com/>).

¹⁰⁴ P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pag. 86.

autorità locali al fine di ridurre ovvero bloccare le iniziative del fondo sovrano.

§ 3.2 – Gli interventi internazionali congiunti: i principi elaborati dal FMI

A partire dal 2005¹⁰⁵ l'attività dei fondi sovrani aveva subito un'offensiva normativa da parte delle democrazie occidentali che avevano approvato una serie di provvedimenti legislativi volti a limitare ovvero a bloccare l'attività d'investimento dei Fos per i timori connessi alla sicurezza nazionale che a loro volta erano collegati al basso livello di trasparenza di questi organismi. Già a partire dal 2007 si era presa consapevolezza della necessità di convergere verso degli standard internazionali condivisi attraverso l'attività degli organismi sovranazionali. Così successivamente al G8 del giugno del 2007 tenutosi a Heiligendamm e al G7 dei ministri finanziari dell'ottobre 2007 svoltosi a Washington si diede un forte stimolo all'emanazione degli standard di comportamento. Come già descritto lo sforzo coinvolse due organismi internazionali: il FMI e l'Ocse. Il primo con il compito di stilare delle regole per i fondi sovrani; il secondo, invece, con il compito di redigere delle regole per i paesi riceventi.

L'approccio adottato dal FMI permise il raggiungimento di buoni risultati fondandosi sulla condivisione piuttosto che sull'imposizione di regole ai SWFs. Il Fondo Monetario istituì, il 30 aprile del 2008, un gruppo di lavoro internazionale (IWG,

¹⁰⁵ Si veda il terzo paragrafo del primo capitolo del presente elaborato.

International Working Group of Sovereign Wealth Funds) composto sia dai rappresentanti dei governi proprietari dei Fos, sia dai rappresentanti dei paesi riceventi; inoltre vi erano dei membri permanenti¹⁰⁶. A guidare i lavori vi erano Jaime Caruana del FMI e Hamad Al Suwaidi¹⁰⁷ proprio per testimoniare il clima di fattiva collaborazione che si voleva creare. Questo gruppo di lavoro si incontrò in tre sessioni di lavoro a Washington, a Singapore e a Santiago del Cile. In occasione dell'ultimo incontro, l'11 ottobre del 2008, il gruppo di lavoro IWG–FMI pubblicò i *Generally Accepted Principles and Practices* (GAPP o *Santiago Principles* dal nome della capitale cilena). I ventiquattro principi coprivano tre vaste aree:

1. Struttura legale, obiettivi e legami macroeconomici;
2. Struttura istituzionale e di governance;
3. Politiche di investimento e strutture per la gestione dei rischi¹⁰⁸.

In merito alla categoria *Struttura legale, obiettivi e legami macroeconomici* i GAPP stabilisco che la cornice legislativa sulla quale si basa il fondo dovrà essere chiaramente definita e resa pubblica così come le politiche perseguite (GAPP 1 e 2). In aggiunta, dovrà darsi

¹⁰⁶ Il gruppo di lavoro dell'IWG si compone di ventitre rappresentanti dei Governi proprietari dei Fos (Australia, Azerbaijan, Bahrein, Botswana, Canada, Cile, Cina, Corea del Sud, Emirati Arabi Uniti, Guinea Equatoriale, Iran, Irlanda, Kuwait, Libia, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Qatar, Russia, Singapore, Stati Uniti, Timor Est, Trinidad & Tobago), vi sono poi i tredici rappresentanti dei paesi riceventi (Australia, Brasile, Canada, Commissione Europea, Francia, Germania, Giappone, India, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Sud Africa) e infine i cinque membri permanenti (Arabia Saudita, Oman, Vietnam, Banca Mondiale e OCSE). A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 126.

¹⁰⁷ Era il presidente del potente fondo di Abu Dhabi nonché sottosegretario di Stato. Cfr. R. Pasca di Magliano, *Fondi di ricchezza sovrana*, LED Edizioni Universitarie di Lettere Economia Diritto, Milano, 2009, pag. 109.

¹⁰⁸ La prima area comprende i principi dall'1 al 5, la seconda dal 6 al 17 e l'ultima dal 18 al 24.

conto della provenienza dei fondi e delle regole di finanziamento e di prelevamento (GAPP 4). Infine, è richiesta un'informativa qualora l'attività del fondo sovrano abbia riflessi sulle variabili macroeconomiche del proprio paese e, in tal caso, si richiede un coordinamento con le autorità fiscali e monetarie (GAPP 3).

La seconda categoria, *Struttura istituzionale e di governance*, affronta uno dei temi più delicati dei Fos: i rapporti fra i gestori del fondo sovrano e le autorità politiche (vale a dire i proprietari). I Principi di Santiago prevedono che sia stabilita una chiara divisione dei poteri (GAPP 6) che permetta la gestione nell'esclusivo interesse del Fos e che garantisca l'indipendenza degli amministratori (GAPP 8 e 9). Inoltre, dovranno essere resi pubblici i codici etici e di condotta adottati dal fondo sovrano nonché il livello di indipendenza rispetto al potere esecutivo (GAPP 13 e 16). Relativamente ai proprietari del fondo, è loro compito: stabilire gli obiettivi perseguiti dall'organismo, nominare gli amministratori ed esercitare su di loro il controllo (GAPP 7). In aggiunta, il Parlamento avrà il compito di stabilire attraverso la legge la suddivisione delle responsabilità relativamente alla gestione del fondo (GAPP 10). Per semplificare l'attività di controllo è posto in capo al Fos l'obbligo di fornire un rapporto annuale sulle sue attività nonché delle relazioni finanziarie periodiche (GAPP 11), tali documenti dovranno essere valutati e verificati da soggetti terzi indipendenti sulla base di standard nazionali e internazionali (GAPP 12). Infine, come notano Quadro Curzio e Miceli¹⁰⁹, vi sono tre principi eterogenei rispetto al resto del gruppo, sono: il GAPP 14, il GAPP 15 e

¹⁰⁹ A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 128.

il GAPP 17. Tali principi stabiliscono, rispettivamente, che nell'interagire con terzi il Fos deve basarsi esclusivamente su motivazioni di carattere economico-finanziario; che il fondo deve aderire e rispettare le normative locali degli Stati in cui investe; e che il fondo deve rendere pubbliche tutte le informazioni finanziarie necessarie a rendere palese il suo orientamento economico.

Infine, la categoria *Politiche di investimento e strutture per la gestione dei rischi* si occupa delle modalità con cui sono prese le decisioni di investimento dei fondi sovrani. Si richiede, in pratica, che la politica degli investimenti perseguita dal Fos sia aderente a quanto stabilito dalla Proprietà del fondo relativamente agli obiettivi, ai livelli di rischio e alla strategia perseguita (GAPP 18). Inoltre, è previsto che i SWFs perseguano come obiettivo unico quello della massimizzazione del profitto della propria attività (GAPP 19) rinunciando a ottenere delle informazioni privilegiate da parte del proprio Governo col fine di ottenere un indebito vantaggio rispetto ai concorrenti (GAPP 20). In merito alla gestione dei pacchetti azionari detenuti (GAPP 21), qualora gli amministratori del fondo decidano di esercitare il diritto di voto dovranno farlo esclusivamente in un'ottica di protezione dell'investimento nonché nel rispetto dei principi d'investimento che li guidano. È necessario, inoltre, implementare un processo volto a monitorare e gestire i rischi relativi alla propria attività (GAPP 22) con particolare riferimento ai rischi connessi alla leva finanziaria. L'ultimo principio, infine, auspica la costante e periodica revisione dell'applicazione dei principi da parte dei fondi sovrani.

Le caratteristiche proprie dell'accordo raggiunto a Santiago del Cile esposero i GAPP ad una serie di critiche¹¹⁰ da parte degli osservatori internazionali. In primo luogo, si faceva notare come l'adesione ai *Santiago Principles* fosse su base volontaria e la loro applicazione fosse subordinata alle leggi nazionali: vale a dire che, se contrastanti con la normativa interna dei singoli paesi, tali principi dovevano essere disattesi. Altre preoccupazioni sorgevano per la posizione promiscua dei governi rispetto ai principi emanati. I governi di queste nazioni, infatti, si trovavano in una posizione ambigua: erano al tempo stesso regolatori e soggetti regolati. Questa criticità era stata sottolineata soprattutto in relazione alla genericità delle enunciazioni contenute nei GAPP. La genericità delle enunciazioni veniva considerata, da alcuni, come un *vulnus* proprio perché essendo molto generiche erano difficilmente verificabili; da altri, invece, come una caratteristica essenziale affinché tali principi potessero essere applicati in differenti contesti giuridici e istituzionali. Si osservava, inoltre, che tali principi non erano applicabili ad altre entità economiche simili ma non identiche (ad esempio le SOEs, *Sovereign Owned Enterprises*) e che alcuni Stati proprietari di più Fos potevano far aderire ai *Santiago Principles* solo alcuni dei loro Fos e mantenere un regime di investimento più opaco per gli altri fondi sovrani. Ulteriori preoccupazioni erano relative al controllo del rispetto di questi principi. Non esisteva, infatti, nella formulazione iniziale, un organismo di controllo che vigilasse e nel caso irrogasse

¹¹⁰ Per ulteriori approfondimenti si vedano: M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pagg. 127 e ss.; A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 129-131; e P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pagg. 91 e ss.

delle sanzioni. Per dare maggior valore ai principi stabiliti i membri dell'IWG decisero di costituire lo *Standing Group of Sovereign Wealth Funds* che diverrà dopo il meeting a Kuwait City nell'aprile del 2009 l'*International Forum of Sovereign Wealth Funds*. Tale organismo era composto da tre sottocomitati ognuno dei quali constava di specifiche prerogative. Le tre aree di supervisione erano: "(1) applicazione dei GAPP; (2) analisi delle pratiche seguite sul fronte dell'*investment* e *risk management*; (3) esame delle relazioni tra i paesi e dell'evoluzione del contesto internazionale"¹¹¹. La creazione di questo organismo cercava di allontanare dai Principi di Santiago le accuse di essere sterili formulazioni e vuota propaganda.

Nonostante le criticità analizzate da alcuni osservatori internazionali i GAPP presentano numerosi aspetti che inducono all'ottimismo. *In primis*, si può apprezzare lo sforzo di giungere a una soluzione condivisa tra paesi riceventi e paesi proprietari dei Fos. Gli sforzi dei fondi sovrani verso l'adesione integrale a questi principi sono stati resi noti durante il meeting tenuto a Baku, in Azerbaijan. In tale sede¹¹² si registrava l'impegno da parte dei Fos, in particolare dal fondo ADIA di Abu Dhabi e dal fondo cinese CIC, ad aderire ai GAPP e contemporaneamente si richiedeva agli altri membri dell'IWG di moltiplicare gli sforzi per rispettare le enunciazioni dei *Santiago Principles*. Al tempo stesso si ribadiva la necessità da parte degli Stati riceventi di mantenere un clima trasparente e non discriminatorio nei confronti degli investimenti operati dai Fos. Ulteriori aspetti positivi si possono rintracciare nella volontà di affrontare tutti gli argomenti

¹¹¹ M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 129.

¹¹² <http://www.ifswf.org/pr/pr2.htm>

sensibili relativamente alla questione “fondi sovrani” e di aver scelto come documento di partenza l’analisi svolta da Edwin Truman¹¹³. Inoltre, come già sottolineato, si registrava una maggior *disclosure* da parte dei fondi sovrani e un impegno a migliorare ulteriormente la qualità e la quantità delle informazioni fornite.

In conclusione, si può osservare che i *Santiago Principles* non devono essere considerati la soluzione definitiva che permette di risolvere tutte le questioni in gioco. Le loro enunciazioni rappresentano un buon punto di partenza sul quale lavorare per giungere attraverso un continuo e attento *labor limae*, sia di natura tecnica sia di natura diplomatica, a una soluzione che possa fornire maggiori garanzie e maggiori opportunità a tutti gli operatori coinvolti.

§ 3.3 – Gli interventi internazionali congiunti: le linee guida dell’OCSE

Mentre il FMI si occupava di stilare un codice di condotta per i fondi sovrani, l’Ocse concentrò la sua attività sulle questioni relative ai regimi d’investimento e alla sicurezza nazionale. L’obiettivo era quello di redigere delle linee guida per i paesi riceventi gli investimenti al fine di garantire l’apertura dei mercati. L’Ocse, al tempo stesso, riconosceva come legittime le preoccupazioni degli Stati in merito alle questioni relative alla sicurezza nazionale tuttavia si richiedeva di non approvare delle norme di stampo protezionistico che limitassero la libertà di movimento dei capitali.

¹¹³ In merito a tale analisi si veda il paragrafo precedente del presente capitolo.

Un primo documento emanato dall'Ocse è il rapporto "Fondi Sovrani di Ricchezza e Politiche degli Stati Riceventi" (*Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*) dell'aprile del 2008. In questo rapporto si ribadiscono i principi fondamentali contenuti in due precedenti documenti: il Codice di Liberalizzazione dei Movimenti di Capitale (*Code of Liberalisation of Capital Movements*) del 1961 e la Dichiarazione sugli Investimenti Internazionali e sulle Imprese Multinazionali (*Declaration on International Investment and Multinational Enterprises*) del 1976, aggiornata nel 2000. L'Ocse sottolineava che già l'aderenza a questi documenti avrebbe garantito il mantenimento di un clima favorevole agli investimenti internazionali, infatti, in tali documenti erano contenuti alcuni principi chiave¹¹⁴: (1) la *non discriminazione* degli investitori stranieri e/o non Ocse rispetto agli investitori domestici e/o Ocse; (2) la *trasparenza* delle norme di limitazione degli investimenti esteri; (3) la *progressiva liberalizzazione* della normativa; (4) *standstill*, vale a dire l'impegno a non introdurre ulteriori restrizioni; (5) *liberalizzazione unilaterale*, vale a dire permettere a tutti di godere dei benefici della liberalizzazione¹¹⁵. Questo documento era solo il primo passo verso l'emanazione, il 25 maggio del 2009, delle Linee Guida per le Politiche degli Stati Riceventi gli Investimenti Relative alla Sicurezza Nazionale (*Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National*

¹¹⁴ Tali principi sono stati fatti propri dai partecipanti al progetto "*Freedom of Investment*". A tale progetto aderiscono non solo i 30 paesi aderenti all'OCSE ma quattordici membri non OCSE di cui dieci aderenti alla dichiarazione del 1976 (Argentina, Brasile, Cina, Egitto, Estonia, Israele, Lettonia, Lituania, Romania e Slovenia). OECD, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Parigi, aprile 2008. (www.oecd.org).

¹¹⁵ Si vuole sottolineare come la mancanza di reciprocità non sia una buona ragione per imporre più stringenti vincoli normativi. L'OCSE, infatti, riconosce nella liberalizzazione uno dei principi cardine che permettono un continuo progresso e sviluppo.

Security). L'Ocse raccomandava agli Stati membri, qualora decidessero di introdurre misure per la restrizione degli investimenti, di rispettare e fare propri i principi delle linee guida; al tempo stesso, invitava gli Stati non membri ad aderire ai medesimi principi per garantire l'omogeneità delle normative internazionali. I quattro principi chiave contenuti nelle linee guida sono:

- la non discriminazione (*non discrimination*);
- la trasparenza e prevedibilità (*transparency/predictability*);
- la proporzionalità regolamentare (*regulatory proportionality*);
- la responsabilità (*accountability*).

Il primo principio, quello della non discriminazione, richiede ai governi di non adottare delle normative che differenzino la disciplina in base alla natura dell'investitore: favorendolo se domestico e/o del gruppo Ocse e ostacolando in caso contrario. Si lascia la possibilità agli Stati di adottare provvedimenti straordinari qualora sia realmente tangibile un pericolo per la sicurezza nazionale e la normativa vigente non sia sufficiente a garantire un'adeguata protezione. Qualora siano adottati rimedi normativi *ad hoc* è richiesto che si spieghino le specifiche circostanze che hanno portato alla loro emanazione e si precisi l'eccezionalità del provvedimento¹¹⁶.

¹¹⁶ "Government should be guided by the principle of non-discrimination. In general government should rely on measures of general application which treat similarly situated investors in a similar fashion. Where such measures are deemed inadequate to protect national security, specific measures taken with respect to individual should be based on the specific circumstances of the individual investment which pose a risk to national security". OECD, *Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security*, Parigi, maggio 2009. (www.oecd.org).

Il principio *transparency–predictability*, fermo restando l’interesse di tutte le parti coinvolte di mantenere un elevato grado di riservatezza per le informazioni sensibili, statuisce che le norme, i regolamenti e le procedure collegate alla disciplina sugli investimenti internazionali devono essere il più trasparenti possibile in modo tale da rendere prevedibile l’esito dei provvedimenti adottati. Per raggiungere questo obiettivo sono introdotte una serie di sottocategorie di principi:

1. codificazione e pubblicazione (*Codification and publication*);
2. notifica preventiva (*Prior notification*);
3. consultazione (*Consultation*);
4. correttezza procedurale e prevedibilità (*Procedural fairness and predictability*);
5. divulgazione delle azioni della politica d’investimento (*Disclosure of investment policy actions*).

Queste sottocategorie hanno come obiettivo quello di garantire che gli Stati riceventi gli investimenti operino in maniera corretta verso gli investitori internazionali. Vengono stabiliti, infatti, degli obblighi relativi alla comunicazione dei criteri sulla base dei quali possono intraprendersi delle azioni di controllo degli investimenti (prima sottocategoria), si richiede che nelle procedure di revisione degli investimenti vi sia un coinvolgimento e una continua consultazione delle parti coinvolte (seconda e terza sottocategoria), si auspica che le procedure di revisione vengano compiute in tempi rapidi (quarta sottocategoria) e, infine, si richiede ai governi di fornire

un'informativa periodica rispetto alle politiche adottate nei confronti degli investimenti internazionali (quinta sottocategoria). Tutte le norme sono quindi volte a "garantire la certezza del diritto e ridurre al massimo la discrezionalità degli Stati cui gli investimenti sono destinati"¹¹⁷.

In merito al principio della proporzionalità regolamentare, l'Ocse richiede che la normativa non sia eccessivamente intrusiva e non ecceda i limiti necessari alla difesa della sicurezza nazionale¹¹⁸. Anche in questo caso sono previste delle sottocategorie per guidare i Governi. I sottoprincipi indicati sono:

1. autovalutazione dei problemi di sicurezza nazionale (*Essential security concerns are self-judging*);
2. focus ristretto (*Narrow focus*);
3. adeguate competenze (*Appropriate expertise*);
4. risposte "su misura" (*Tailored responses*);
5. ultima istanza (*Last resort*).

Il primo sottoprincipio pone l'enfasi sul diritto da parte dei rispettivi Governi di determinare l'insieme di misure necessarie a garantire la sicurezza nazionale in base al contesto istituzionale ed economico del paese. Il secondo sottoprincipio, invece, richiede di mantenere delle restrizioni agli investimenti solo nei settori nei quali è a rischio la sicurezza nazionale mentre il sottoprincipio successivo, il terzo,

¹¹⁷ G. Mazzantini, A. Roselli, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, dicembre 2009, pag. 38. (www.astrid-online.it).

¹¹⁸ Provvedimenti relativi a specifici progetti d'investimento sono ammessi, tuttavia, devono essere rese note le condizioni di eccezionalità che li giustificavano.

richiede di costruire la normativa in modo che sia efficace, avvalendosi cioè di personale che sappia giudicare l'adeguatezza e la pervasività delle disposizioni, e al tempo stesso auspica che si consideri attentamente il *trade-off* relativo ai costi e ai benefici dell'applicazione delle restrizioni. Gli ultimi due sottoprincipi richiedono, invece, che le eventuali misure restrittive adottate siano adeguate ed efficaci rispetto agli specifici rischi della proposta d'investimento in esame e che l'utilizzo di questi provvedimenti sia l'ultima risorsa a cui i Governi ricorrono per risolvere questa tipologia di questioni.

L'ultimo principio enunciato dall'Ocse è quello dell'*accountability*. Questo principio richiede che la normativa di tutela della sicurezza nazionale ponga in capo ai più elevati organi istituzionali la responsabilità di bloccare un investimento. Come nei casi precedentemente analizzati, sono presenti delle sottocategorie volte a facilitare il recepimento delle linee guida. In relazione al principio di responsabilità sono distinte:

1. la responsabilità verso i cittadini (*Accountability to citizens*);
2. meccanismi di responsabilità istituzionale (*Institutional accountability mechanisms*);
3. ricorso per gli investitori esteri (*Recourse for foreign investors*);
4. l'autorità ultima per le decisioni importanti dovrebbe risiedere a un livello politico elevato (*The ultimate authority for important decisions should reside at a high political level*);

5. efficace gestione del settore pubblico (*Effective public sector management*).

In primo luogo, l'Ocse riconosce una specifica responsabilità verso i propri cittadini da parte del Governo che decide di bloccare l'operazione. Per fare questo è necessario che i meccanismi assicurino un giudizio equo ed imparziale (*accountability to citizens*). Nel secondo sottoprincipio viene statuito l'interesse della comunità internazionale a mantenere un clima aperto e corretto verso gli investimenti internazionali. Per questo si richiede di aderire a meccanismi internazionali al fine di frenare politiche restrittive e discriminatorie verso gli investitori esteri. La terza fattispecie sottolinea, invece, la necessità di garantire agli investitori stranieri il diritto di appellarsi presso la autorità giudiziarie locali competenti al fine di rivedere la decisione dell'autorità nazionale di bloccare dell'operazione. Nel penultimo dei sottoprincipi si richiede che la decisione finale in merito al blocco di un'operazione, essendo un provvedimento che limita il diritto di proprietà e altera i meccanismi del mercato, sia assunta a un alto livello politico, vale a dire dal capo dello Stato o da un ministro. L'ultimo sottoprincipio afferma, invece, ai funzionari politici coinvolti nel processo di revisione e verifica del progetto di investimento. L'Ocse richiede che tutti i funzionari coinvolti nella procedura siano scevri da qualsivoglia condizionamento al fine di svolgere il loro compito in maniera diligente e corretta.

La normativa fu accolta positivamente a livello internazionale anche se alcuni osservatori fecero notare l'esistenza di alcuni fattori

che ne indebolivano l'efficacia. Nell'ultimo decennio, grazie all'affermarsi del fenomeno della globalizzazione, a livello politico internazionale si è registrato un forte impegno ad accrescere il livello di liberalizzazione dei mercati al fine di favorire una migliore integrazione fra le varie aree del mondo. Gli effetti generati dalla globalizzazione e la recente crisi finanziaria¹¹⁹ hanno comportato un minor supporto da parte dei leader politici internazionali al processo di liberalizzazione, pertanto, anche il processo di liberalizzazione del mercato dei capitali risulta in una fase di stasi. Accanto a queste difficoltà, ve ne sono altre che afferiscono a differenti questioni. *In primis*, si riconosce che le linee guida risultano vincolanti solo per i paesi aderenti all'Ocse e non per gli altri. L'organizzazione con sede a Parigi auspica l'adozione di tali principi anche da parte di Stati non Ocse, tuttavia vi è una mancanza di reciprocità in materia. Il documento, inoltre, non richiede di convertire in legge i principi emanati in tempi stringenti ma lascia ai singoli Stati la decisione in merito alla tempistica da adottare. Ciò indebolisce ulteriormente i principi poiché comporta un'adozione asimmetrica degli stessi fra i vari Stati dell'Ocse e contribuisce a creare degli squilibri nel mercato dei capitali.

Per capire pienamente come lo scenario regolamentare a livello internazionale sia mutato occorre analizzare il combinato dei due provvedimenti: quello del FMI in collaborazione con IWG (*Generally Accepted Principles and Practices*) e quello dell'Ocse (*Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security*). Il

¹¹⁹ Si vedano gli ultimi due paragrafi del primo capitolo del presente elaborato.

combinato dei due documenti risulta molto interessante, infatti, “se le nazioni industrializzate avranno la capacità di agire nel rispetto delle raccomandazioni dell’Ocse e i SWFs manterranno gli impegni presi nel frattempo (i Principi di Santiago) questo non potrà che giovare all’equilibrio finanziario globale”¹²⁰. Esistevano, ed esistono, tuttavia, delle discrepanze fra i due provvedimenti. Savona e Regolo¹²¹ sottolineano l’esistenza di tre differenze:

1. *temporale*: i principi dell’Ocse sono stati resi noti a metà del 2009 mentre quelli del FMI sono stati pubblicati nell’ottobre del 2008;
2. *vincolativa*: l’adesione alle *best practice* del FMI era su base volontaria mentre i principi dell’Ocse sono vincolanti per tutti i membri dell’organizzazione;
3. *reciprocità*: in merito proprio all’obbligatorietà dei principi dell’Ocse si osserva come l’attività di investimento verso i paesi non Ocse non sia assistita dalle medesime garanzie.

Proprio in merito alla questione della reciprocità si osserva come i paesi maggiormente protezionisti non siano quelli dell’Unione Europea ma proprio quelli detentori di Fos contribuendo ad alimentare una condizione di disequilibrio¹²².

¹²⁰ M. Lossani, F. Bertone, S. Chiarlone, *I fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010, pag. 127.

¹²¹ P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pagg. 90-91.

¹²² “La vulgata corrente imputa spesso ai paesi sviluppati tali protezionismi. La realtà è tuttavia più complessa. Secondo l’OCSE, infatti, i paesi più aperti agli investimenti diretti esteri sono quelli europei, tra cui l’Italia che si posiziona ai primi posti; seguono altre grandi economie, quali Giappone e Stati Uniti; in fondo vi sono Russia, India e Cina. Paradossalmente i paesi detentori di alcuni dei maggiori Fos sono anche quelli che hanno le regolamentazioni più restrittive per

In generale, è possibile osservare che l'applicazione e la diffusione di questi standard e principi non potrà che giovare al mercato dei capitali. Da un lato, infatti, le norme dell'Ocse attenuano il rischio relativo al ritorno di uno strisciante protezionismo finanziario da parte dei Governi nazionali; dall'altro, le *best practice* del FMI garantiscono, se applicate, una maggior trasparenza dell'attività di investimento. L'insieme dei principi FMI-Ocse permette di creare le condizioni affinché si costruisca un clima basato sulla fiducia reciproca e sulla fattiva collaborazione delle parti in causa. In tal modo si giunge all'obiettivo che ci si era prefissi, vale a dire quello di costruire un mercato dei capitali più solido e privo di nuovi vincoli.

§ 3.4 – Un quadro internazionale sulla regolamentazione per gli investimenti esteri: gli Stati Uniti e l'Europa

Come si è già avuto modo di osservare¹²³ visti i crescenti timori sull'operatività dei fondi sovrani i rispettivi Parlamenti nazionali approvarono delle normative specificatamente volte a garantire la tutela degli interessi nazionali. In linea generale, si possono distinguere due posizioni nei confronti degli investimenti esteri: quella *liberale* e quella *interventista*.

l'ingresso degli investitori esteri nei loro paesi. In termini di apertura di Ide, esiste dunque una notevole asimmetria tra paesi industrializzati e mercati emergenti, caratterizzati da molte più restrizioni" A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 132.

¹²³ Si veda l'ultimo paragrafo del primo capitolo del presente elaborato.

Nella posizione liberale, per tradizione consolidata, sono annoverati Stati come la Gran Bretagna e gli Stati Uniti d'America. Questi ultimi, però, pur mantenendo formalmente un approccio aperto nei confronti degli investimenti internazionali, concretamente adottarono dei provvedimenti volti a vigilare su tale attività. Il primo provvedimento è il *Defensive Production Act* (DPA) del 1950. Il DPA, alla sezione 721, si occupava di regolamentare gli Ide. Nel tempo, tale disciplina subì delle modifiche. Nel 1975, sotto la presidenza di Gerald Ford, fu costituito il *Committee on Foreign Investment in United States* (CFIUS). Successivamente, nel 1988, in base alla sezione 5021 della *Exon-Florio Provision (Omnibus Trade and Competitiveness Act)* si rafforzò ulteriormente il contenuto della normativa: era conferito al Presidente degli Stati Uniti il potere di vietare o sospendere qualsiasi operazione operata da investitori stranieri qualora mettesse a repentaglio la sicurezza nazionale. Un successivo decreto del presidente Ronald Reagan delegò il compito di operare l'istruttoria sul caso al CFIUS. In seguito al clamore e alle preoccupazioni che suscitarono i tentativi di acquisizione della Cnooc e della *Dubai Ports World*¹²⁴ negli Stati Uniti si rafforzò la convinzione che era necessaria una normativa in materia più stringente. Così, nel 2007, il presidente George W. Bush firmò il *Foreign Investment and National Security Act* (FINSAs). Grazie a tale provvedimento l'attività del CFIUS trova una solida base legislativa. Il comitato ha il compito di istruire una procedura di revisione di tutte quelle operazioni di investimento che

¹²⁴ Si veda il terzo paragrafo del primo capitolo del presente elaborato.

comportino dei rischi per la sicurezza nazionale. Queste operazioni devono constare di una delle seguenti specificità:

- le entità straniere che investono si ricollegano in modo diretto o indiretto a un governo estero;
- le entità straniere che investono ottengono in modo diretto o indiretto il controllo di infrastrutture strategiche.

Inoltre, viene aumentato il numero di membri del comitato ed entrano a farvi parte un membro del Dipartimento dell'Energia e il Direttore dell'*Intelligence*¹²⁵. L'accresciuto numero di commissari riflette l'ampliamento delle competenze della commissione, infatti, nella generica previsione "infrastrutture strategiche" vi rientrano anche i settori tecnologico ed energetico. Infine, l'ingresso di un rappresentante dell'*Intelligence* permetteva di introdurre in seno all'organismo un membro che potesse comunicare alla commissione tutte quelle operazioni che avevano profili di rischio per la sicurezza nazionale. Il FINSA fa chiarezza anche sulla tempistica del processo di revisione. Entro un massimo di novanta giorni tutta la procedura deve essere portata a conclusione. Dalla comunicazione dell'operazione il CFIUS, che può anche agire di propria iniziativa, ha trenta giorni per comunicare se avvierà una fase in investigazione più approfondita. Tale fase ha una durata massima di quarantacinque giorni. Durante questo periodo il CFIUS può richiedere modifiche o variazioni a cui

¹²⁵ Il CFIUS nel complesso di compone di commissari espressi dai Dipartimenti di: Sicurezza Nazionale, Commercio, Difesa, Giustizia, Stato, Energia nonché del Direttore dell'*Intelligence*. P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pag. 99.

subordinare il proprio *placet*. Al termine del periodo, il rapporto finale viene inviato al Presidente che potrà, entro quindici giorni, approvare, sospendere o vietare l'operazione in esame. La normativa ha degli aspetti che favoriscono la trasparenza e la prevedibilità, tuttavia, pone nelle mani del Presidente e della commissione ampi poteri discrezionali poiché i concetti di "controllo" e "sicurezza nazionale" non sono definiti in modo chiaro e permettono un ampio ventaglio di interpretazioni. Infine, qualunque investitore che effettua delle operazioni negli Stati Uniti sottostà già ad altre normative: *in primis*, al *Securities Exchange Act* che prevede obblighi di *disclosure* per chi possieda più del 5% del capitale sociale di una *public company*¹²⁶; in secondo luogo, vi è il *Foreign Corruption Practices Act* che impone il rispetto di elevati standard legali a cui gli investitori stranieri non sono abituati¹²⁷. In generale è possibile affermare che la disciplina statunitense è una delle più stringenti dei paesi Ocse nonostante la tradizione culturale liberale del paese. In generale pur essendo aumentato il numero di istruttorie non si è registrata una *escalation* del numero di operazioni bloccate. Si può quindi concludere che l'Amministrazione americana pur ritenendo gli Ide come uno dei motori dello sviluppo del paese non voglia perdere di vista la sicurezza nazionale e la tutela dei propri interessi economici.

La Commissione Europea, invece, nel marzo del 2008 approvò il documento "Un approccio comune europeo ai fondi sovrani". La commissione facendo propri i timori e le preoccupazioni degli Stati

¹²⁶ Cfr. G. Mazzantini, A. Roselli, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, dicembre 2009, pag. 31. (www.astrid-online.it).

¹²⁷ Cfr. A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 113.

membri ma non potendo intervenire direttamente emanò una serie di principi con cui regolare il fenomeno dei Fos. Inoltre, la Commissione doveva garantire il mantenimento di un mercato di capitali libero e senza vincoli così come prescrive l'articolo 56 del Trattato CE. L'approccio adottato dall'Unione Europea si muoveva secondo due direttrici. Da un lato l'Unione e i suoi membri si impegnavano a:

1. sostenere un clima favorevole agli investimenti;
2. sostenere le attività multilaterali (FMI, Ocse);
3. utilizzare gli strumenti legali già esistenti;
4. rispettare gli obblighi del Trattato CE e degli impegni internazionali;
5. applicare i principi di proporzionalità e trasparenza.

Per quel che riguarda, invece, l'impegno dei fondi sovrani nei confronti dell'Unione, sono due i criteri enunciati: la *governance* e la trasparenza. In merito alla *governance*, ai Fos è richiesto di fare chiarezza sulle possibili interferenze politiche nelle loro operazioni affinché siano dissipati i dubbi relativi a seconde finalità, non economiche, delle loro strategie di investimento¹²⁸. Il secondo principio, quello della trasparenza, risulta essere fondamentale per fugare qualsiasi dubbio sull'operatività dei fondi sovrani. La

¹²⁸ Il documento definisce quali sono i principi per garantire una buona *governance*: la chiara ripartizione e separazione delle responsabilità nella struttura interna della *governance* di un fondo sovrano; l'elaborazione e la pubblicazione di una politica di investimento che definisca gli obiettivi globali delle attività dei fondi; l'autonomia operativa del fondo per conseguire gli obiettivi fissati; la diffusione pubblica dei principi generali che disciplinano i rapporti tra i fondi sovrani e le autorità governative; la comunicazione dei principi generali di *governance* interna che forniscano assicurazioni sull'integrità dei fondi; l'elaborazione e la pubblicazione di politiche di gestione del rischio. Commissione Europea, *Un approccio comune europeo ai fondi sovrani*, Bruxelles, 2008. (www.parlamento.it)

trasparenza garantisce una maggiore disciplina dell'entità interessata poiché permette un'attività di supervisione delle parti coinvolte che stimola comportamenti virtuosi. Inoltre, la trasparenza favorisce l'affidabilità e la fiducia disincentivando gli interventi da parte dei governi nazionali¹²⁹.

Per quel che attiene le rispettive normative nazionali, è necessario porre l'attenzione sui maggiori Stati europei: Germania, Francia, Regno Unito e Italia.

Relativamente alla disciplina tedesca bisogna considerare che già esisteva, a partire dal 1961, una legge sugli investimenti esteri (*AußenWirtschaftsGesetz*) che conferiva al governo tedesco il potere di valutare e, nel caso, bloccare le operazioni di investimento nel settore della difesa e delle informazioni sensibili¹³⁰. Nell'agosto del 2008, il governo di Angela Merkel approvò un disegno di legge che emendava tale provvedimento. Questa modifica conferiva al Ministero dell'Economia il potere di vagliare la rischiosità di un'operazione d'investimento con la quale veniva trasferito il controllo di una società tedesca. La disciplina, infatti, prevede che la procedura possa avere luogo solo se è acquistato almeno il 25% del capitale sociale di un'impresa nazionale da parte di un'entità extracomunitaria ovvero da parte di un'entità comunitaria di cui una società extracomunitaria detenga almeno un quarto del capitale

¹²⁹ Come per la *governance* sono indicati dei principi per aderire al principio della trasparenza: comunicazione annuale delle posizioni di investimento e della ripartizione delle attività, soprattutto nel caso di investimenti che vedono una partecipazione maggioritaria; esercizio dei diritti di proprietà; informazioni sul ricorso all'effetto leva e sulla composizione monetaria; dimensioni e fonti delle risorse di un'entità; informazioni sulla normativa del paese detentore e tipo di supervisione cui è soggetto il fondo sovrano. Commissione Europea, *Un approccio comune europeo ai fondi sovrani*, Bruxelles, 2008. (www.parlamento.it)

¹³⁰ Cfr. A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 116.

azionario. La procedura di revisione ha una durata massima di cinque mesi: entro i primi tre deve essere comunicata l'intenzione del Governo di effettuare la verifica, successivamente, a partire dalla notifica di avvio della procedura, il Ministero ha due mesi per prendere una decisione. Al termine della procedura può essere posto, con il *placet* del Governo, il divieto all'operazione ovvero possono richiedersi delle modifiche al progetto di investimento affinché sia garantita la sicurezza nazionale. In tal senso "si annoverano:

- la possibilità di impedire o limitare l'esercizio del diritto di voto all'interno dell'impresa acquisita da parte dall'acquirente extracomunitario o di società da lui controllate;
- la possibilità di nominare un amministratore fiduciario, che curi lo scioglimento della società nata in seguito all'acquisizione e l'eventuale liquidazione dei creditori"¹³¹.

Si possono notare due criticità della normativa tedesca. *In primis*, vi è un problema di indeterminatezza. Nel testo non sono chiare le definizioni dei termini "sicurezza nazionale" e "ordine pubblico" e non sono indicati i settori ai quali la disciplina si applica. Questo comporta un'alea di incertezza intorno all'attiva d'investimento dei soggetti esteri poiché non garantisce la certezza del diritto e lascia ogni decisione alla discrezionalità del potere esecutivo. La seconda criticità, invece, riguarda la tempistica. La normativa prevede un lasso

¹³¹ Cfr. G. Mazzantini, A. Roselli, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, dicembre 2009, pag. 21. (www.astrid-online.it)

temporale per svolgere la verifica molto ampio (cinque mesi) e ciò potrebbe comportare dei costi in capo agli investitori esteri difficilmente sostenibili. In breve, si può affermare che la normativa sia stata elaborata ispirandosi a quella statunitense del CFIUS, tuttavia l'introduzione della soglia dimensionale del 25% le permette di essere considerata come una delle meno restrittive nel panorama internazionale.

Per ciò che attiene la Francia si può osservare la presenza di una normativa, riformata nel 2004, già in vigore prima del rapporto dell'Unione Europea. Tale disciplina prevede che il Ministero dell'Economia debba dare, entro sessanta giorni¹³², la propria autorizzazione a una società straniera che vuole entrare nel capitale sociale di un'impresa francese in tre circostanze: "quando essa 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"¹³³. La disposizione di legge lasciava ampia discrezionalità al governo di Parigi così, sotto le pressioni dell'Unione Europea, il Consiglio di Stato francese con proprio decreto stabilì sia i settori interessati dalla normativa sia la tipologia di operazione alla quale si applicava il provvedimento. In merito al primo punto vengono definiti i dieci settori strategici dell'economia francese nei quali il Governo ha la possibilità di

¹³² "La durata della procedura è di sessanta giorni dalla data di consegna della documentazione, ma sono possibili delle estensioni". A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 115.

¹³³ Cfr. G. Mazzantini, A. Roselli, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, dicembre 2009, pag. 23. (www.astrid-online.it)

intervenire¹³⁴. Relativamente alla tipologia di operazioni, il decreto stabilisce che la disciplina si applica alle operazioni svolte da un'investitore extracomunitario che acquisisce il controllo *de facto* di un'impresa francese ovvero arriva a detenere direttamente o indirettamente almeno un terzo del capitale sociale dell'impresa francese. Come per le altre discipline finora descritte, oltre alla possibilità di bloccare l'investimento il Ministero ha il potere di richiedere variazioni o cambiamenti all'operazione e irrogare delle sanzioni qualora non siano rispettate le richieste avanzate. In breve, è possibile sostenere che le nuove disposizioni dell'articolo L. 151-3 del Codice monetario e finanziario, da un lato, estendono il numero di settori ai quali la normativa può essere applicata e, dall'altro, forniscono chiarimenti sulle modalità di svolgimento della procedura di revisione.

In Gran Bretagna la radicata cultura liberale ha fatto sì che il paese diventasse la maggiore piazza finanziaria europea e una delle prime del mondo: questo a testimonianza dell'elevata apertura del mercato britannico. Ciononostante, nel 2002, il Parlamento inglese approvò l'*Enterprise Act*. Il provvedimento conferisce al Governo "la possibilità di bloccare investimenti stranieri che possono mettere a

¹³⁴ I settori sono: (1) attività svolte nel settore dei giochi e delle scommesse; (2) attività di security e vigilanza privata; (3) attività di ricerca e sviluppo e di produzione di beni da utilizzare in caso di attività terroristica svolta mediante agenti chimici, tossici e patogeni; (4) attività di intercettazione telefonica; (5) attività di valutazione e certificazione della sicurezza offerta dai sistemi informatici e tecnologici; (6) produzione di beni e servizi che garantiscono la sicurezza dei sistemi ICT della pubblica amministrazione; (7) crittografia; (8) attività svolte da imprese depositarie di segreti relativi alla sicurezza nazionale; (9) attività di ricerca, produzione o commercio di armi, munizioni, polvere da sparo o sostanze esplosive destinate a fini militari, o materiali di guerra o ad essi assimilabili; (10) attività svolte da imprese che forniscono materiali ed equipaggiamenti al Ministero della Difesa. Cfr. G. Mazzantini, A. Roselli, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, dicembre 2009, pagg. 23-24. (www.astrid-online.it)

repentaglio l'interesse o la sicurezza nazionale" tuttavia "questa legge non è stata mai usata per bloccare gli Ide"¹³⁵.

Anche l'Italia risulta essere uno dei paesi con una maggiore apertura agli Ide¹³⁶, tuttavia, a differenza degli altri maggiori Stati europei, non dispone di una normativa specifica in materia di investimenti stranieri. Erano state proposte alcune modifiche alla normativa: si era paventata l'introduzione di una soglia dimensionale del 5% per gli investimenti dei Fos così come si era pensato a un depotenziamento della *passivity rule*¹³⁷. Queste proposte non hanno trovato accoglimento, tuttavia con la legge 113 del 6 agosto 2008 venne istituito il "Comitato strategico per lo sviluppo e la tutela all'estero degli interessi nazionali in economia". Tra i compiti del comitato si annoverano quelli di analisi, indirizzo, supporto e coordinamento nel campo dei fenomeni economici complessi propri della globalizzazione, quali l'influenza dei fondi sovrani e lo sviluppo sostenibile nei Paesi in via di sviluppo¹³⁸. Il Comitato interministeriale è composto da dodici esperti nominati in parte dal Ministero dell'Economia e in parte dal Ministero degli Esteri. In breve, il compito del Comitato è pertanto quello di porsi come interfaccia ai fondi sovrani che decidono di investire in Italia.

¹³⁵ A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 118.

¹³⁶ B. Kalinova, A. Palerm, S. Thomsen, *OECD'S FDI RESTRICTIVENESS INDEX: 2010 UPDATE*, Parigi, giugno 2010, pagg. 17-20.

¹³⁷ Per approfondimenti: P. Savona, P. Regolo, *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009, pag. 127.

¹³⁸ Cfr. http://www.sistemapaese.esteri.it/Unita_Sistema_Paese/Menu/Focus/Farnesina_e_impresa/

Osservazioni conclusive

Come si è visto il principale problema che è emerso è quello relativo alla trasparenza dei fondi sovrani. L'approccio verso la risoluzione di questa questione ha seguito diverse fasi. In un primo momento, la logica adottata da parte dei paesi riceventi gli investimenti da parte dei Fos è stata di tipo individuale. I principali Stati delle economie industrializzate hanno, nel tempo, approvato dei provvedimenti che permettessero di esercitare un certo controllo sull'attività di investimento estero nel proprio paese. Un approccio di questo tipo presenta numerose controindicazioni. In primo luogo, vi è una discrepanza temporale di approvazione e di entrata in vigore delle singole discipline nazionali. In secondo luogo, questo comporta una forte asimmetria normativa a livello internazionale. Entrambe queste tematiche comportano, poi, un indebolimento della libera circolazione dei capitali che, nelle economie di libero mercato, è uno dei pilastri sulla base del quale si fondano la crescita e lo sviluppo. Si è quindi preso coscienza della necessità di emanare delle disposizioni che fossero valide a livello internazionale. Il lavoro svolto dal Fondo Monetario Internazionale in collaborazione con l'IWG e quello dell'Ocse sono senz'altro meritevoli di encomi nonostante presentino alcune debolezze e siano, pertanto, perfettibili. La debolezza principale riguarda il tema della reciprocità. Gli Stati proprietari di Fos sono i più forti sostenitori della riduzione o dell'abolizione dei vincoli alla libera circolazione delle risorse finanziarie ma poi sono i primi a bloccare gli investimenti stranieri nei propri paesi. Il problema riguarda pertanto le modalità attraverso le quali incentivare e

accelerare l'apertura di queste economie ai capitali stranieri nonché le modalità attraverso cui ottenere la *disclosure* necessaria a garantire un controllo sull'attività d'investimento dei fondi sovrani. In aggiunta, bisogna considerare anche la necessità da parte del mondo industrializzato di nuovi apporti di finanza dall'estero al fine di garantire maggior solidità ad alcune imprese nazionali, finanziare progetti di sviluppo delle stesse e far crescere, pertanto, la propria economia. Al tempo stesso, è ovvio come vi siano dei timori da parte dei governi europei ed americano qualora questa attività di investimento non sia condotta in maniera chiara e lineare. L'obiettivo che ci si dovrebbe porre è quello di creare un sistema di interessi contrapposti tra Stati proprietari e Stati riceventi gli investimenti dei SWFs. Si dovrebbero quindi trovare degli incentivi per far sì che il maggior numero possibile di fondi sovrani investa in Europa e negli Stati Uniti. Si potrebbe ipotizzare un sistema "a due velocità" il quale garantisca ai fondi sovrani che aderiscono in modo pieno alle linee guida internazionali e garantisca un regime di reciprocità dei canali preferenziali all'investimento nei paesi Ocse. Questa sicuramente non sarebbe la soluzione definitiva perché potrebbe indurre gli Stati proprietari a costituire un elevato numero di Fos in modo che alcuni abbiano accesso ai canali preferenziali e altri, più opachi, mantengano il regime di investimento ordinario. Tuttavia questo costituirebbe un tentativo che cerca di compenetrare due diversi interessi: quello degli Stati industrializzati di reperire le risorse finanziarie per il proprio paese ma, al tempo stesso, di esercitare un'attività di effettiva supervisione sull'operatività degli investitori stranieri; e quello degli

Stati proprietari dei Fos che, come contropartita per la loro maggiore apertura e *disclosure*, avrebbero delle agevolazioni all'investimento rispetto a chi non si è allineato alle iniziative sovranazionali. In breve, è possibile affermare che degli sforzi sono stati compiuti e dei miglioramenti fattivi si sono ottenuti. Per giungere, tuttavia, a un clima ancor più favorevole agli investimenti internazionali è necessario un'ulteriore sforzo affinché i paesi emergenti capiscano che la reciprocità e la trasparenza sono dei valori sui quali si fonda l'economia di mercato che permetterebbero la crescita di tutta l'economia globalizzata.

CAPITOLO 4

I Fondi Sovrani di Ricchezza e l'interesse nazionale

§ 4.1 – Il ripiegamento dei Fondi Sovrani di Ricchezza: nuovi strumenti di tutela degli interessi nazionali

Per rintracciare il concetto di interesse nazionale è necessario che l'analisi parta dal XVII secolo. L'evento che sancisce la trasformazione degli Stati europei da Stati medioevali a Stati moderni è la pace di Westfalia (1648) che conclude la Guerra dei Trent'anni (1618-1648). Nel conflitto vi erano due schieramenti contrapposti: quello dei cattolici e quello dei protestanti. Lo scontro era l'ultimo tentativo, da parte del fronte cattolico, di ripristinare l'idea medioevale dell'universalismo. Secondo tale approccio il destino dell'uomo poggiava su due pilastri: la tradizione dell'impero romano e gli insegnamenti della Chiesa di Roma. Visto che nessuno dei due schieramenti riuscì a prendere il sopravvento sull'altro si pervenne alla pace di Westfalia. Con questi accordi nasceva l'idea di Stato moderno. Ogni Stato era guidato dal proprio re che era *imperator in regno suo* e operava delle scelte solo nell'interesse del proprio paese. Per tali ragioni si ritiene che la pace di Westfalia sia "un momento simbolicamente e politicamente decisivo, che mostrò come fosse ormai acquisito il pluralismo politico europeo e si fosse realizzata una prima versione di un sistema di Stati indipendenti, che si riconoscevano reciprocamente le prerogative della sovranità. Da allora [...] il principio su cui si basa la condotta degli Stati nelle loro relazioni è quello della tutela degli interessi nazionali"¹³⁹. Da questo momento, quindi, gli Stati operano sul piano internazionale in maniera indipendente, liberi di porre in essere tutte le azioni che

¹³⁹ C. Jean, F. Napolitano, *Interessi Nazionali: metodologie di valutazione*, Franco Angeli, Milano, 2005, pag. 16.

ritengono necessarie per il perseguimento dei propri fini egoistici (vale a dire del proprio interesse nazionale). L'obiettivo che si perseguiva era quello di conseguire il risultato con il minimo sforzo possibile facendo ricorso alla politica e alla diplomazia e, solo all'ultimo, alle armi. Tuttavia, nonostante i continui progressi sul fronte normativo internazionale¹⁴⁰, la forza militare è rimasta il principale fattore sulla base del quale definire la gerarchia fra gli Stati e il loro peso nel consesso internazionale. La geopolitica era considerata principalmente come geostrategia, vale a dire "analisi e teoria dell'approntamento e dell'impiego degli strumenti militari"¹⁴¹. Questa idea, basata sul confronto e sulla contrapposizione delle forze militari, è perdurata fino al termine della Guerra Fredda con la caduta del muro di Berlino (1989). Con la disgregazione del blocco sovietico e l'affermarsi della globalizzazione, la competizione fra Stati ha mutato profondamente la propria natura. Esistono sempre molti Stati, ma si è creato un unico mercato globale. Il ruolo e l'importanza delle frontiere è venuto meno, non sono più degli strumenti in grado di tutelare il proprio territorio e la propria economia. A causa di questi fenomeni "mutano i rapporti tra politica ed economia. Si è rotta la catena esistente fra Stato, territorio e ricchezza"¹⁴². La caduta delle frontiere comporta una nuova geografia economica essendo venuto meno il legame tra la ricchezza e il territorio. La ricchezza "si de-materializza

¹⁴⁰ A partire dal Congresso di Vienna (1814-1815) si va man mano rafforzando la creazione di una disciplina internazionale che regoli i percorsi della politica, in modo da stabilire delle regole basilari nel confronto fra gli Stati sovrani. Fermo restando che ogni Stato persegue i propri interessi attraverso l'architettura del diritto internazionale si cerca di pervenire ad accordi che soddisfino tutte le parti in causa e facciano convivere i rispettivi interessi. Cfr. C. Jean, F. Napolitano, *Interessi Nazionali: metodologie di valutazione*, Franco Angeli, Milano, 2005, pag. 19.

¹⁴¹ P. Savona, C. Jean, *Il dominio dello spazio economico*, Franco Angeli, Milano, 1995, pag. 31.

¹⁴² P. Savona, C. Jean, *Il dominio dello spazio economico*, Franco Angeli, Milano, 1995, pag. 11.

e si de-nazionalizza”¹⁴³. La competizione tra Stati si sposta, quindi, su un livello differente. Il nuovo criterio per definire la gerarchia fra gli Stati e la loro importanza e influenza a livello internazionale è la potenza economica. Si tratta quindi di geoeconomia intesa come “analisi e teoria dell’approntamento degli strumenti economici”¹⁴⁴. Lo Stato, presa coscienza di non essere più un sistema chiuso, deve ripensare alle sue funzioni operative alla luce dell’incertezza e della complessità dell’ambiente esterno dominato dalle interdipendenze. Essendo ormai impossibile stabilire la proprietà delle risorse finanziarie lo Stato ha come obiettivo il rafforzamento della sua capacità di utilizzazione delle risorse finanziarie da parte del proprio “Sistema-Paese”: diventa cruciale avere accesso a queste risorse per garantire un continuo sviluppo al proprio paese. È una nuova forma di competizione non basata sullo *ius imperii*, ma fondata sull’utilizzazione degli strumenti economici e finanziari per perseguire i propri fini. Si osservi però che geoeconomia non vuol dire guerra economica ma solo competizione economica¹⁴⁵. È interesse degli Stati economicamente più solidi mantenere l’unitarietà del mercato globale e l’interdipendenza economica fra gli Stati. In tal modo, infatti, si accresce la ricchezza globale e poi, attraverso gli strumenti economici, si cerca di ottenerne una fetta più grande. In tal senso si afferma con maggior forza il liberismo di Adam Smith¹⁴⁶

¹⁴³ P. Savona, C. Jean, *Il dominio dello spazio economico*, Franco Angeli, Milano, 1995, pag. 26.

¹⁴⁴ P. Savona, C. Jean, *Il dominio dello spazio economico*, Franco Angeli, Milano, 1995, pag. 31.

¹⁴⁵ La differenza fra guerra economica e competizione economica è la seguente: nel caso di guerra economica l’obiettivo che ci si pone è quello di indebolire l’economia del nemico per far apparire più forte la propria; nel secondo caso, invece, l’obiettivo che ci si pone è quello di rafforzare la propria economia, così da farla essere effettivamente più solida rispetto ai competitor. P. Savona, C. Jean, *Il dominio dello spazio economico*, Franco Angeli, Milano, 1995, pag. 35.

¹⁴⁶ Per approfondire il pensiero di Adam Smith si veda: A. Roncaglia, *La ricchezza delle idee. Storia del pensiero economico*, Edizioni Laterza, Bari, 2003.

tuttavia si osserva come questo sia conveniente esclusivamente per gli Stati che posseggono una supremazia economica e industriale mentre, di converso, il protezionismo si addice a quelli più deboli e fragili¹⁴⁷.

Adesso è necessario dare una definizione del concetto di interesse nazionale. Secondo l'*Aspen Institute Italia* è definibile come interesse nazionale "la difesa del benessere di persone che vivono entro un dato territorio"¹⁴⁸. Questa definizione a causa del fenomeno della globalizzazione è, in ogni caso, di difficile interpretazione poiché si è venuta a creare una classe di cittadini cosmopoliti senza più "vincoli" col territorio. Tuttavia, si può provare a definire la tutela dell'interesse nazionale come l'insieme di azioni e misure poste in essere da una nazione per conservare la propria indipendenza e libertà. Per fare questo è possibile immaginare un insieme di ambiti di intervento da parte dei governi nazionali. In primo luogo, è necessario porre in essere tutte quelle strategie che permettano allo Stato di garantire la sicurezza ai propri cittadini. Non solo intesa come protezione militare ma anche su un piano politico ed economico. È fondamentale che lo Stato realizzi azioni politiche che accrescano la sua capacità di influenzare le scelte degli organismi internazionali e, al tempo stesso, mantenga il focus anche sul proprio potere economico. La crescita del potere economico intesa come capacità di reperimento delle risorse critiche (finanziarie, energetiche, etc.), come attrattività dei propri mercati e come controllo di imprese strategiche operanti su

¹⁴⁷ P. Savona, C. Jean, *Il dominio dello spazio economico*, Franco Angeli, Milano, 1995, pag. 41.

¹⁴⁸ Aspen Institute Italia, *Aspen Seminars for Leaders. L'interesse nazionale: cos'è e come difenderlo*, Venezia, ottobre 2006 (www.aspeninstitute.it).

scala globale¹⁴⁹. Si afferma, quindi, un interesse collettivo che supera gli egoismi individuali e che ha una forte connotazione storica, culturale ed ideologica¹⁵⁰. Tuttavia non bisogna pensare che l'interesse nazionale non muti nel tempo. È un concetto "liquido": varia col mutare delle condizioni storiche e delle situazioni politiche ed economiche. Questa inafferrabilità del concetto di interesse nazionale è insita nella sua stessa natura, infatti, "l'interesse di un soggetto viene da questo percepito come il legame tra i fini che esso si pone e i mezzi di cui può disporre. La formulazione dei fini resta quindi sufficientemente libera, ma anche sufficientemente condizionata dai mezzi [...] L'interesse, così concepito, risulta all'origine del processo decisionale di qualsiasi soggetto e al termine del processo stesso. L'interesse non ha quindi una realtà oggettiva, al di fuori del processo decisionale. È il processo decisionale in atto, ne è il motore."¹⁵¹

Ora, è necessario concentrare la nostra attenzione sulla relazione tra fondi sovrani e interesse nazionale. Queste entità economiche hanno come obiettivo l'accrescimento del potere economico degli Stati proprietari al fine di ottenere un "divendo" politico nelle sedi internazionali. Se è vero che la gerarchia fra gli Stati è dettata da fattori di natura economica, si comprende pienamente quali possano essere le reali intenzioni degli Stati proprietari di Fos. I gestori di questi fondi per evitare reazioni dirette e incisive effettuano spesso

¹⁴⁹ Cfr. A. Corneli, *I Servizi d'Intelligence e l'Interesse Nazionale*, Per Aspera ad veritatem. Rivista di intelligence e cultura professionale, Roma, rivista n. 7 gennaio-aprile 1997.

¹⁵⁰ E si distingue, in tal senso, da una prima concezione di interesse nazionale inteso come interesse della famiglia regnante in un certo Stato. Prima del pieno affermarsi dei diritti del cittadino con le due rivoluzioni americana (1776) e francese (1789) l'interesse dello Stato era l'interesse del Re in quanto si considerava lo Stato come patrimonio del monarca. Cfr. A. Corneli, *I Servizi d'Intelligence e l'Interesse Nazionale*, Per Aspera ad veritatem. Rivista di intelligence e cultura professionale, Roma, rivista n. 7 gennaio-aprile 1997.

¹⁵¹ Cfr. A. Corneli, *I Servizi d'Intelligence e l'Interesse Nazionale*, Per Aspera ad veritatem. Rivista di intelligence e cultura professionale, Roma, rivista n. 7 gennaio-aprile 1997

dichiarazioni d'intenti rassicuranti, tuttavia si tratta di una strategia pensata per non attirare l'attenzione sull'operatività di queste entità economiche. Il disegno che gli Stati proprietari dei fondi sovrani perseguono è quello di indebolire le economie occidentali attraverso due differenti canali. Il primo riguarda la sottoscrizione del debito pubblico nazionale, che rende *de facto* molto malleabili le posizioni politiche del Paese debitore nei confronti del Paese creditore nelle sedi internazionali¹⁵². Il secondo aspetto riguarda il controllo delle imprese strategiche per uno Stato. L'acquisizione del controllo comporta un passaggio di potere decisionale verso gli Stati proprietari che dispongono di strumenti per modificare o indebolire le scelte politiche operate dagli Stati riceventi. Dal lato degli Stati riceventi gli investimenti dei Fos, la situazione è differente. I paesi destinatari sono detentori di un potere economico e politico che si sta man mano erodendo. E ricercano degli strumenti per conservare tale potere e tale influenza nel consesso internazionale. L'obiettivo che le democrazie occidentali si sono poste non è quello di accrescere ulteriormente il loro potere ma è quello di mantenere il potere di cui già dispongono. Questa strategia è dettata dalla consapevolezza che gli Stati proprietari dei Fos hanno bisogno dei paesi occidentali. Vale a dire che hanno la necessità di avere accesso alla sofisticatezza e alla vitalità dei mercati occidentali che è unica al mondo. Gli Stati occidentali, quindi, per conservare la propria capacità decisionale devono operare sulla base di un approccio a più livelli. *In primis*, devono garantirsi le

¹⁵² È il caso degli Stati Uniti e della Cina. Il governo di Pechino ha sottoscritto un'elevata quantità di titoli di stato americani e questo comporta una debolezza del governo statunitense soprattutto in termini di *soft power*, vale a dire di quella capacità di persuadere le controparti legata alla forza e al prestigio dello Stato che si rappresenta.

risorse critiche è questo è possibile solo attraverso un'attenta e continua attività di *networking*. Attraverso la diplomazia internazionale è necessario creare una fitta rete di contatti che garantisca un'adeguata diversificazione della provenienza delle risorse così da riuscire a superare, senza eccessivi sacrifici, periodi di tensione con uno o più paesi fornitori. Secondo aspetto riguarda l'attrattività dei mercati. Come già descritto, i Fos indirizzano le risorse finanziarie di cui dispongono verso il mercato europeo ed americano proprio perché non dispongono di mercati nazionali che soddisfino le loro esigenze. In tal senso risulta fondamentale garantire una continua evoluzione ai mercati interni dei paesi riceventi. Non solo a livello di strumenti e opportunità offerte agli investitori ma anche a livello giuridico garantendo un sistema snello di norme e un apparato giudiziario che sia in grado di assicurare la certezza del diritto. Infine, per conservare il proprio potere a livello globale è necessario che la proprietà di alcune imprese strategiche per il paese rimanga nella mani di soggetti che operino nell'interesse dello Stato (siano essi soggetti pubblici ovvero soggetti privati). È una condizione imprescindibile per mantenere un qualche peso nelle decisioni assunte nelle sedi internazionali. L'aver il controllo di imprese rilevanti e strategiche che operano in un'ottica globale costituisce un punto di forza per il sistema paese e permette di accrescerne la credibilità a livello internazionale. In tal senso assumono un ruolo cruciale i fondi strategici di sostegno alle imprese nazionali. Tali entità hanno come finalità quella di fornire qualitativamente e quantitativamente un supporto alle imprese nazionali che si trovano

in difficoltà al fine di conservarne la proprietà all'interno dei confini nazionali¹⁵³.

Ci si trova, quindi, dinanzi a un conflitto fra interessi nazionali. Da un lato, quello dei paesi proprietari volto ad accrescere il proprio potere indebolendo la forza economica dei paesi sviluppati¹⁵⁴. Dall'altro, i paesi riceventi l'investimento concentrati sul mantenimento della propria centralità nel sistema internazionale. È anche uno scontro di strategie. Da un lato, una strategia aggressiva volta a penetrare nelle economie straniere ed acquistarne le parti più prestigiose. Dall'altro, una strategia difensiva volta a conservare lo *status quo* mantenendo il controllo nelle sedi decisionali mondiali. Il "ripiegamento" dei fondi sovrani si sostanzia in ciò. Nel superamento di una strategia passiva di gestione e controllo degli investimenti operati nel proprio paese decidendo di intervenire in modo diretto nel capitale delle imprese nazionali al fine di garantire alla propria popolazione che i gangli vitali del paese sono, e saranno, nelle mani di soggetti nazionali. In tal senso, si vuole assicurare che lo sviluppo futuro del paese, quindi la sua indipendenza, non finirà nelle mani di soggetti stranieri guidati da obiettivi e intenzioni differenti da quelli del paese ricevente.

¹⁵³ Su l'attività di questi fondi strategici si vedano il terzo e il quarto paragrafo del presente capitolo.

¹⁵⁴ L'indebolimento non è inteso in senso assoluto. L'obiettivo di queste entità e dei governi che le controllano non è quello di "distruggere" le economie occidentali, di cui hanno bisogno, ma quello di riuscire a penetrare nelle loro economie e sottrargli le principali leve decisionali. L'accrescimento di tale potere ha come finalità quello di invertire le logiche dell'attuale processo decisionale globale, attualmente guidato dalle potenze occidentali, attraverso un più ampio coinvolgimento e partecipazione dei paesi emergenti.

§ 4.2 – La disciplina degli aiuti di Stato nell’Unione Europea e i fondi sovrani

Sin dalla sue origini l’Unione Europea ha posto una particolare attenzione alla disciplina relativa alla concorrenza. Questo perché, essendosi posti l’obiettivo di creare un’economia di mercato aperta, era fondamentale e irrinunciabile garantire il più elevato livello di libera competizione possibile. Per questo il titolo VII del Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea (Trattato di Lisbona del 17 dicembre 2007) stabilisce i principi fondamentali su cui la disciplina comunitaria in materia di concorrenza si baserà. Ai fini della nostra ricerca ci si deve focalizzare sulla disciplina relativa agli aiuti di Stato. Gli Stati erano soliti intervenire con risorse pubbliche nell’economia al fine di promuovere alcune attività economiche o difendere le proprie imprese nazionali. Il problema di questa tipologia di comportamenti è che, in tal modo, si distorce il regime di libera concorrenza favorendo alcune imprese a discapito di altre¹⁵⁵. Per questa ragione il Trattato dell’Unione Europea (Trattato di Maastricht del 29 luglio 1992) all’articolo 87 vieta espressamente la possibilità di ricorrere agli aiuti di Stato. Pertanto “gli Stati non possono concedere sotto qualsiasi forma aiuti ad imprese, fatta eccezione di ipotesi espressamente considerate”¹⁵⁶. Alcune deroghe, quindi, sono concesse e riconosciute come utili e vantaggiose. Gli aiuti devono essere giustificati dal perseguimento di un obiettivo comune e sempre nella misura in cui non alterino il regime di concorrenza in modo eccessivamente marcato da essere controproducente. Qualsiasi intervento che possa

¹⁵⁵ http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/index_it.htm

¹⁵⁶ G. Guarino, *Eurosistema. Analisi e prospettive*, Giuffrè Editore, Milano, 2006, pag. 34.

annoverarsi fra gli aiuti di Stato deve essere immediatamente comunicato alla Commissione europea per permetterle di compiere un'analisi del *trade-off* fra gli effetti negativi e quelli positivi del provvedimento. Bisogna, pertanto, trovare il punto di equilibrio fra riduzione del livello di concorrenza e vantaggi relativi all'interesse comune. In merito alla categoria "interesse comune" è possibile considerare diverse fattispecie di obiettivi: servizi di interesse economico generale, coesione sociale e regionale, occupazione, ricerca e sviluppo, sviluppo sostenibile, pluralismo culturale, etc¹⁵⁷. Altra possibilità è che gli aiuti siano concessi per "correggere" dei fallimenti del mercato. È possibile, talvolta, che il mercato non funzioni correttamente e quindi sia inefficiente. In ambedue i casi è ammesso l'intervento degli Stati con risorse pubbliche perché l'obiettivo è quello di accrescere l'efficienza del mercato per permettere una maggiore crescita del territorio. Sono quindi ammessi degli interventi da parte dei soggetti pubblici, tuttavia, devono essere necessari (vale a dire poco numerosi), mirati ed efficaci. Attraverso il Trattato di Lisbona, l'Unione Europea ha identificato i settori sui quali indirizzare le risorse pubbliche classificabili come aiuti di Stato. Sono otto gli ambiti su cui ci si deve focalizzare¹⁵⁸:

1. l'innovazione e le attività di ricerca e sviluppo;
2. stimolare lo spirito imprenditoriale e creare un contesto migliore per le imprese;
3. investimenti nel capitale umano;

¹⁵⁷ http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/126115_it.htm

¹⁵⁸ http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/126115_it.htm

4. i servizi di interesse economico generale;
5. semplificazione e codificazione normativa;
6. gli aiuti regionali;
7. sostenibilità ambientale;
8. infrastrutture dei trasporti, dell'energia e dell'informazione e comunicazione.

In merito al processo di revisione ed approvazione da parte dell'Unione Europea, l'*iter* è abbastanza definito¹⁵⁹. Ogni progetto di concessione di aiuti di Stato da parte di uno Stato membro deve essere tempestivamente comunicato alla Commissione europea. Lo Stato membro dovrà fornire tutte le informazioni necessarie al fine di garantire una corretta valutazione del progetto e integrarle qualora la Commissione non le ritenga sufficientemente esaustive. Ogni aiuto può entrare in vigore solo dopo l'autorizzazione da parte della Commissione. Se dall'analisi preliminare risultano dubbi in merito al rispetto delle normative comunitarie da parte del progetto, allora la Commissione opera un'analisi più approfondita specificando quali siano le ragioni che l'hanno spinta a questo supplemento di indagine. È nella facoltà degli Stati inviare documenti che spieghino e descrivano il provvedimento al fine di persuadere la Commissione sulla bontà del progetto di aiuti. Al termine della procedura d'indagine formale si possono avere tre differenti esiti:

¹⁵⁹ Per l'*iter* di valutazione del progetto di aiuti da parte di uno Stato membro di veda anche: http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/126045_it.htm

1. decisione positiva;
2. decisione condizionale;
3. decisione negativa.

La decisione positiva si ha quando la Commissione, dopo l'analisi più approfondita, ritiene fugati i dubbi relativi alla violazione sulla normativa comunitaria della concorrenza. La decisione condizionale, invece, è sempre una decisione positiva, tuttavia è necessario che siano posti in essere una serie di interventi correttivi al fine di renderla completamente compatibile con la disciplina europea. Infine, la decisione negativa si ha quando la Commissione ritiene assolutamente incompatibile il provvedimento con il mercato comune e le regole concorrenziali europee. Qualora lo Stato non si conformi alle decisioni della Commissione questa avrà pieno diritto di adire alla Corte di Giustizia europea.

Ai fini della presente analisi, la disciplina generale sugli aiuti di Stato deve essere raccordata con alcuni regimi agevolativi espressamente previsti dall'Unione Europea: quelli concessi alle Piccole e Medie Imprese (PMI) e quelli a finalità regionale. La ragione per accordare delle agevolazioni alle PMI si basa sul riconoscimento del loro ruolo all'interno delle economie nazionali¹⁶⁰. Infatti, attraverso la loro attività creano occupazione e favoriscono un maggior dinamismo economico del territorio. Tuttavia la scarsità di capitali di cui dispongono potrebbe costituire un limite per il loro sviluppo e consolidamento. L'Unione Europea riconosce come meritevoli di

¹⁶⁰ http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/126064_it.htm

agevolazione le PMI e pertanto attraverso il regolamento CE 70/2001 stabilisce che gli aiuti di Stato concessi alle PMI e compatibili con il regime di concorrenza non sono soggetti alla notifica preventiva alla Commissione. In particolare, la Commissione identifica come settore critico per le PMI quello della ricerca e sviluppo. Si incentiva la concentrazione degli aiuti per questa attività considerata il volano per lo sviluppo delle imprese. Possono beneficiare degli aiuti all'investimento le PMI che risiedono: (1) in regioni che non possono beneficiare di aiuti a carattere regionale, in tal caso l'intensità massima di agevolazione dovrà essere pari al 15% per le piccole imprese e al 7,5% per le medie imprese; (2) in regioni che possono beneficiare di aiuti a carattere regionale, tuttavia l'importo massimo degli aiuti non deve comportare il superamento del limite del 30% dell'intensità d'agevolazione; (3) in regioni che possono beneficiare degli aiuti a carattere regionale e siano fra le regioni più povere d'Europa, in tal caso l'intensità massima di agevolazione si attesta al 75%. Per quel che riguarda il regime di aiuti a finalità regionale¹⁶¹, l'obiettivo è quello di stimolare l'investimento nelle aree arretrate dell'Unione Europea per favorire l'installazione di nuovi stabilimenti e la creazione di nuovi posti di lavoro. Tale categoria di aiuti può essere concessa tanto alle PMI quanto alle grandi imprese poiché il criterio discriminante non è la dimensione dell'impresa ma il suo posizionamento geografico. La Commissione ribadisce che tali aiuti non devono essere concessi in modo isolato, ma devono essere inseriti in un piano di aiuti multisetoriale destinato a favorire lo sviluppo della regione. La

¹⁶¹ http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/g24242_it.htm

Commissione prevede diversi massimali per l'intensità di agevolazione concessa in relazione alle condizioni e all'arretratezza della regione interessata¹⁶².

Come si è avuto modo di osservare il regime di concorrenza comunitario presenta numerose norme volte a tutelare l'integrità e l'efficienza del mercato europeo. In particolare, sono previste specifiche disposizioni che impediscano agli Stati di intervenire con risorse pubbliche a sostegno delle proprie imprese per mero campanilismo. L'obiettivo dell'Unione Europea è quello di garantire il più alto livello di concorrenza possibile per il mercato comunitario al fine di avere la garanzia che le imprese europee saranno sempre gestite dal soggetto "migliore", vale a dire quel proprietario capace di operare le più corrette scelte aziendali e che favorisca lo sviluppo e la crescita dell'impresa e del territorio in cui essa opera. Accanto a questo intento, però, vi sono le preoccupazioni degli Stati sia in relazione al controllo di settori strategici dell'economia sia relativamente alle possibili politiche aziendali che le entità straniere potrebbero porre in essere. Alcune di queste politiche (*outsourcing, offshoring, etc*) comportano lo spostamento di parte o di tutto il processo produttivo al di fuori del paese d'origine provocando un incremento della disoccupazione con tutte le ricadute sociali che ciò comporta. Si capiscono, pertanto, le ragioni di preoccupazione degli Stati membri dell'Unione stretti da una duplice morsa: quella della disciplina

¹⁶² La Commissione prevede due tipologie di aiuti: gli aiuti regionali all'investimento e quelli al funzionamento. Questi ultimi hanno natura eccezionale e temporanea e devono essere puntualmente circostanziate le ragioni che ne comportano l'ammissibilità. L'intensità di agevolazione varia sulla base di due criteri. Il primo è la dimensione dell'impresa, distinguendo PMI e grandi imprese, l'altro è la regione geografica dove l'impresa opera. A seconda dell'arretratezza dell'area in questione cresce il regime agevolativo concesso per favorire l'allineamento del tenore di vita dell'area depressa alla media europea.

comunitaria e quella della concorrenza internazionale. La creazione di fondi sovrani di proprietà di singoli Stati europei (come per ora nel caso isolato del fondo francese FSI) o la creazione di fondi strategici in seno ad alcune società statali (come nel caso italiano della Cassa Depositi e Prestiti) va esattamente in questa direzione¹⁶³. Gli Stati, oltre che essere stretti dalla concorrenza internazionale e dalla normativa comunitaria, devono confrontarsi con l'opinione pubblica interna. I partiti di opposizione, i sindacati, la confederazione degli industriali svolgono un ruolo da capofila dei rispettivi segmenti della società civile che rappresentano e avanzano delle richieste al fine di ottenere dei vantaggi. In questa situazione i Governi nazionali devono operare delle decisioni nell'interesse del paese e il poter disporre di un ulteriore strumento nel loro *carnet* garantisce una maggiore efficacia delle scelte operate. Questo strumento è appunto un fondo sovrano nazionale che svolge un triplice ruolo all'interno dell'economia¹⁶⁴. In *primis*, un'attività di protezione delle imprese domestiche nei confronti di investitori stranieri. In secondo luogo, il fondo potrà svolgere una funzione anticiclica che dia allo Stato la possibilità di sostenere l'economia in momenti di crisi e recessione garantendo la stabilità della compagine azionaria. Infine, il fondo potrà fornire nuove risorse per il finanziamento di progetti di investimento delle imprese attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale della società in questione. La principale criticità di questo approccio riguarda la natura esclusivamente pubblica dei soggetti proprietari. Se

¹⁶³ In merito a questi due specifici casi si vedano rispettivamente il terzo e il quarto paragrafo del presente capitolo.

¹⁶⁴ Documenti IAI (Istituto Affari Internazionali) a cura di M. Nones e G. Gasparini, *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e sicurezza. Rapporto Finale*, Roma, 2008, pag. 39. (http://www.iai.it/index_it.asp)

così fosse, infatti, si correrebbe il rischio di un'indagine da parte della Commissione europea per verificare il rispetto della normativa comunitaria sulla concorrenza. La Commissione dovrebbe vigilare sul rispetto sostanziale della normativa a prescindere dagli aspetti formali. La situazione che verrebbe a configurarsi, infatti, sarebbe di un'entità di diritto privato completamente controllata dal soggetto pubblico quindi *de facto* sarebbe un operatore controllato dallo Stato. In questo modo si perverebbe a un aggiramento della disciplina comunitaria in materia di aiuti di Stato. Tale elusione della normativa, però, non potrebbe essere considerata una violazione "piena". Per quanto descritto nel presente paragrafo l'Unione Europea considera "aiuti di Stato" le risorse destinate al finanziamento di progetti di investimento o al finanziamento del capitale di funzionamento dell'impresa. In ambedue i casi non si tratterebbe di una violazione in senso stretto, infatti, lo Stato entrerebbe nel capitale sociale dell'impresa e si violerebbe essenzialmente il principio di libera circolazione dei capitali e, di riflesso, anche la normativa relativa agli aiuti di Stato¹⁶⁵. Al fine di ridurre la pressione e le attenzioni della Commissione europea sarebbe auspicabile l'ingresso nel capitale sociale di investitori privati in modo da creare una società "mista" pubblico-privata che avrebbe maggior libertà d'azione. Ad ogni modo, attraverso questa condotta è fatta salva la possibilità del

¹⁶⁵ In merito alla violazione del principio di libera circolazione dei capitali si sottolinea come l'intervento nel capitale sociale di un'impresa da parte dello Stato centrale permetta di effettuare una selezione sui soggetti a cui rivendere la partecipazione in questione. In tal senso il favorire dei soggetti nazionali rispetto a quelli esteri, ritenuti inaffidabili o sgraditi, comporta un'infrangimento della disciplina comunitaria. La violazione della normativa sulla concorrenza si avrebbe di riflesso all'ingresso dello Stato attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale. Con questa operazione si fornisce nuova finanza azionaria e si elargiscono risorse all'impresa privata che può adoperarle per finanziare i propri progetti d'investimento. Così facendo si elude la disciplina relativa agli aiuti di Stato.

Governo di controllare le imprese e i settori considerati strategici al fine di garantire ai propri cittadini che il nucleo centrale della propria economia è affidato a soggetti nazionali.

§ 4.3 – Il Fond Stratégique d’Investissement: lo strumento per la tutela dell’economia francese

La politica francese è sempre stata attenta, in nome del patriottismo economico, a rispettare la volontà della maggioranza dell’elettorato francese. I cittadini francesi sono sempre stati fortemente nazionalisti e il settore economico non sfugge a questo approccio che, anzi, negli ultimi anni ha visto incrementare gli sforzi da parte del governo di Parigi per tutelare il proprio sistema economico. Il protezionismo economico francese rappresenta un tratto comune ai differenti governi che si sono susseguiti nel tempo e ha le sue radici nel settore della difesa e della sicurezza nazionale¹⁶⁶. In questo settore la strategia francese ha seguito due fasi distinte. Nella prima fase ha “chiuso” il settore impedendo ad investitori esteri di entrare nel capitale di tali imprese avendo come obiettivo quello di guidare il consolidamento del settore e di creare dei “campioni nazionali”. Nella seconda fase, invece, l’obiettivo è quello di incentivare e “favorire accordi o partecipazioni per fronteggiare la

¹⁶⁶ Si ricordano le partecipazioni in: Safran, Thales, EADS, Nexter, SNPE, DCNS. Per maggiori informazioni si veda: Documenti IAI (Istituto Affari Internazionali) a cura di M. Nones e G. Gasparini, *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e sicurezza. Rapporto Finale*, Roma, 2008, pag. 34. (http://www.iai.it/index_it.asp)

concorrenza su scala mondiale”¹⁶⁷. Ma se per il settore della difesa e della sicurezza si auspica una collaborazione e un’integrazione europea vi sono stati casi recenti nei quali si è palesemente manifestato lo spirito protezionista che anima il popolo francese. Il patriottismo economico è stato più volte invocato dai ministri dell’Economia che si sono susseguiti nel tempo. Si ricordano due casi simbolo: nel 2005 quando il governo di Parigi reagì contro il tentativo di scalata dell’azienda Danone; e nel 2006 quando impedì all’italiana ENEL di acquisire il controllo della società transalpina Suez-Electrabel¹⁶⁸. Questi due esempi sono casi simbolo che, però, fanno comprendere quanto sia chiuso l’approccio del governo francese nei confronti degli investitori stranieri, siano essi comunitari o extracomunitari. Il patriottismo economico del popolo francese è compreso dal potere esecutivo che profonde i propri sforzi per concretizzare il “sentimento” dei propri cittadini. L’obiettivo che ci si pone è quello di salvaguardare a tempo indeterminato la proprietà delle conoscenze industriali e la capacità di ricerca e produzione francesi. “Il mantenimento della capacità produttiva viene percepito come strategico, in termini di protezione dell’apparato tecnologico e dell’assetto sociale”¹⁶⁹. In questo senso sono state approvate delle modifiche al Codice monetario e finanziario, volte a identificare i

¹⁶⁷ Documenti IAI (Istituto Affari Internazionali) a cura di M. Nones e G. Gasparini, *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e sicurezza. Rapporto Finale*, Roma, 2008, pag. 35. (http://www.iai.it/index_it.asp)

¹⁶⁸ Il governo francese intervenne per ostacolare l’operazione attraverso la società GdF (Gaz de France, controllata all’80% dello Stato francese). Gdf acquistò e incorporò Suez-Electrabel e creò un “colosso” del settore dell’energia impedendo all’ENEL di operare l’acquisizione sia in ragione della dimensione assunta sia per il cambio di azionista di controllo (che diventava lo Stato francese). Cfr. R. Bagnoli, M. Sensini, *Tensioni Italia-Francia sul caso Enel*, Corriere della Sera-Economia, Milano, 27 febbraio 2006.

¹⁶⁹ Documenti IAI (Istituto Affari Internazionali) a cura di M. Nones e G. Gasparini, *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e sicurezza. Rapporto Finale*, Roma, 2008, pag. 37. (http://www.iai.it/index_it.asp)

settori strategici e la tipologia di operazioni, che permettano al potere esecutivo di operare delle scelte in difesa delle imprese nazionali¹⁷⁰. Il caso simbolo dell'applicazione di questa normativa per la tutela di infrastrutture strategiche è quello della Chantiers Navals de l'Atlantique (CNA)¹⁷¹. La CNA è un gruppo leader nella cantieristica civile e possiede uno dei pochi bacini di carenaggio che permette di costruire navi di grandi dimensioni sia per uso civile che per uso militare (come nel caso della portaerei Charles De Gaulle). Nel 2006 la società controllante CNA ha ceduto una quota del 75% al gruppo norvegese Akers Yards. Tale gruppo è stato poi acquisito, l'anno successivo, dalla società coreana STX Shipbuildings. Ciò ha sollevato le proteste dell'opinione pubblica francese così, dopo aver assunto il controllo della Akers Yards, la società coreana dovette trovare l'accordo col governo francese per poter mantenere la quota in CNA¹⁷². Nel 2008 si pervenne a un accordo che prevedeva la creazione di una nuova società la STX France Cruise. Il capitale sociale della nuova società era così suddiviso: il 50,1% al gruppo coreano, il 33,30% allo Stato francese e il 16,65 all'Alstom. In tal modo l'Eliseo si assicurava la possibilità di disporre di una partecipazione di minoranza rilevante che permettesse di esercitare una forma di controllo abbastanza pervasiva. Questo caso dimostra in modo chiaro come il concetto di tutela degli interessi nazionali sia interpretato in modo ampio dai francesi. I meccanismi di protezione attivati, in

¹⁷⁰ Si veda l'ultimo paragrafo del terzo capitolo del presente elaborato.

¹⁷¹ In merito alla vicenda si veda: Documenti IAI (Istituto Affari Internazionali) a cura di M. Nones e G. Gasparini, *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e sicurezza. Rapporto Finale*, Roma, 2008, pagg. 37-38. (http://www.iai.it/index_it.asp)

¹⁷² Il governo francese classificò la CNA come impresa strategica operante nel settore della difesa vista la sua capacità di realizzare grandi navi militari.

questa situazione, da parte del governo francese dimostrano come sia considerato lecito prendere il controllo di attività civili che abbiano però un risvolto strategico. In questo senso, la protezione della propria struttura produttiva assume “risvolti nettamente ideologici e sociali”¹⁷³.

In questo quadro va inserito un nuovo strumento nelle mani del potere politico francese: il Fond Stratégique d’Investissement (FSI). Fortemente voluto dal presidente francese Nicolas Sarkozy, è stato costituito alla fine del 2008. Il FSI è partecipato dalla Caisse des Depots et Consignations (che lo controlla detenendo il 51% del capitale) e dallo Stato francese (che detiene il restante 49%). Il fondo ha una dotazione iniziale di ventotto milioni di euro e il suo compito è quello di evitare che in periodi di crisi e recessione, e quindi di sottocapitalizzazione in Borsa, le società francesi siano acquisite da investitori stranieri. Il focus è pertanto sui timori connessi a una gestione poco attenta alle esigenze sociali¹⁷⁴ ed industriali nazionali da parte di soggetti esteri. Il FSI si prefigge di sostenere¹⁷⁵:

1. lo sviluppo delle piccole e medie imprese attraverso interventi nel capitale di rischio che favoriscano la crescita (*enterprise value* inferiore a cento milioni di euro);

¹⁷³ Documenti IAI (Istituto Affari Internazionali) a cura di M. Nones e G. Gasparini, *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e sicurezza. Rapporto Finale*, Roma, 2008, pag. 38. (http://www.iai.it/index_it.asp)

¹⁷⁴ <http://www.fonds-fsi.fr/le-fsi/>

¹⁷⁵ FSI Fond Stratégique d’Investissement, *Les orientations stratégiques du Fond stratégique d’investissement*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/le-fsi/>)

2. le imprese di media dimensione (con un *enterprise value* fino a due miliardi di euro) che dispongono di un elevato potenziale di creazione di valore;
3. le imprese di media dimensione che operano in settori in evoluzione, che sono sane e che, in futuro, potrebbero diventare un riferimento del loro settore;
4. delle grandi e medie imprese che svolgono un ruolo importante nel proprio settore, la stabilizzazione del loro capitale sociale permette la completa realizzazione del piano industriale che creerà valore.

Nel documento “Les orientations stratégiques du Fond stratégique d’investissement”¹⁷⁶, che descrive la strategia perseguita dal management del FSI, sono indicati i sette principi che governano l’azione del fondo. Il primo principio statuisce che il FSI finanzia progetti redditizi ovvero che si basino su un progetto strategico convincente e che replichino i rendimenti garantiti ad altri investitori per progetti di natura simile¹⁷⁷. Il secondo principio stabilisce che il fondo opera in un orizzonte temporale di lungo termine. Interviene, pertanto, nel capitale di rischio delle imprese oppure si avvale di strumenti di quasi-equity¹⁷⁸. Inoltre, è un investitore focalizzato sul finanziamento di progetti ad alto contenuto di R&S e attento alle ricadute sociali dei progetti finanziati. Secondo il terzo principio, il fondo è un investitore che non acquisisce partecipazioni

¹⁷⁶ FSI Fond Stratégique d’Investissement, *Les orientations stratégiques du Fond stratégique d’investissement*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/le-fsi/>)

¹⁷⁷ In termini di *asset class*, orizzonte temporale e struttura finanziaria dell’impresa.

¹⁷⁸ Quali le obbligazioni convertibili o le obbligazioni cum warrant.

maggioritarie, ma esclusivamente di minoranza. Il quarto principio incentiva il FSI ad operare secondo una logica di co-investimento coinvolgendo soggetti privati siano essi francesi o stranieri¹⁷⁹. Il FSI, in base al quinto principio, opera comunque assumendo una partecipazione temporanea nel capitale sociale. In tal senso, si muove la chiara identificazione delle finalità e della durata dell'investimento prevedendo anche le possibili *way-out*. Il sesto principio definisce le logiche di esercizio dei diritti sociali del FSI. Il fondo segue un approccio da investitore passivo esercitando il proprio voto secondo regole deontologiche e di buon governo dell'impresa. Può assumere, su richiesta di altri azionisti, un ruolo di azionista attivo partecipando al consiglio di amministrazione o ai comitati operativi e stringendo patti di sindacato con altri investitori di lungo periodo. L'ultimo principio, infine, stabilisce che il FSI, per vocazione, investe preferibilmente nelle imprese strategiche per la competitività del paese in termini di competenze, di tecnologia e di capitale umano¹⁸⁰. Dall'analisi del documento emergono le linee guida chiave che il FSI persegue. Il fondo investe in imprese esistenti, pertanto è un operatore che si avvicina molto a un fondo di private equity ma che si distingue nettamente rispetto ai *venture capitalist*. In merito alle logiche d'investimento, esse sono logiche di minoranza e il progetto deve essere temporalmente ben definito. È motivo di preferenza rispetto

¹⁷⁹ In tal senso si vuole attenuare il rischio che l'intervento si possa configurare come "aiuto di Stato" sanzionato dall'Unione Europea. Si veda il secondo paragrafo del presente capitolo.

¹⁸⁰ Il documento identifica i criteri che guidano le scelte d'investimento, che sono: il settore d'appartenenza, il potenziale di crescita, le competenze tecnologiche, il *know-how*, il capitale umano, il potenziale d'esportazione, la leadership del settore e il valore del marchio. Il documento ribadisce che questi criteri sono revisionati periodicamente dal comitato del FSI fermo restando il focus sulle imprese con un elevato potenziale in R&S. FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Les orientations stratégiques du Fond stratégique d'investissement*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/le-fsi/>)

agli altri progetti la presenza di un progetto con un elevato tasso tecnologico. Infine, e in questa connotazione emerge la natura pubblica del fondo, è un'entità che bada molto alle ricadute sociali dei progetti industriali.

Il portafoglio del FSI è composto da numerose partecipazioni che spaziano tra differenti settori: l'agroalimentare, l'energetico, le telecomunicazioni, l'industria automobilistica, etc. Gli investimenti, diretti e indiretti, operati dal fondo abbracciano quattrocentoventisei imprese. L'attività d'investimento si distingue in tre differenti tipologie¹⁸¹:

1. investimento diretto nel capitale sociale di ventuno imprese per un valore di 1,7 miliardi di euro;
2. investimento, attraverso fondi d'investimento creati dal FSI, in sessantacinque imprese per un valore di 200 milioni di euro;
3. investimento, attraverso fondi d'investimento partecipati dal FSI, in trecentoquaranta imprese per un valore di 500 milioni di euro.

Complessivamente il fondo strategico francese impiega risorse per 2,4 miliardi di euro. Tali risorse sono distribuite in diversi settori dell'economia francese. Si ricordano, di seguito, le principali partecipazioni detenute, direttamente o indirettamente, dal FSI¹⁸². Per

¹⁸¹ FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Rapport d'Activité 2010*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/>)

¹⁸² Sulle società partecipate dal fondo strategico d'investimento francese si veda il seguente articolo: M. Arnese, *Niente fondo sovrano per l'Italia*, ItaliaOggi, Milano, 27 aprile 2011.

il settore agroalimentare si annovera, su tutti, la Danone ovvero il terzo gruppo del settore per fatturato in Europa. Nel settore energetico Technip e Vallourec¹⁸³. Mentre in quello ambientale si ricorda la società Séché Enviroment leader nella gestione e nello smaltimento dei rifiuti. Ricordiamo nella categoria “sistema informativi e internet” Cedegim vale a dire il leader mondiale del CRM (*Costumer Relationship Management*) e nella creazione di software per la professione medica. Nel settore delle telecomunicazioni il FSI sostiene France Telecom, Eutelsat e TDF¹⁸⁴ (TéléDiffusion de France). Nel settore dei infrastrutture e trasporti si annoverano la partecipazione in Renault, in ADP (Aéroports de Paris) e in Eiffage¹⁸⁵. Nel settore della componentistica automobilistica si menzionano Valeo e Mecaplast¹⁸⁶. Infine si ricordano la ST Microelectronics ovvero il principale produttore di semiconduttori europeo e la società cantieristica STX France Cruise.

Da questa breve descrizione delle principali partecipazioni del FSI si comprendono le finalità perseguite dal management del fondo e dal governo di Parigi. Gli investimenti realizzati dal fondo francese sono operati sulla scorta di due criteri che devono essere contemporaneamente temperati. Il primo è quello economico-

¹⁸³ Technip è un gruppo coinvolto nella progettazione e realizzazione di infrastrutture energetiche in particolare di quelle sottomarine. Vallourec, invece, produce componenti per gli impianti del petrolio e del gas e per le centrali elettriche (a carbone, a gas e nucleari). FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Rapport d'Activité 2010*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/>)

¹⁸⁴ TDF è il principale operatore di informazione francese e uno dei maggiori in Europa. Svolge la sua attività nel settore radio-televisivo e attraverso internet. FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Rapport d'Activité 2010*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/>)

¹⁸⁵ Eiffage è il terzo gruppo francese e l'ottavo a livello europeo per la progettazione e realizzazione di opere infrastrutturali. FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Rapport d'Activité 2010*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/>)

¹⁸⁶ Valeo è uno dei primi dieci fornitori di componentistica per autovetture a livello mondiale, Mecaplast, invece, è un produttore di materiali plastici per autovetture e serve grandi imprese mondiali quali Renault, Toyota e Volvo. FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Rapport d'Activité 2010*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/>)

finanziario. Il secondo, invece, è quello dell'interesse generale della collettività. Il fondo, pertanto, investe seguendo delle logiche che rispettino dei criteri economici volti a considerare la congruità del ritorno rispetto al rischio assunto tuttavia accanto al ritorno finanziario *tout court* si prendono in considerazione anche altri aspetti quali quello sociale o quello ambientale. Il FSI ha come obiettivo quello di rafforzare la competitività dell'economia francese nel medio-lungo termine e per fare ciò pone una particolare attenzione al tessuto imprenditoriale francese. Sono stabilite, per tale fine, numerose sedi regionali che permettano di capire le reali esigenze delle imprese nazionali attraverso un continuo confronto con le realtà imprenditoriali sia piccole sia grandi presenti sul territorio. Questa attività svolta dal FSI è rivolta al presente, però si affianca a questa un lavoro volto a identificare in prospettiva i leader di domani. Tale attività di selezione si basa sulla comprensione delle peculiarità di ogni regione francese e delle sue condizioni economico-sociali e, sulla base di ciò, si avvia un processo di selezione dei settori e delle entità economiche con un maggior potenziale di crescita e sviluppo¹⁸⁷. Quindi l'attività del FSI è rivolta al presente ma non trascura il futuro. Il fondo, infatti, deve garantire la competitività presente e futura del sistema-paese Francia. Nel rapporto generale della commissione finanze del Senato francese si può rinvenire un'affermazione che permette di comprendere in pieno l'obiettivo che ci si pone: "la sfida principale è mantenere i centri decisionali in Francia"¹⁸⁸. Il popolo

¹⁸⁷ FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Rapport d'Activité 2010*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/>)

¹⁸⁸ Stalcio del Rapporto contenuto nel documento: FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Rapport d'Activité 2010*, Parigi, 2011. (<http://www.fonds-fsi.fr/>)

francese, attraverso i suoi rappresentanti, ha espresso un pensiero chiaro. Gli investimenti sono un importante traino per la crescita dell'economia nazionale, tuttavia, non possono non essere assistiti da sufficienti garanzie vale a dire che deve esserne valutata l'opportunità da parte del potere politico. L'obiettivo è mantenere il cuore pulsante dell'economia nazionale in Francia.

§ 4.4 – Il Fondo Strategico Italiano per la protezione e lo sviluppo delle aziende nazionali

L'Italia, a differenza della Francia, non si era dotata di una politica e di strumenti in grado di garantirle il controllo dei settori strategici della propria economia. Anzi, i diffusi campanilismi e la dimensione familiare della stragrande maggioranza delle imprese (quelle con meno di dieci dipendenti rappresentano circa il 95% del totale¹⁸⁹) comportano una vulnerabilità elevata nel nostro sistema industriale e produttivo. In base ai dati di un'analisi del luglio del 2009, le società italiane controllate da soggetti stranieri risultavano essere poco meno di cinquemila. Il primo Stato per numero di imprese italiane controllate era la Germania, seguita da Francia e Stati Uniti¹⁹⁰. Un'interessante analisi può essere condotta confrontando la realtà francese con quella italiana. Questo per due ordini di ragioni. *In primis*, le imprese francesi investono in maniera rilevante nella nostra

¹⁸⁹ Agi, *Imprese italiane malate di «nanismo»*, Il Corriere della Sera, Milano, 1 giugno 2011.

¹⁹⁰ Su un totale di quattromilanovecentocinque imprese controllate da soggetti stranieri: quelle gestite da investitori tedeschi erano ottocentoventicinque pari al 16.8%, quelle gestite da investitori francesi cinquecentonovantadue pari al 12.1% mentre quelle gestite da investitori statunitensi erano cinquecentoventisette pari al 10.7%. Per i dati relativi agli altri Stati si veda: <http://icpressroom.wordpress.com/2009/09/11/%C2%ABcontrollate%C2%BB-dallestero-5mila-societa-italiane/>

economia generando delle importanti interconnessioni fra i due paesi. In secondo luogo, la Francia già da alcuni anni si è dotata di un proprio fondo sovrano per difendere l'economia nazionale. Analogamente il governo italiano si è mosso per tutelare le proprie imprese istituendo, nel luglio del 2011, il Fondo Strategico Italiano (FSI).

I gruppi francesi da alcuni anni hanno volto il loro sguardo sull'economia italiana operando una serie di acquisizioni in diversi settori del nostro paese¹⁹¹. L'elenco è molto vasto. Si può ricordare l'acquisizione del gruppo della grande distribuzione GS da parte di Carrefour, l'acquisizione da parte di EDF della società energetica Edison, l'acquisizione della Banca Nazionale del Lavoro da parte di BNP Paribas, l'ingresso nel mercato italiano del gruppo assicurativo GroupAma che ha mire sulla Fondiaria-Sai e su Dexia, l'acquisizione di Bulgari da parte del colosso del lusso LVMH e, infine, deve essere annoverata l'eventualità che AirFrance eserciti le clausole contrattuali previste dagli accordi siglati col governo italiano nel 2008 che le permetterebbero di acquisire il controllo della compagnia di bandiera Alitalia. Come si può facilmente osservare, le imprese transalpine hanno operato delle acquisizioni in differenti settori alcuni dei quali strategici per il controllo del sistema paese. Questo perché il sistema Italia consta di una debolezza di fondo, vale a dire le ridotte dimensioni del proprio tessuto imprenditoriale. Fin quando la realtà con la quale le nostre imprese si dovevano confrontare era quella nazionale, le contenute dimensioni erano, senza dubbio, un pregio

¹⁹¹ Cfr. L. Pagni, *Come alla fine del Rinascimento la Francia si compra l'Italia a pezzi*, La Repubblica, Roma, 7 marzo 2011.

poiché conferivano elevata flessibilità e adattabilità al nostro sistema produttivo. Nel tempo le regole della competizione sono cambiate, è cambiato il mercato di riferimento diventando prima europea e poi globale. In queste condizioni, una piccola impresa non ha la forza per reggere il confronto internazionale e diventa un obiettivo per soggetti stranieri più grandi ed economicamente solidi. Il governo italiano non aveva precedentemente posto in essere delle politiche volte a garantire la tutela delle proprie imprese e non possedeva degli strumenti che gli permettessero di esercitare in maniera autorevole un certo controllo e una certa influenza sul proprio sistema produttivo. L'evento che ha fatto comprendere in pieno la necessità di dotarsi di tali strumenti è stata l'acquisizione da parte del gruppo alimentare francese Lactalis del colosso alimentare italiano Parmalat.

L'acquisizione di Parmalat da parte del gruppo alimentare francese affonda le sue radici nel gennaio del 2011. Il 26 gennaio i fondi stranieri Skangen, Mackenzie e Zenit, detentori del 15% del capitale di Parmalat annunciano di volersi presentare uniti all'assemblea che si terrà a metà aprile per operare la sostituzione dei vertici aziendali. La ragione di tale atteggiamento ostile era la mancata utilizzazione dell'abbondante cassa a disposizione del gruppo. I fondi d'investimento avrebbero desiderato, infatti, che tale liquidità fosse usata per elargire un extra-dividendo o per effettuare delle acquisizioni. Agli inizi di marzo iniziano a circolare voci su una possibile cessione della quota in mano ai fondi al gruppo Lactalis. L'ipotesi viene seccamente smentita e l'11 marzo segue la presentazione da parte dei fondi della propria lista per il rinnovo del

board dell'azienda di Collecchio. Il 18 marzo, termine ultimo per la presentazione delle liste per il rinnovo del Cda, anche Lactalis, che detiene l'11,42% del capitale di Parmalat, annuncia una propria lista e ipotizza una crescita della propria partecipazione azionaria non eccedente la soglia del 30%. Tre giorni dopo, il 22 marzo, il gruppo transalpino annuncia che la propria quota potenziale è salita al 13,7%. Il giorno seguente viene annunciata l'acquisizione da parte del gruppo francese del pacchetto azionario in mano ai tre fondi stranieri portando la quota complessiva in mano a Lactalis al 28,97%. Preso atto dell'offensiva francese sul colosso italiano Parmalat, il giorno successivo, il 23 marzo, si riunisce il Consiglio dei Ministri che approva un decreto legge anti-scalate straniere. Il decreto amplia da centoventi a centottanta giorni dalla chiusura dell'esercizio precedente il termine entro il quale è possibile convocare l'assemblea dei soci per l'approvazione del bilancio d'esercizio e per il rinnovo dei vertici aziendali. Il decreto si applica alle società quotate che abbiano l'Italia come Stato d'origine e abbiano l'obbligo di pubblicare periodicamente alcune relazioni finanziarie. Infine, nel provvedimento era prevista la possibilità di spostare la data dell'assemblea, a discrezione del Cda, anche se questa eventualità non è prevista dallo statuto o se l'assemblea è stata già convocata. Il fine di questa norma era quello di ostacolare l'acquisizione di Parmalat affiancando al colosso francese un "cordata" di imprenditori italiani¹⁹² in grado di rilevare il controllo

¹⁹² Si era parlato di un interessamento del gruppo Ferrero oppure di una fusione con la società italiana Granarolo. Per l'interessamento del gruppo internazionale Ferrero si vedano: http://parma.repubblica.it/cronaca/2011/03/28/news/parmalat_ferrero_si_ritira_intesa_cerca_altroi_partner-14174559/; <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-03-18/ferrero-campo-difesa-parmalat-231331.shtml>. Relativamente all'interessamento del gruppo Granarolo si vedano: <http://www.oipamagazine.eu/categoria2338/Imprese/Made-in-Italy/parmalat-granarolo-per-la->

del gruppo di Collecchio ovvero costringere Lactalis a lanciare un'OPA sull'intera società alimentare italiana a un prezzo di mercato. L'azienda transalpina dopo un mese di tensioni con le autorità italiane decide, il 26 aprile, di lanciare un'OPA totalitaria su Parmalat. La proposta di Lactalis prevede il pagamento di 2,6 euro per ogni azione dell'azienda di Collecchio e ha come soglia minima vincolante quella del 55% del capitale del gruppo emiliano. Successivamente la Consob dà il via libera al prospetto di Lactalis relativo all'OPA sulla Parmalat. L'avvio dell'offerta è previsto per il 23 maggio e la conclusione per l'8 luglio, il 15 luglio, invece, è previsto il pagamento delle azioni che hanno aderito all'offerta. Al termine dell'offerta pubblica Lactalis ha superato ampiamente la soglia del 55% del capitale di Parmalat arrivando a detenerne l'83,3%. L'esborso complessivo per il gruppo francese è stato di 3,7 miliardi di euro (1,3 miliardi per acquisire il 29%, prima del lancio dell'OPA, e 2,4 miliardi per la parte aderente all'offerta). Il risultato dell'aggregazione di Lactalis-Parmalat è il gruppo alimentare leader a livello mondiale con un giro d'affari di 14,7 miliardi di euro, superiore a quello della Nestlé e a quello della Danone¹⁹³.

Se l'obiettivo del decreto legge anti-scalate era quello di ostacolare l'acquisizione del gruppo Parmalat o almeno costringere il colosso francese a pagare il prezzo di mercato non vi è dubbio che sia stato centrato. Tuttavia rimaneva ancora irrisolto il problema relativo alla protezione delle imprese italiane e del *made in italy*. Così il

cordata-italiana.html; http://www.adnkronos.com/IGN/News/Economia/Parmalat-Granarolo-noi-braccio-industriale-o-noi-o-i-francesi_311831243870.html

¹⁹³ Il gruppo Nestlé consta di un giro d'affari di circa 10 miliardi di euro mentre il gruppo Danone ha un fatturato di 9,7 miliardi di euro. Si veda: S. Filippetti, *Parmalat va ai francesi. Lactalis conquista l'83%*, *IlSole24Ore*, Milano, 9 luglio 2011, pag. 31.

governo italiano con il decreto Omnibus (decreto legge n. 34 del 31 marzo del 2011) dà il via al processo di creazione del Fondo Strategico Italiano (FSI) per la tutela dell'economia e delle imprese italiane. Nel decreto è previsto che la Cassa Depositi e Prestiti (CDP) possa anche assumere "partecipazioni in società di interesse nazionale per strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese"¹⁹⁴. La CDP ha recepito questo intervento normativo nel Cda del 22 giugno 2011. Il *board* della Cassa ha dato il via libera alla costituzione di un fondo con il compito di acquisire partecipazioni in aziende strategiche per il paese. Il FSI dovrà seguire i paletti previsti dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) dell'8 maggio 2011. Sono stabiliti due differenti criteri di investimento: il settore di appartenenza ovvero le caratteristiche dimensionali¹⁹⁵. In merito ai settori considerati strategici il MEF ne individua otto:

1. difesa;
2. sicurezza;
3. infrastrutture e pubblici servizi;
4. trasporti;
5. comunicazione;
6. energia;
7. assicurazione e intermediazione finanziaria;

¹⁹⁴ <http://www.leggioggi.it/allegati/il-decreto-legge-omnibus-342011-a-confronto-testo-originario-e-testo-risultante-dalla-conversione/>

¹⁹⁵ Relativamente ai criteri di investimento adottati dalla Cassa Depositi e Prestiti: [http://asd.cassaddpp.it/comunicazioniesterne/ComunicazioniE.nsf/\\$allById/2EF2995EEB788833C12578B7005C6EB1/\\$File/Comunicato%20n.%2027%20del%2022%2006%202011_CDA%2022%2006%202011.pdf](http://asd.cassaddpp.it/comunicazioniesterne/ComunicazioniE.nsf/$allById/2EF2995EEB788833C12578B7005C6EB1/$File/Comunicato%20n.%2027%20del%2022%2006%202011_CDA%2022%2006%202011.pdf)

8. ricerca e alta tecnologia.

In alternativa dovranno essere rispettati, contemporaneamente, i seguenti parametri dimensionali:

1. fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro;
2. numero di dipendenti non inferiore a 250 unità.

Il decreto, però, prevede che i parametri siano ridotti a:

1. fatturato annuo netto non inferiore a 240 milioni di euro;
2. numero di dipendenti non inferiore a 200 unità,

nel caso di società la cui attività sia rilevante in termini di indotto e benefici per il sistema economico-produttivo.

Le società *target* del FSI saranno le società di capitali con “una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico; con adeguate prospettive di redditività e significative prospettive di sviluppo”¹⁹⁶. Vengono poi esplicitate le modalità operative attraverso il quale il FSI opererà i propri investimenti. L’investimento potrà avvenire sia direttamente sia tramite veicoli d’investimento appositamente creati, in ogni caso avrà come orizzonte temporale quello di lungo periodo e prevederà un’attiva partecipazione nella *governance* della società partecipata al fine di

¹⁹⁶ Relativamente ai criteri di investimento adottati dalla Cassa Depositi e Prestiti: [http://asd.cassaddpp.it/comunicazioniesterne/ComunicazioniE.nsf/\\$allById/2EF2995EEB788833C12578B7005C6EB1/\\$File/Comunicato%20n.%2027%20del%2022%2006%202011_CDA%2022%2006%202011.pdf](http://asd.cassaddpp.it/comunicazioniesterne/ComunicazioniE.nsf/$allById/2EF2995EEB788833C12578B7005C6EB1/$File/Comunicato%20n.%2027%20del%2022%2006%202011_CDA%2022%2006%202011.pdf)

assicurare il raggiungimento degli obiettivi dell'intervento. La quota di partecipazione sarà generalmente minoritaria ma non è escluso che possano essere acquisite partecipazioni di controllo¹⁹⁷. La dotazione iniziale di capitale è di un miliardo di euro sottoscritto interamente dalla CDP¹⁹⁸. Il FSI potrà veder crescere il suo patrimonio fino a sette miliardi di euro, la Cassa non potrà in nessuno caso scendere al di sotto della soglia del 51% del capitale del FSI ma, al tempo stesso, non potrà detenere più di quattro miliardi di capitale del fondo. Infine, come confermato più volte dal ministro dell'economia Giulio Tremonti, il FSI è e rimarrà aperto all'ingresso di nuovi partner siano essi pubblici, privati, stranieri o italiani¹⁹⁹. In ogni caso è inserita nello statuto del FSI una clausola di gradimento²⁰⁰, che subordina l'ingresso di nuovi partner al *placet* dei vertici del fondo.

Il Fondo Strategico Italiano sta seguendo il percorso tracciato dal fondo francese. Attraverso questa entità ci si propone di dare un sostegno alle imprese strategiche italiane favorendone la crescita, migliorandone l'efficienza così generando un aumento della

¹⁹⁷ Per acquisire quote di controllo il FSI dovrà investire in società che operano in regime di monopolio naturale o che si trovino in particolari situazioni da giustificare l'intervento: [http://asd.cassaddpp.it/comunicazioniesterne/ComunicazioniE.nsf/\\$allById/2EF2995EEB788833C12578B7005C6EB1/\\$File/Comunicato%20n.%2027%20del%2022%2006%202011_CDA%2022%2006%202011.pdf](http://asd.cassaddpp.it/comunicazioniesterne/ComunicazioniE.nsf/$allById/2EF2995EEB788833C12578B7005C6EB1/$File/Comunicato%20n.%2027%20del%2022%2006%202011_CDA%2022%2006%202011.pdf)

¹⁹⁸ Una quota di capitale pari a cento milioni di euro è stata poi sottoscritta, il 28 luglio 2011, da FINTECNA spa società interamente controllata dal Ministero dell'Economia e della Finanze: <http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-961520/fondo-strategico-grilli/>

¹⁹⁹ Sulle dichiarazioni del ministro dell'Economia Tremonti si vedano gli articoli: http://archiviostorico.corriere.it/2011/aprile/10/Salva_impresе_privati_stranieri_co_9_110410034.shtml; <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-04-03/fondo-strategico-aperto-privati-081127.shtml?uuid=AaUMwoLD>.

²⁰⁰ Le azioni sono in linea di principio liberamente trasferibili. Talvolta tale principio è derogato dalla legge che pone dei limiti e dei divieti alla circolazione delle azioni. Tra le clausole limitative della circolazione delle azioni sono particolarmente rilevanti le clausole di gradimento. Tali clausole subordinano l'efficacia del trasferimento azionario al consenso di un organo sociale o di alcuni soci ovvero di terzi. Sull'argomento si vedano: G. F. Campobasso (sesta edizione a cura di Mario Campobasso), *DIRITTO COMMERCIALE. 2. Diritto delle società*, UTET, Milanofiori Assago (MI), 2007; Associazione Disiano Preite (a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti e F. Vella), *Il diritto delle società*, Il mulino, Bologna, 2009.

competitività internazionale. La finalità è quella di disporre di uno strumento in grado di garantire una spinta propulsiva al sistema industriale e produttivo nazionale al fine di renderlo più solido e in grado di reggere il confronto internazionale²⁰¹. Questo obiettivo di crescita e sviluppo cerca di curare uno dei “mali” della nostra economia, ovvero le ridotte dimensioni medie delle imprese nazionali. Attraverso questo strumento si vuole favorire, attraverso una cabina di regia governativa, l’aggregazione e l’irrobustimento del Sistema Italia. Ovviamente accanto a questo obiettivo non può essere celata anche una seconda finalità, vale a dire il mantenimento del controllo di imprese strategiche nella mani di soggetti italiani. Questo affinché sia garantita la permanenza delle strutture amministrative e produttive sul nostro territorio con tutte le ricadute in termini sociali ed economici. Il FSI italiano sta muovendo i primi passi, sarà necessario vedere alla prova dei fatti se la classe dirigente italiana ha preso piena coscienza della necessità di creare dei grandi aggregati industriali per far conservare al proprio paese un ruolo di una certa rilevanza nel consesso internazionale. Il peso politico internazionale di uno Stato, infatti, si vede non solo dalla solidità dell’economia nazionale ma anche dalla presenza di imprese nazionali in grado di essere leader del proprio settore a livello mondiale. Ciò perché senza *player* globali si rischia di subire le decisioni presi da altri soggetti senza aver avuto la possibilità di partecipare alla discussione, avanzare le proprie proposte e, soprattutto, difendere il proprio paese.

²⁰¹ http://www.cassaddpp.it/content/groups/public/documents/ace_documenti/010737.pdf

CONCLUSIONI

Con l'avvento della crisi finanziaria internazionale nel 2008 i timori relativi alla fragilità delle economie dei paesi occidentali si sono palesati con maggior evidenza. La crisi dei *subprime* fa sentire ancora oggi i suoi effetti. Ne sono prova gli andamenti altalenanti delle borse mondiali, in particolare europee e americana, che si sono registrati nell'ultimo mese di agosto. Il picco del nuovo passaggio negativo si è avuto giovedì 18 agosto 2011. Gli indici di borsa, oltre a registrare importanti perdite, mostravano delle quotazioni non in linea con il reale valore delle aziende presenti nel listino. A titolo esemplificativo, si ricordano i dati relativi ad alcune delle maggiori aziende italiane che operano anche a livello internazionale²⁰². Le Assicurazioni Generali prima della crisi finanziaria avevano un valore superiore ai 40 miliardi di euro mentre dopo la crisi si attestano sui 18 miliardi. Il paradosso consiste nei 470 miliardi di investimenti del gruppo veneto di cui 25 sono di natura immobiliare. Discorso simile vale per le due maggiori banche italiane: Unicredit e Intesa San Paolo. La prima è passata da una quotazione di 70 miliardi a circa 17,5 miliardi, mentre la seconda da 67 miliardi si è attestata al di sotto dei 20 miliardi. La contraddizione in questi casi si evidenzia per la presenza nei patrimoni di entrambi gli istituti di credito di collezioni d'arte di grande valore che annoverano, ad esempio, opere di Caravaggio, Boccioni e De Chirico. Ma i paradossi non terminano. La Fiat ha un valore di borsa di circa 5 miliardi di euro pari alla metà della valorizzazione degli impianti. Telecom quota su 11 miliardi ma si stima che la sua rete valga all'incirca un 20% in più. Infine, la

²⁰² S. Bocconi, Saldi folli a «Pazza Affari»: chi non vale il proprio tesoro, Corriere delle Sera, Milano, 19 agosto 2011.

contraddizione maggiore è quella che riguarda Eni. Pur mantenendo la quotazione maggiore del mercato italiano con 53 miliardi ha una quotazione pari a meno di un sesto del valore attuale di tutte le sue riserve petrolifere. Questi esempi fanno comprendere pienamente quanto la situazione internazionale sia complessa e quanto, attualmente, appaiano fragili le economie occidentali. Le imprese citate coprono diversi ambiti strategici del paese (industriale, finanziario, energetico e delle telecomunicazioni) e possono essere, a questi prezzi, facili prede per investitori con elevate disponibilità di risorse finanziarie.

In tal senso si capisce, quindi, come negli ultimi anni si siano pianificate e realizzate delle strategie volte a fornire il sufficiente livello di protezione alle economie occidentali. La risposta elaborata per contrastare l'avanzata dei Fos è stata complessa e si è articolata su più livelli. Una prima direzione d'intervento è stata quella normativa. La necessità di stabilire delle regole che permettessero l'esercizio di un certo livello di controllo è legata alla mancanza di trasparenza da parte dei fondi sovrani. Questi operatori economici, infatti, celano la composizione del loro patrimonio e le loro strategie di investimento generando nei paesi destinatari degli investimenti dei timori e delle perplessità che innescano una risposta regolamentare. In un primo momento, l'approccio adottato dai differenti Stati è stato di tipo individuale. Ogni paese ha deciso autonomamente come regimentare, limitare e controllare l'attività di investimento operata da soggetti stranieri. Tale approccio presenta una serie di vulnerabilità. In primo luogo, genera degli squilibri normativi globali favorendo gli

investimenti nei paesi meno rigidi e ostacolando in quelli che prevedono normative più stringenti. In secondo luogo, il problema che si pone è di tipo temporale. I tempi di approvazione e di entrata in vigore dei vari dispositivi normativi sono stati differenti alimentando le asimmetrie e le distorsioni. In ogni caso, a prescindere dalla pervasività della normativa, ci si trova di fronte alla creazione di ostacoli normativi alla libera circolazione dei capitali. Ovviamente questo indebolisce la velocità di crescita e sviluppo dei paesi riceventi, ma rappresenta una chiara spia del disagio e delle preoccupazioni che i differenti governi sono chiamati a gestire all'interno dei propri confini. Per cercare di limitare al minimo gli effetti negativi, i paesi occidentali hanno deciso di coordinare i loro sforzi normativi attraverso due importanti organizzazioni internazionali: il Fondo Monetario Internazionale e l'Ocse. Il FMI ha operato di concerto con l'IWG, vale a dire con il gruppo internazionale di lavoro che rappresenta gli Stati detentori di fondi sovrani, per stabilire delle *best practice* a cui i Fos avrebbero dovuto aderire. L'Ocse, invece, si focalizzò sulla definizione di standard normativi per gli Stati riceventi gli investimenti internazionali. Il combinato delle due iniziative doveva portare alla creazione di un equilibrio finanziario globale contemperando due interessi. Per quanto riguarda i paesi riceventi, si garantiva loro l'afflusso di capitali necessario per finanziare la crescita del proprio sistema produttivo e industriale ma, al tempo stesso, si assicuravano gli operatori nazionali grazie al più elevato livello di trasparenza richiesto ai Fos. Dal lato dei paesi detentori, invece, si assicurava l'accesso alla vitalità e alla sofisticatezza dei mercati

europeo e americano chiedendo in cambio un maggior livello di *disclosure*. Il combinato normativo che scaturisce dai due documenti internazionali rappresenta un importante passo avanti per evitare che il mercato sia avvinto da vincoli che potrebbero essere controproducenti per tutta l'economia globalizzata. Ovviamente, questa intesa è suscettibile di miglioramenti e, in particolare, si vuole porre l'enfasi principalmente sul tema della reciprocità. È sicuramente questo il principale *vulnus* di questi accordi sovranazionali. Gli Stati riceventi, infatti, aderendo alle iniziative dell'Ocse sono vincolati poi al rispetto degli standard definiti. Garantiscono che, pur con alcuni vincoli, la libera circolazione dei capitali non sia intaccata. Similmente dovrebbe accadere per i paesi detentori di fondi sovrani. Nella realtà sono proprio questi paesi a imporre le più rilevanti restrizioni agli investimenti internazionali non garantendo, pertanto, un regime di reciprocità²⁰³. Ovviamente questo equilibrio, se non modificato, favorisce gli Stati detentori i quali, da un lato, possono operare sui mercati occidentali senza eccessivi vincoli normativi e, dall'altro, non garantiscono l'accesso ai loro mercati interni. Il passo successivo è quello di creare un sistema di interessi contrapposti che favorisca l'adesione del più elevato numero possibile di fondi sovrani agli standard internazionali. Un canale d'investimento a "due velocità" potrebbe essere una delle possibili soluzioni. Prevedendo un doppio canale si potrebbero immaginare due regimi d'investimento: uno ordinario, a cui partecipano solo i Fos in linea con le normative internazionali, e uno subordinato, attraverso il quale operano quei

²⁰³ Questo perché gli Stati Ocse sono vincolati al rispetto delle decisioni dell'Organizzazione mentre gli Stati non Ocse non sottostanno ad alcun tipo di obbligo. Su questo argomento si veda il terzo capitolo del presente elaborato.

fondi sovrani che non hanno aderito ai Principi di Santiago del FMI e che prevede delle condizioni meno favorevoli agli investimenti. In questo modo, si verrebbe a creare un forte incentivo per gli Stati detentori. Infatti, per poter avere una chance nei più importanti affari che vengono realizzati nel mondo occidentale sarebbe necessario garantire un certo livello di *disclosure*. Questi due livelli di intervento, nazionale e sovranazionale, sono stati la prima reazione organizzata dagli Stati occidentali per arginare la crescita vertiginosa dei Fos. Si può senz'altro considerare l'approccio normativo come un approccio di tipo conservativo e statico. I regolatori nazionali e internazionali miravano a limitare lo strapotere finanziario dei fondi sovrani evitando interventi eccessivamente invasivi.

Accanto a queste strategie normative alcuni Stati hanno deciso di intraprendere delle strategie più aggressive per difendere le proprie economie. Due Stati europei, la Francia e l'Italia, hanno deciso di costituire dei fondi strategici d'investimento con il compito di supportare e sostenere le proprie imprese internazionali. Questi fondi per la definizione fornita nel secondo capitolo possono considerarsi come una nuova evoluzione dei fondi sovrani di ricchezza in senso stretto²⁰⁴. Infatti se possono essere considerati fondi sovrani i cosiddetti fondi di sviluppo allora possono esserlo anche questi fondi strategici. La loro finalità non è quella di far crescere il benessere di un'economia con un basso grado di sviluppo, ma è quello di conservare il benessere conquistato attraverso la propria parabola di

²⁰⁴ Nel secondo capitolo si è definito il Fondo Sovrano di Ricchezza come un'entità economica creata e posseduta direttamente o indirettamente da un governo che attraverso la gestione di un portafoglio di asset, denominati principalmente in valuta estera ma non solo, persegue una pluralità di finalità coerenti con gli obiettivi nazionali.

sviluppo. È un fine altrettanto meritevole di tutela. Ovviamente difficoltà definitorie in senso stretto si pongono soprattutto in relazione alla composizione del portafoglio del fondo. L'attività di questi fondi strategici, infatti, si caratterizza esclusivamente per l'acquisizione di partecipazioni in imprese strategiche per il paese. La strategicità può essere determinata dalle ricadute economico-sociali ovvero economico produttive oppure per il settore di operatività dell'impresa. L'obiettivo che questi fondi strategici si prefiggono è quello di garantire che le imprese nazionali non cadano in mano straniera. La finalità non è quella di precludere l'accesso al mercato domestico agli investitori stranieri, ma è quella di assicurarsi che i gangli vitali della propria economia siano in mano a soggetti nazionali pubblici o privati per evitare che attraverso tali imprese si perseguano obiettivi differenti e contrastanti rispetto a quelli del paese. Ovviamente questa attività d'investimento è soggetta a restrizioni. Vale a dire che i gestori di questi fondi strategici non possono investire liberamente. Generalmente sono imposti loro di vincoli sulla tipologia di partecipazione, preferibilmente minoritaria, e sul settore d'appartenenza. Queste restrizioni sono volte a evitare un uso distorto dello strumento "fondo strategico". Lo strumento deve essere solo di supporto alle aziende strategiche per il paese al fine di garantire loro le risorse necessarie per finanziare la propria crescita e il proprio sviluppo. È uno strumento attraverso il quale "irrobustire" la propria struttura produttiva in modo da renderla più competitiva a livello internazionale. Il problema che però si pone è quello che lega questo patriottismo economico con la globalizzazione economica. Occorre

chiedersi se con il processo di globalizzazione che compenetra sempre più le differenti economie rendendole interdipendenti e con la nascita di un unico grande mercato globale abbia ancora senso parlare di interesse economico nazionale e non di interesse economico globale. La risposta a questo quesito può essere di differente natura, ma come spesso accade la soluzione migliore non si trova agli estremi ma nel mezzo. Anche in una economia di mercato globalizzata ha senso parlare di interesse economico nazionale. Perché la vita degli individui si svolge principalmente all'interno dei propri confini nazionali e questa comunità è animata da un senso di appartenenza forte, che la incentiva a collaborare per far sì che l'impegno del singolo si trasformi nel successo di un paese. Ha senso parlare di interesse economico nazionale perché la vita politica è ancora legata a governi nazionali. Come è evidente vita economica e vita politica sono profondamente avvinte fra loro, l'una non può prescindere dall'altra e viceversa. Accanto a questo patriottismo economico è necessario prendere coscienza della nuova realtà globale. Se prima il patriottismo economico era guidato dal desiderio di autosufficienza, adesso bisogna considerare la complessità delle interdipendenze mondiali. Nessuno, neanche il paese più forte, è autosufficiente, ma la sua prosperità è legata al benessere di una pluralità di altri soggetti economici. L'attuale economia delle interdipendenze modifica il senso e le modalità attraverso le quali perseguire il patriottismo economico. Il patriottismo economico deve essere esercitato con intelligenza. L'intervento dello Stato nell'economia non deve essere indiscriminato, ma deve mirare a tutelare i punti nevralgici dell'architettura

economica del paese. La tutela delle imprese strategiche nazionali che operano però su scala globale risponde anche a una strategia politica internazionale. I differenti governi nazionali per avere un maggior peso nelle sedi internazionali devono poter disporre di un sistema economico solido che dia maggior rilevanza alle questioni e alle tematiche avanzate dai propri rappresentanti. In tal senso disporre di grandi imprese che presidiano settori strategici (energia, finanza, assicurazione, infrastrutture, telecomunicazioni, industria, difesa) garantisce una maggiore rilevanza del proprio paese nel consesso internazionale grazie al fenomeno delle interdipendenze economiche globali. Questa attività però, come già sottolineato, non deve sfociare in un eccesso di intervento nell'economia generando interventi "a pioggia" e indiscriminati. Fatti salvi i punti nevralgici del sistema paese deve valere il cosiddetto "effetto Wimbledon"²⁰⁵. Fu l'insigne economista Tommaso Padoa Schioppa²⁰⁶ a spiegare in cosa consistesse questo effetto. Il torneo di tennis londinese di Wimbledon è considerato da tutti i partecipanti del circuito professionistico il torneo più importante, a cui non si può mancare. Questo perché gli organizzatori si adoperano curando ogni minimo dettaglio al fine di garantire che il torneo sia il più vicino possibile alla perfezione. Ai britannici non interessa che il vincitore sia un inglese, ma interessa ospitare il torneo più prestigioso. Similmente sarebbe consigliabile che si comportassero i governi nazionali. Fatte salve le imprese centrali e

²⁰⁵ T. Padoa Schioppa, L'effetto Wimbledon. Il patriottismo economico oggi, Il Corriere della Sera, Milano, 14 luglio 2005.

²⁰⁶ Tommaso Padoa Schioppa ha ricoperto numerosi incarichi nella sua vita. Ha lavorato presso la Banca d'Italia, la Banca Centrale Europea e la Commissione europea. È stato dirigente del FMI e ministro dell'economia e delle finanze nel governo Prodi II (2006-2008). http://it.wikipedia.org/wiki/Tommaso_Padoa-Schioppa

strategiche per il sistema paese, la prima preoccupazione del potere esecutivo dovrebbe essere quella di garantire che il proprio sistema economico-giuridico sia in possesso di tutte quelle caratteristiche che lo rendano attrattivo agli occhi degli investitori stranieri. Questo perché l'importante è che l'impresa con i suoi uffici e i suoi stabilimenti rimanga nel paese d'origine a prescindere da chi la guida al vertice. Se, infatti, vi fossero delle condizioni per svolgere l'attività d'impresa e conseguire dei profitti non vi sarebbe ragione alcuna di spostare tutta la filiera produttiva all'estero sostenendo elevati costi. Attualmente la vera politica estera è collegata alla conquista dei mercati. Nessuno Stato dispone di risorse sufficienti per proteggere e presidiare tutti i comparti della propria economia. Pertanto, le risorse vanno canalizzate nei settori che garantiscono un maggior "dividendo" politico internazionale accrescendo la rilevanza della propria nazione nei contesti sovranazionali. Tutti gli altri settori devono essere lasciati privi di vincoli e restrizioni. La più grande forma di tutela, per questi settori, sarà quella di garantire un sistema snello e moderno per attirare gli investitori e favorire la loro permanenza nei confini nazionali. Solo in questo modo è possibile giungere a un compromesso che garantisca il mantenimento della sovranità da parte degli Stati riceventi gli investimenti e, al tempo stesso, permetta agli Stati detentori dei fondi sovrani di finanziare dei progetti d'investimento validi. Operando in tale direzione si potrà, quindi, produrre una crescita generalizzata dell'economia globale.

Bibliografia

Agi, *Imprese italiane malate di «nanismo»*, Il Corriere della Sera, Milano, 1 giugno 2011.

Ancitel (a cura di Celeste Cecilia Lo Turco), *Fondi Sovrani. Potenzialità di investimento per lo sviluppo del territorio*, Roma, 2010

Arcucci F., *Alcune considerazioni sui fondi sovrani*, Banche e Banchieri, Milano, n. 6, 2010

Arnese M., *Niente fondo sovrano per l'Italia*, ItaliaOggi, Milano, 27 aprile 2011.

Aspen Institute Italia, *Aspen Seminars for Leaders. L'interesse nazionale: cos'è e come difenderlo*, Venezia, 13-15 ottobre 2006.

Aspen Institute Italia, *Noi italiani e l'interesse nazionale*, Roma, 31 maggio 2006.

Associazione Disiano Preite (a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti e F. Vella), *Il diritto delle società*, Il mulino, Bologna, 2009.

Bagnoli R., Sensini M., *Tensioni Italia-Francia sul caso Enel*, Corriere della Sera, Milano, 27 febbraio 2006.

Banca dei Regolamenti Internazionali, *79ª Relazione annuale*, Basilea, 29 giugno 2009.

Barbagallo C., *Storia Universale. Volume IV: Evo Moderno*, UTET, Torino, 1974.

Barbary V., Bortolotti B., Fotak V., Miracky W., *Sovereign Wealth Fund Investment Behaviour*, Fondazione ENI Enrico Mattei/Monitor Group, Milano, 2010.

Beck R., Fidora M. (ECB Occasional Paper series N° 91), *The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets*, Bruxelles, giugno 2008

Bernstein S., Lerner J., Schoar A., *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, Fondazione ENI Enrico Mattei, Milano, 2009 (nota di lavoro n. 25).

Blundell-Wignall A., Hu Y.W., Yermo J., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pension, Parigi, n.14 (gennaio 2008)

Bocconi S., *Saldi folli a «Pazza Affari»: chi non vale il proprio tesoro*, Corriere delle Sera, Milano, 19 agosto 2011.

Bortolotti B., Fotak V., Megginson W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, Fondazione ENI Enrico Mattei, Milano, 2009 (nota di lavoro n. 22).

Bortolotti B., Miracky W., *Back On Curse. Sovereign Wealth Funds Activity 2009*, Fondazione ENI Enrico Mattei/Monitor Group, Milano, 2010.

Bricco P., *In palio il tesoretto hi-tech*, Il Sole 24 Ore, Milano, 28 aprile 2011 (n. 114, pag. 6).

Bufacchi I., *Il fondo strategico muove i primi passi*, Il Sole 24 Ore, Milano, 8 aprile 2011 (N. 95, pag. 39).

Bufacchi I., *Ingresso difficile per Inps nel fondo «alla francese»*, Il Sole 24 Ore, Milano, 12 aprile 2011 (N. 99, pag. 2).

Bufacchi I., *La Cdp vara il Fondo Strategico*, Il Sole 24 Ore, Milano, 23 giugno 2011 (N. 169, pag. 45).

Bufacchi I., *Modello holding per la Cdp*, Il Sole 24 Ore, Milano, 12 aprile 2011 (N. 99, pag. 2).

Bufacchi I., *Nel portafoglio della Cassa 20 miliardi di nuove attività*, Il Sole 24 Ore, Milano, 12 aprile 2011 (N. 99, pag. 2).

Bufacchi I., *Partite distinte su Cdp e regole anti-Opa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 10 aprile 2011.

Caizzi I., «*Salva-imprese, sì a privati e stranieri*», Corriere della Sera, Milano, 10 aprile 2011 (pag. 26).

Campobasso G. F. (sesta edizione a cura di Mario Campobasso), *DIRITTO COMMERCIALE. 2. Diritto delle società*, UTET, Milanofiori Assago (MI), 2007.

Carlucci F., *I fondi sovrani*, Rivista di studi politici internazionali, Roma, 2009 (n. 3, vol. 76).

Caroli M., *Economia e Gestione delle Imprese Internazionali*, McGraw – Hill, Milano, 2008

Commissione Europea, *Un approccio comune europeo ai fondi sovrani*, Bruxelles, 27 febbraio 2008.

Corneli, A. *I Servizi d'Intelligence e l'Interesse Nazionale*, Per Aspera ad veritatem. Rivista di intelligence e cultura professionale, Roma, rivista n. 7 gennaio-aprile 1997.

Debenedetti F., *Il mercato è tutto*, Il Sole 24 Ore, Milano, 5 aprile 2011 (N.92, pag. 5).

Del Vecchio E., Del Vecchio M., *Atlante Storico delle Relazioni Internazionali. Dall'egemonia mondiale europea agli attuali equilibri internazionali*, CEDAM, Padova, 2004.

Della Posta P., Di Martino P., *Crisi valutarie degli anni novanta del XIX e XX secolo*, Studi e Note di Economia del Monte Dei Paschi Di Siena, Siena, 2001 (fascicolo 3).

Di Taranto G., *Dai sistemi economici alla globalizzazione sistemica*, LUISS University Press, Roma, 2007

Draetta U., *Principi di diritto delle organizzazioni internazionali*, Giuffrè, Milano, 1997.

Elli S., A. Mincuzzi, *Inchiesta Parmalat, quattro indagati sulla scalata Lactalis*, Il Sole 24 Ore, Milano, 12 maggio 2011 (N. 127, pag. 9).

Fanfani T., *Storia Economica*, McGraw Hill, Milano, 2010.

Filippetti S., «*L'aggregazione ha senso ma andava fatta prima*», *Il Sole 24 Ore*, Milano, 12 aprile 2011 (N. 99, pag. 3).

Filippetti S., *Bondi alza il prezzo dell'Opa*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 3 maggio 2011 (N. 118, pag. 10).

Filippetti S., *Bruxelles chiede a Roma di chiarire*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 6 aprile 2011 (N. 93, pag. 37).

Filippetti S., *Cdp tratta sul board Parmalat*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 28 aprile 2011 (n. 114, pag. 7).

Filippetti S., *Da Lactalis per ora nessun rilancio*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 18 maggio 2011 (n. 133, pag. 2).

Filippetti S., *È battaglia legale su Parmalat*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 8 aprile 2011 (N. 95, pag. 39).

Filippetti S., *Fondi all'attacco sull'Opa Parmalat*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 20 maggio 2011 (N. 135, pag. 40).

Filippetti S., *Intesa ritira la lista per Parmalat*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 1 giugno 2011 (N. 147, pag. 41).

Filippetti S., *Lactalis alle corde: al board l'Opa o l'addio a Parmalat*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 5 aprile 2011 (N. 92, pag. 5).

Filippetti S., *Lactalis avvia il dopo-Bondi*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 19 maggio 2011 (n. 134, pag. 7).

Filippetti S., *Lactalis in cerca di sponsor. Banche al lavoro per l'Opa*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 10 maggio 2011 (N. 125, pag. 43).

Filippetti S., *Opa Parmalat in mano a Goldman*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 4 maggio 2011 (N. 119, pag. 3).

Filippetti S., *Parmalat va ai francesi. Lactalis conquista l'83%*, Il Sole 24 Ore, Milano, 9 luglio 2011 (N. 185, pag. 31).

Filippetti S., *Parmalat, il Governo chiede garanzie a Lactalis*, Il Sole 24 Ore, Milano, 29 aprile 2011 (N. 115, pag. 38).

Filippetti S., *Parmalat, prospetto Opa depositato in Consob*, Il Sole 24 Ore, Milano, 30 aprile 2011 (N. 116, pag. 8).

Filippetti S., *Parmalat, tensione sull'Opa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 13 maggio 2011 (N. 128, pag. 8).

Filippetti S., *Sull'Opa dei francesi arriva il via libera Consob*, Il Sole 24 Ore, Milano, 12 maggio 2011 (N. 127, pag. 8).

FMI (approvato da M. Allen e J. Carauna), *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, Washington, febbraio 2008.

FMI, *Global Financial Stability Report 2011*, Washington, aprile 2011.

Forestieri G., *Corporate e Investment Banking*, EGEA, Milano, 2005

Forquet F., *Un fondo strategico per le imprese*, Il Sole 24 Ore, Milano, 31 marzo 2011.

Fraser T. G., *Il conflitto arabo – israeliano*, Il Mulino, Bologna, 2004.

FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Les orientation stratégiques du Fond Stratégique d'Investissement*, Parigi, 2011.

FSI Fond Stratégique d'Investissement, *Rapport d'Activité 2010*, Parigi, 2011.

Goldstein A., Subacchi P., *Rapporto ICE 2007-2008: I fondi sovrani e gli investitori internazionali – salvatori o sovvertitori?*, Roma, 2008.

Guarino G., *Eurosistema. Analisi e prospettive*, Giuffrè editore, Milano, 2006.

Guolo R., *La via dell'Imam. L'iran da Khomeini a Ahmadinejad*, Laterza, 2007

I. Pa., *La Cdp lancia il Fondo strategico contro le scalate dei gruppi stranieri*, La Repubblica, Roma, 23 giugno 2011 (pag. 27).

IFSL International Financial Services London, *IFSL Research: Sovereign Wealth Funds 2010*, Londra, marzo 2010.

IMF International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report 2007*, Washington, ottobre 2007.

International Working Group of Sovereign Wealth Funds–Iwg-Swf, *Sovereign Wealth Funds–Generally Accepted Principles and Practices–“Santiago Principles”*, Washington, ottobre 2008.

International Working Group of SWF, *Current Institutional and Operational Practices*, Settembre 2008.

ISAE Istituto di studio e analisi economica, *Ruolo e prospettive dei fondi sovrani*, Roma, nota mensile novembre-dicembre 2007.

Istituto Affari Internazionali (a cura di M. Nones e G. Gasparini), *Il controllo degli investimenti stranieri nel nascente mercato europeo della difesa e della sicurezza. Rapporto Finale*, Roma, 2008.

Jean C., NapolitanF. o, *Interessi Nazionali: metodologie di valutazione*, Franco Angeli, Milano, 2005.

Kalinova B., Palerm A., Thomsen S., *OECD'S FDI RESTRICTIVENESS INDEX: 2010 UPDATE*, Parigi, giugno 2010

Kern S., *Sovereign wealth funds – state investment on the rise*, Deutsche Bank Research, Francoforte, settembre 2007.

Kern S., *SWFs and foreign Investment policies – an update*, Deutsche Bank Research, Francoforte, ottobre 2008.

Krugman P. R., Obstfeld M., *Economia Internazionale 1. Teoria e politica del commercio internazionale*, Pearson Paravia Bruno Mondadori, Milano, 2007

Limes rivista italiana di geopolitica (a cura di L. Caracciolo e G. Orfei), *Alla ricerca dell'interesse nazionale. Incontro con Angelo Panebianco, Ernesto Galli Della Loggia e Gian Enrico Rusconi*, Gruppo Editoriale L'Espresso, Roma, n. 1-2 del 1993.

Locatelli F., *I paradigmi dell'interesse nazionale*, Il Sole 24 Ore, Milano, 9 dicembre 2006.

Lossani M., Bertoni F., Chiarlone S., *Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010

Masciandaro D., *Per i Fondi sovrani bastano le authority*, Il Sole 24 Ore, Milano, 6 agosto 2010.

Mazzantini G., Roselli A., *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, dicembre 2009.

Methorios Capital, *Private Equity e Sovereign Wealth Fund*, Roma, marzo 2009

Monti E., *Manuale di Finanza per l'impresa*, Isedi, Tipografia Gravinese, Torino, 2006.

Moussanet M., *E l'Eliseo «scarica» i Besnier*, Il Sole 24 Ore, Milano, 5 aprile 2011 (N. 92, pag. 5).

My. L., *I grandi fondi prendono tempo*, Il Sole 24 Ore, Milano, 4 maggio 2011 (N. 119, pag. 2).

My. L., *L'arma è spuntata: l'offerta va avanti*, Il Sole 24 Ore, Milano, 18 maggio 2011 (n. 133, pag. 2).

Oddo G., *Bondi lascia a Besnier il forziere di Collecchio*, Il Sole 24 Ore, Milano, 9 luglio 2011 (N. 185, pag. 31).

Oddo G., *Trading francese per esportare utili*, Il Sole 24 Ore, Milano, 29 aprile 2011 (N. 115, pag. 38).

OECD Organization of Economic Co-operation and Development, *Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security*, Parigi, maggio 2009.

OECD Organization of Economic Co-operation and Development, *Identification of foreign investors: a fact finding survey of investment review procedures*, Parigi, maggio 2010.

OECD Organization of Economic Co-operation and Development, *OECD Guidelines on Corporate Governance of State Owned Enterprises*, Parigi, 2005.

OECD Organization of Economic Co-operation and Development, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Parigi, aprile 2008

Olivieri A., *Al cda Parmalat il verdetto sull'Opa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 17 maggio 2011 (N. 132, pag. 40).

Olivieri A., *Al mercato non conviene giocare alla minoranza*, Il Sole 24 Ore, Milano, 18 maggio 2011 (N. 133, pag. 3).

Olivieri A., *La cordata stringe su Parmalat*, Il Sole 24 Ore, Milano, 12 aprile 2011 (N. 99, pag. 3).

Olivieri A., *Parmalat dice no a Lactalis*, Il Sole 24 Ore, Milano, 18 maggio 2011 (N. 133, pag. 3).

Olivieri A., *Parmalat, rispunta l'ipotesi di una «Telco» del latte*, Il Sole 24 Ore, Milano, 6 aprile 2011 (N. 93, pag. 37).

Onida F., *Perché serve l'avanzata francese*, Il Sole 24 Ore, Milano, 29 aprile 2011 (N. 115, pag. 32).

Opromolla G., *Il Fondo Strategico Italiano e lo sviluppo del sistema economico*, Il Sole 24 Ore, Milano, 22 luglio 2011.

Padoa Schioppa T., *L'effetto Wimbledon. Il patriottismo economico oggi*, Il Corriere della Sera, Milano, 14 luglio 2005.

Pagni L., *Come alla fine del Rinascimento la Francia si compra l'Italia a pezzi*, La Repubblica, Roma, 7 marzo 2011.

Palmerini L., *L'offerta francese non azzerà il fondo strategico di Tremonti*, Il Sole 24 Ore, Milano, 28 aprile 2011 (n. 114, pag. 6).

Parsi V. E., *I nuovi limiti dell'interesse nazionale*, La Stampa, Torino, 13 aprile 2011.

Pasca di Magliano R., *Fondi di Ricchezza Sovrana*, LED Edizioni Universitarie di Lettere Economia Diritto, Milano, 2009

Pasca di Magliano R., *I Fondi di Ricchezza Sovrana: assetti, obiettivi e impieghi (Quaderni CIDEM)*, CIDEM Centro di Ricerca sul Diritto e l'Economia dei Mercati, Roma, 2008.

Pavesi F., *Besnier e i 2,9 miliardi di riserve*, Il Sole 24 Ore, Milano, 17 maggio 2011 (N. 132, pag. 40).

Pavesi F., *Il successo dell'operazione dagli ex bondholder*, Il Sole 24 Ore, Milano, 4 maggio 2011 (N. 119, pag. 2).

Peruzzi C., *Delusione Coop: Granarolo non starà ferma*, Il Sole 24 Ore, Milano, 29 aprile 2011 (N. 115, pag. 38).

Picchio N., *«Nessuna nostalgia dell'Iri»*, Il Sole 24 Ore, Milano, 5 aprile 2011 (N. 92, pag. 19).

Prigioni G., Zanni L., *I fondi sovrani e il nuovo ordine economico finanziario*, Rubettino, Soveria Manelli, 2008.

Puato A., *Cdp, Fondo strategico al via Riunito il primo consiglio*, Il Corriere della Sera, Milano, 9 agosto 2011 (pag. 31).

Quadro Curzio A., Miceli V., *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, Il Mulino, Bologna, 2009.

R. R., *Il Dl anti-scalata adesso è legge*, Il Sole 24 Ore, Milano, 19 maggio 2011 (n. 134, pag. 7).

Roncaglia A., *La ricchezza delle idee. Storia del pensiero economico*, Edizioni Laterza, Bari, 2003.

Rozanov A., *Who holds the wealth of nations?*, Central Banking Journal, Londra, maggio 2005

Russell G., Torgerson T., *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?*, Departement of the Treasury, Office of International Affairs – Occasional Paper n.6, Washington, marzo 2007.

Sabattucci G., Vidotto V., *Storia Contemporanea. Il Novecento*, Laterza, Bari, 2008

Sabbatini R., *Ma Parigi non ha l'obbligo di rialzare la sua proposta*, Il Sole 24 Ore, Milano, 3 maggio 2011 (N. 118, pag. 10).

Sacrestano A., *Gli aiuti di stato con regole Ue per tutto il 2011*, Il Sole 24 Ore, Milano, 21 gennaio 2011.

Savona P., *Il governo dell'economia globale. Dalle politiche nazionali alla geopolitica: un manuale per il G8*, Marsilio, Venezia, 2009.

Savona P., Jean C., *Il dominio dello spazio economico*, Franco Angeli, Milano, 1995.

Savona P., Regola P., *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009

Stiglitz Joseph E., *La globalizzazione che funziona*, Einaudi, Torino, 2006

Truman E. (Peterson Institute for International Economics), *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices* (Policy Brief series N°PB08-3), Washigton DC, 2008.

Truman E. (Peterson Institute for International Economics), *Sovereign Wealth Fund: The Need for Greater Transparency and Accountability*, (Policy Brief series N°PB07-6), Washington DC, 2007.

Sitografia

www.aspeninstitute.it
www.bancaditalia.it
www.bis.org
www.cddpp.it
www.corriere.it
www.dbresearch.com
www.ecb.int
www.europa.eu
www.feem.it
www.fiscoggi.it
www.fondisovrani.ancitel.it
www.fonds-fsi.fr
www.gfmag.com
www.governo.it
www.ifswf.org
www.ilsole24ore.it
www.imf.org
www.isae.it
www.italiaoggi.it
www.iwg-swf.org
www.leggioggi.it
www.monitor.com
www.morganstanley.com
www.mps.it
www.oecd.org
www.opec.org
www.parlamento.it
www.pmi.it
www.psrgroup.com
www.repubblica.it
www.sisde.it
www.sistemapaesesteri.it
www.sovereignwealthfundsnews.com
www.swfinstitute.org
www.tesoro.it
www.treasury.gov
www.whitehouse.gov
www.wikipedia.it
www.worldbank.org