

Paolo Foglizzo S.I.
di «Aggiornamenti Sociali»

Fondi sovrani

Il processo di finanziarizzazione dell'economia mondiale lungo gli ultimi due decenni ha visto l'emergere di nuovi strumenti (cfr BASTONI R. – LANFRANCHI V., «Derivati», in *Aggiornamenti Sociali*, 3 [2009] 222-225) e di nuovi attori, tra cui i fondi sovrani (FOS). Anche se la loro storia è cominciata oltre 50 anni fa, l'espressione inglese che li designa (*sovereign wealth fund*, SWF) è stata coniata nel 2005 e solo nell'ultimo biennio sono stati oggetto di attenzione da parte delle autorità finanziarie, degli studiosi e dei media, in particolare quelli specializzati. Lo scoppio della crisi economica ha ulteriormente accresciuto l'interesse e i timori che i FOS suscitano sulla scena finanziaria internazionale.

Che cosa sono i fondi sovrani?

La più autorevole definizione di fondo sovrano è quella fornita dal Gruppo di lavoro internazionale sui FOS convocato nel 2008 dal Fondo monetario internazionale (FMI). Tale definizione ruota intorno a tre elementi chiave:

a) si tratta di fondi o strumenti di investimento di proprietà statale (del Governo centrale o di autorità subnazionali, com'è il caso di alcuni Stati degli USA e Province canadesi); sono quindi esclusi le riserve valutarie detenute dalle autorità monetarie,

gli investimenti realizzati da imprese di proprietà pubblica e i fondi pensione; pur presentando una certa variabilità dal punto di vista istituzionale, risulta comunque chiara la distinzione di questi patrimoni dal bilancio ordinario degli Stati a cui appartengono;

b) la loro strategia include gli investimenti in attività finanziarie estere, escludendosi dunque gli strumenti dedicati unicamente al mercato interno;

c) sono creati per scopi macroeconomici, ad esempio la stabilizzazione delle entrate pubbliche rispetto alle oscillazioni dei prezzi delle materie prime e al ciclo economico, o la conservazione e trasmissione alle generazioni future della ricchezza di cui un Paese gode per la disponibilità di risorse non rinnovabili (è il caso di molti Paesi produttori di petrolio). Nel loro operare perseguono obiettivi finanziari, quali la conservazione del capitale e la massimizzazione del suo rendimento dato un certo profilo di rischio, differenziandosi così da strumenti di politica industriale o di sostegno alle esportazioni.

Le risorse dei FOS hanno origini diverse: surplus della bilancia dei pagamenti, riserve valutarie in eccesso o altre operazioni in valuta, ricavi di privatizzazioni, avanzi di bilancio, ricavi generati dalle esportazioni di materie prime.

Una crescita inarrestabile

Nel 1953 viene fondata la prima entità che prefigura un FOS: il Kuwait Investment Board, con lo scopo di investire i profitti derivanti dalla rendita petrolifera. La crescita del prezzo del greggio lungo gli anni '70 comporta l'accumulo di capitali ingenti da parte dei principali esportatori, in particolare i Paesi del Golfo, con la conseguente necessità di investimenti esteri e la nascita di nuovi fondi. Lungo gli anni '80 e '90 la contrazione e le oscillazioni del prezzo del petrolio convincono numerosi produttori che non è prudente affidare il proprio benessere economico solo alla vendita delle materie prime, mentre la progressiva apertura dei mercati finanziari dei Paesi occidentali offre crescenti opportunità di investimento. Infine i marcati squilibri commerciali dell'epoca della globalizzazione consentono a numerosi Paesi emergenti, soprattutto dell'Asia orientale (in particolare la Cina), di disporre di ingenti somme derivanti dal *surplus* della bilancia commerciale.

Da una ventina nel 1995, con un patrimonio di circa 500 miliardi di dollari, i FOS diventano circa 40 nel 2005 (con un patrimonio di quasi 800 miliardi di dollari) e quasi 60 nel 2008, con un attivo investito totale stimato tra i 3mila e i 4mila miliardi di dollari, anche se queste cifre non incorporano gli effetti della crisi finanziaria, che potrebbe aver intaccato il patrimonio dei FOS del 25%. I dati sono approssimati a causa della poca trasparenza di molti FOS.

Il confronto tra il patrimonio dei FOS e altre grandezze significative permette di apprezzare l'importanza di questi attori. I 3-4mila miliardi di dollari gestiti dai FOS a fine 2008 equivalgono a oltre la metà delle riserve mondiali detenute dalle banche centrali (6.900 miliardi); al 20% del Prodotto interno lordo dei Paesi emergenti (17.200 miliardi) e al 5% di quello mondiale (62.100

miliardi); al 5% della capitalizzazione di tutte le borse del mondo (65mila miliardi), al 4% degli attivi bancari mondiali (85mila miliardi) e all'1,5% della ricchezza finanziaria globale complessiva (230mila miliardi).

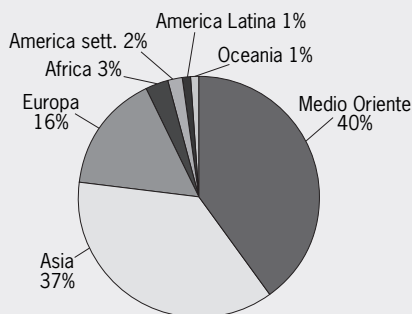
Aree e settori interessati

Il Graf. 1 riporta la distribuzione del patrimonio dei FOS per area di provenienza: il panorama è dominato dai Paesi mediorientali, i cui fondi derivano dall'*export* petrolifero, e da quelli asiatici, soprattutto Cina e Singapore, i cui capitali provengono invece dai *surplus* commerciali e fiscali. I FOS europei fanno riferimento a Norvegia e Russia, entrambi forti esportatori di idrocarburi. Dunque si tratta per la maggior parte di capitali di proprietà di Paesi emergenti.

Invece gli investimenti dei FOS si dirigono in maggioranza verso i Paesi industrializzati: Nord America (37%), UE (32%, con forte prevalenza del Regno Unito) e Asia (28%). Per quanto riguarda l'Italia, è da segnalare il duraturo quanto controverso interesse da parte libica. Azionista della FIAT dal 1977 al 1986 con una quota del 15%, il FOS libico nel 2000 ha acquistato nuovamente il 2% di FIAT e possiede oggi partecipazioni in varie imprese italiane, tra cui Unicredit (4,99%); recentemente ha concluso un

Grafico 1

Patrimonio dei FOS per area di provenienza



accordo per entrare nel capitale di ENI in una misura che potrebbe arrivare al 10%, che ne farebbe il secondo azionista dopo il Ministero dell'Economia.

Per quanto riguarda le strategie di portafoglio, sulla base delle informazioni disponibili, i FOS paiono agire come investitori razionali preoccupati della massimizzazione dei rendimenti, indirizzando i propri investimenti verso titoli a reddito fisso (35-40%) e azioni (50%), e solo in misura residuale verso forme alternative più rischiose, quali *hedge fund* o derivati. Nell'allocazione settoriale, i servizi finanziari e assicurativi fanno la parte del leone (circa il 60%), a causa dell'elevata redditività che storicamente hanno fatto registrare. Tale scelta ha probabilmente penalizzato la *performance* dei FOS nella recente crisi finanziaria. Seguono, a grande distanza, i settori immobiliare, dell'energia e materie prime, del commercio, della tecnologia, della logistica e trasporti e della manifattura.

Opportunità e rischi

Il crescente dinamismo dei FOS non ha mancato di attirare l'attenzione degli osservatori e delle autorità. Se negli ultimi mesi la loro disponibilità a investire nel settore finanziario dei Paesi occidentali ha rappresentato anche un'opportunità di consolidamento di fronte alla pesante crisi, non mancano elementi di preoccupazione, sia rispetto all'equilibrio dei mercati, sia in chiave geopolitica e di assetto del capitalismo globale.

I timori principali riguardano il possibile condizionamento politico dei Paesi investitori su quelli riceventi, aumentato dal fatto che la maggior parte dei FOS è di proprietà di Paesi non democratici, al contrario di quelli di destinazione degli investimenti. Timori ulteriori riguardano la possibilità di accedere, tramite i FOS, a settori, tecno-

logie o risorse di importanza strategica. Tali paure sono accresciute dalla cronica mancanza di trasparenza dei FOS, che contrasta in particolare quelli dei Paesi più autocratici. A livello geostrategico il problema riguarda soprattutto gli Stati Uniti, la cui posizione risulta indebolita quanto più essi, per finanziare il proprio *deficit*, fanno affidamento su capitali di Paesi che non sono né democratici né stretti alleati, come la Cina e gli Stati del Golfo.

Finora i fatti non paiono confermare le paure: i FOS privilegiano partecipazioni di minoranza e per lo più neppure esercitano i propri diritti in sede di assemblea degli azionisti; molto limitati sono gli investimenti nei settori tradizionalmente considerati strategici (difesa, energia, infrastrutture, telecomunicazioni, ecc.). Inoltre il rischio di un uso politico degli investimenti internazionali richiede una serie di condizioni, in particolare di rapporto fra le dimensioni delle economie in gioco, che non si verificano per i Paesi proprietari di FOS, ad eccezione probabilmente solo di Cina e Russia. La Cina in particolare ha già manifestato una propensione a legare finanza e politica, ad esempio condizionando l'acquisto di titoli di Stato del Costa Rica al fatto che quest'ultimo riconoscesse il Governo di Pechino al posto di quello di Taiwan, oppure concedendo un accesso privilegiato al mercato finanziario cinese — piuttosto impenetrabile agli operatori stranieri — a fondi di investimento partecipati dai propri FOS. Peraltro bisogna considerare che un massiccio uso politico della ricchezza sovrana probabilmente ne comprometterebbe il rendimento: se i Paesi sviluppati hanno bisogno dei capitali dei FOS, in particolare nell'attuale congiuntura, e sono quindi in posizione di debolezza, è altrettanto vero che i Paesi proprietari non troverebbero facilmente opportunità alternative.

In sintesi, si può forse affermare che la deriva politica dei FOS non costituisce un problema di particolare gravità fintanto che essi operano unicamente come attori del mercato finanziario, con obiettivi e strategie analoghi agli altri operatori e accettando così il contesto istituzionale dentro cui il mercato finanziario si colloca. A tale obiettivo mira una serie di strumenti di regolazione dei FOS che alcuni Paesi riceventi e istituzioni internazionali hanno adottato nell'ultimo biennio, a dimostrazione di quanto comunque il rischio sia percepito.

Tra il 2007 e il 2008 gli Stati Uniti hanno riformato la disciplina degli investimenti esteri, prevedendo una revisione governativa nel caso in cui un investitore straniero acquisti il controllo di un'impresa americana, con la possibilità di richiedere misure di correzione o, in casi estremi, di bloccare l'operazione. Normative analoghe sono in vigore in Francia e Germania, mentre più aperti paiono l'Italia e il Regno Unito, che anzi spera di attirare i capitali dei FOS verso il proprio settore finanziario pesantemente colpito dalla crisi. La Commissione europea, pur dovendo fare i conti con le differenze fra le legislazioni nazionali, il 27 febbraio 2008 ha emanato la comunicazione *Un approccio comune europeo ai fondi sovrani*, in cui invita i propri membri a mantenere l'apertura dei mercati e individua alcuni criteri di *governance* e trasparenza che i FOS dovrebbero impegnarsi a rispettare.

A livello internazionale sono da registrare le iniziative intraprese da FMI e OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico). Quest'ultima, che raggruppa i Paesi industrializzati, ha pubblicato nel 2008 un rapporto sui FOS rivolto ai Paesi destinatari dei loro investimenti, invitandoli a mantenere l'apertura dei mercati, mentre sono in fase di elaborazione linee guida

più precise e meccanismi di condivisione e verifica dei provvedimenti adottati. Assai più interessante la già ricordata iniziativa assunta nel 2008 dal FMI: un gruppo di lavoro composto da rappresentanti dei Paesi proprietari e dei Paesi destinatari ha elaborato un codice di condotta per i FOS, formato da 24 principi guida noti come *Principi di Santiago* perché approvati definitivamente nella capitale cilena. Tali indicazioni sono in linea con le pratiche di mercato adottate dalle principali istituzioni finanziarie internazionali e dai FOS più trasparenti. Al momento però non sono stati definiti strumenti di verifica della loro applicazione né incentivi per chi li rispetta (ad esempio in termini di possibilità di accesso ai mercati): l'adesione al codice è infatti volontaria. L'effettiva applicazione di principi come quelli di Santiago è la sfida per dissipare i timori che i FOS suscitano e integrarli appieno nel quadro della finanza internazionale, con un ruolo positivo per la sua stabilità.

Per saperne di più

QUADRIO CURZIO A. – MICELI V., *I fondi sovrani*, il Mulino, Bologna 2009.

Osservatorio monetario, 3 (2008), in <www.assbb.it>.

COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Un approccio comune europeo ai fondi sovrani* (COM/2008/0115 def.), in <www.europa.eu>.

OECD *Guidance on Sovereign Wealth Funds*, in <www.oecd.org> (in inglese).

Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices (Santiago Principles) [Principi di Santiago], 2008, <www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf> (in inglese).

The Sovereign Wealth Fund Institute: <www.swfinstitute.org> (in inglese).