

## ARRIVANO I FONDI SOVRANI\*

di Stefano Chiarlone  
19 agosto 2008

Un fondo sovrano (SWF) Ã un fondo di investimento creato per diversificare e accrescere il rendimento delle riserve estere o dei proventi della vendita delle materie prime di uno Stato per isolare il bilancio pubblico dalle fluttuazioni economiche e/o perseguire obiettivi di risparmio ed equitÃ intergenerazionale. L'esistenza di riserve in eccesso rispetto a quelle necessarie a fini prudenziali ha un costo opportunitÃ .

Le riserve sono detenute come liquiditÃ o investite in strumenti a basso rendimento. Per sterilizzare l'impatto della loro acquisizione sulla massa monetaria domestica vengono emessi titoli pubblici. Il rendimento del loro investimento puÃ essere inferiore agli interessi passivi sui titoli emessi. Per ridurre il costo opportunitÃ , un paese puÃ investire le riserve in portafogli diversificati e con strategie di lungo periodo.

I SWF sono una risposta a questa necessitÃ e sono di diverso tipo. I fondi commodity sono costituiti a partire dai proventi delle esportazioni di materie prime, incluse eventuali tasse o royalties. I fondi non commodity derivano da avanzi di partite correnti non direttamente collegati a materie prime (come nel caso di quello cinese).

Possiamo classificare i SWF anche in base al loro obiettivo. I SWF di stabilizzazione sono nati per ridurre la sensibilitÃ dei bilanci pubblici alla volatilitÃ economica, per esempio quella dei prezzi delle materie prime. I SWF di risparmio o intergenerazionali tendono a garantire una distribuzione equa dei benefici delle risorse nazionali fra le diverse generazioni.

In entrambi i casi, i proventi delle esportazioni (o di particolari progetti di privatizzazione, come Ã parzialmente il caso dell'Australian Government Future Fund), sono destinati ai SWF con il mandato di investirli con obiettivi di rendimenti di lungo periodo.

Simili ai SWF di risparmio sono i Public Pension Reserve Funds (PPRFs). Qualora siano alle dirette dipendenze del governo, essi hanno caratteristiche sovrane (Sovereign Pension Reserve Funds, SPRFs) e sono SWF; mentre i Social Security Reserve Funds (SSRFs), non sono SWF, pur perseguendo finalitÃ simili.

Sebbene i SWF non siano un fenomeno nuovo, la dimensione dei loro portafogli Ã cresciuta soprattutto nell'ultimo ventennio. Nel 1990 i SWF detenevano circa 500 miliardi di dollari di portafoglio. Oggi, vi sono oltre 40 fondi con portafogli stimati verso i 3.000 miliardi. Stime recenti suggeriscono esso possa crescere sino a 15.000 miliardi nel prossimo decennio (Jen, 2007).

Il recente aumento del numero e della dimensione dei portafogli dei SWF Ã, in parte, una conseguenza dell'espansione degli avanzi di parte corrente registrata da molti paesi emergenti in seguito a una politica economica generalmente piÃ prudentiale dopo le crisi degli anni novanta, alla crescita del prezzo delle

materie prime e a un significativo incremento della competitivitÃ di alcune economie (per esempio, la Cina). La maggiore ricchezza nazionale percepita, infatti, ha spinto molti paesi a valutare investimenti finanziari piÃ articolati con un trade-off fra rischio e rendimento piÃ estremo.

Secondo la teoria, per raggiungere i loro obiettivi di massimizzazione della performance, i SWFs dovrebbero diversificare il loro portafoglio a livello geografico e settoriale. Pertanto, non stupisce il loro interesse verso titoli denominati in valuta di paesi avanzati e/o emessi da emittenti ivi residenti. CiÃ comporta un crescente flusso di capitali dai paesi emergenti a quelli avanzati, contraddicendo le piÃ tradizionali aspettative sul fatto che i capitali dovrebbero muoversi in direzione opposta, alla ricerca di rendimenti piÃ elevati.

I SWF, alla luce del loro mandato, dovrebbero operare con orizzonte di lungo, come altri grandi operatori istituzionali (per esempio, i fondi pensione). Il fatto di essere scarsamente indebitati e senza alcuna pressione

da parte di investitori con orizzonti di investimento di breve (come molti fondi di investimento), riduce il rischio che essi siano forzati a liquidare i loro portafogli in periodi di mercato debole e li trasforma in un attore di stabilizzazione e in potenziali fornitori di liquidità in fasi di crisi finanziaria.

Questo potenziale orientamento anti-ciclico è stato particolarmente evidente nel corso della crisi iniziata lo scorso luglio. I SWF sono stati molto attivi nell'investire in titoli bancari, approfittando sia della fame di capitale di molte istituzioni, sia del basso prezzo a cui sono stati offerti i titoli.

Per esempio, nel 2007, Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) ha investito 7,5 miliardi di dollari in Citigroup; Temasek ha investito 1,4 miliardi di dollari in Standard Chartered (marzo) e 2 miliardi in Barclays (luglio); la Government of Singapore Investment Corporation (GIC) ha investito 14 miliardi di dollari in

UBS (dicembre) e la China Investment Corporation (CIC) 5 miliardi in Morgan Stanley (dicembre). Nel 2008, in seguito a un aumento di capitale disertato da molti azionisti di minoranza, il principale azionista di Barclays è divenuto la Qatar Investment Authority (QIA).

Rimanendo alla Cina, la CIC è, anche, azionista di rilievo di due principali banche (China Construction Bank e Industrial and Commercial Bank of China) e - su pressioni statunitensi collegate alla loro richiesta di aprire filiali negli USA - ha dichiarato che non interverrà nelle operazioni delle banche e agirà come investitore istituzionale.

È evidente che in una fase di particolare debolezza di molte principali istituzioni finanziarie mondiali la presenza di operatori dotati di liquidità è stata importante per arginare la loro carenza di capitale. Tuttavia, uno dei prezzi pagati è stata la parziale cessione del controllo ad azionisti caratterizzati da scarsa trasparenza e di natura pubblica.

Prima di discutere in qualche dettaglio il tema della natura pubblica dei SWF, occorre segnalare le preoccupazioni collegate a un eccessivo peso dei SWF sui mercati finanziari.

Le preoccupazioni legate al rischio che cambi repentini delle strategie di investimento possano generare volatilità sembrano improbabili dato l'obiettivo di investimento di lungo periodo di molti SWF. Tuttavia, alcuni SWF sono grandi a sufficienza da assumere caratteristiche di rilievo sistemico e una loro decisione di investimento potrebbe indurre imitazione, con conseguente ampliamento delle oscillazioni (ISAE, 2007). Inoltre, il fallimento o perdite significative di un SWF potrebbe generare effetti di contagio.

In tutti questi casi, una maggiore trasparenza aiuterebbe le istituzioni di sorveglianza a vigilare con maggiore incisività sulla stabilità dei mercati finanziari internazionali. La scarsa trasparenza è ancora più preoccupante poiché i SWF rispondono a governi. Vi è il rischio che un governo possa essere tentato di utilizzare il suo SWF per raggiungere particolari obiettivi politici.

Il fondamento dell'efficienza dei mercati è la libertà di circolazione dei capitali e la ricerca di opportunità di rendimento adeguate al proprio profilo di rischio-rendimento. La logica del capitalismo moderno, inoltre, presuppone che le imprese massimizzino la loro generazione di profitti anche per la pressione degli azionisti. Non è ovvio che queste motivazioni siano valide anche per investitori pubblici.

Inoltre, l'acquisizione di partecipazioni rilevanti in settori strategici (per esempio, difesa, infrastrutture e tecnologia) genera timori di minacce alla sicurezza nazionale dello Stato ospitante (ISAE, 2007). Le preoccupazioni nascono sia quando i SWF hanno il controllo formale di una società, sia quando ottengono posti nel Consiglio di Amministrazione o diritti di voto significativi, ovvero in tutti quei casi in cui il loro investimento non è puramente passivo.

Tutte queste preoccupazioni vengono acuite dal fatto che i principali SWF sono residenti in paesi con sistemi politici generalmente ritenuti non pienamente democratici, secondo l'accezione occidentale del termine.

I principali SWF del Golfo Persico (ADIA, Kuwait Investment Authority, QIA, and Dubai International Capital), hanno portafogli superiori ai 1.000 miliardi di dollari. Secondo Setter e Ziemba (2007), se aggiungiamo i SWF di altri paesi del Golfo, la Saudi Arabia Monetary Authority e le banche centrali dell'area si superano i 1.500 miliardi di dollari.

In Asia, il portafoglio dei SWF di Singapore (GIC e Temasek), di quello coreano e della CIC cinese supera i 450 miliardi di dollari, che arrivano a 650 se aggiungiamo la Hong Kong Monetary Authority e altri piccoli paesi. Infine, l'Asia Centrale grazie a Russia e Kazakistan si avvicina ai 200 miliardi. In particolare, Cina e Russia, da sole, hanno SWF che gestiscono 360 miliardi di dollari (rispettivamente 200 la CIC e 160 i due fondi russi) che, molti temono, potrebbero divenire strumento di politica estera.

È evidente che i paesi che ricevono investimenti di SWF hanno l'interesse legittimo di tutelare la loro sicurezza nazionale e che il funzionamento dei mercati è un bene pubblico da preservare. Occorre, tuttavia, che il perseguimento di questi obiettivi non porti a una eccessiva restrizione della libertà di investimento, né sia l'anticamera per forme di protezionismo.

Alcuni osservatori hanno suggerito di risolvere questi problemi con stringenti requisiti di trasparenza per i SWF, anche superiori a quelli richiesti per altri investitori privati (Truman, 2007).

Tuttavia, la trasparenza non è necessariamente sufficiente. In che maniera la trasparenza potrebbe essere utile laddove, per esempio, un paese che ha partecipato a una qualche "coalition of the willing" dovesse chiedere trattamenti fiscali preferenziali per imprese investite dal suo SWF negli USA, o laddove vi fosse il rischio di fallimento di un'impresa di rilievo sistemico il cui debito è prevalentemente detenuto da un SWF di un paese alleato (Summers, 2007)?

Summers (2007) suggerisce che questi rischi verrebbero mitigati imponendo ai SWF di investire solo tramite intermediari e/o asset managers, come fanno molti investitori istituzionali, ponendo limiti massimi per gli investimenti dei SWF nelle società private, ed eventualmente vincolandoli ad azioni prive di diritto di voto in assenza di adeguati requisiti di trasparenza (Buiter, 2007). Non è chiara, tuttavia, la percorribilità di queste proposte, soprattutto su base unilaterale.

La difficile praticabilità di soluzioni unilaterali, riporta alla dimensione multilaterale. L'unica strada per affrontare in maniera percorribile il tema di una maggiore regolamentazione e trasparenza dei SWF conduce, infatti, alla ricerca di codici di condotta condivisi dai governi e garantiti da istituzioni internazionali capaci di assicurarne una applicazione uniforme e oggettiva.

Le regolamentazioni dell'OCSE, per esempio, contengono principi e riferimenti utili a governare gli investimenti internazionali anche dei SWF. Esse sono basate su trasparenza non discriminazione e liberalizzazione. Peraltro, i medesimi strumenti riconoscono il diritto dei paesi destinatari di investimento a tutelare la loro sicurezza nazionale (OECD, 2008).

Un codice di condotta internazionale, condiviso dai governi sotto l'egida del Fondo Monetario Internazionale, potrebbe determinare metodi di governance finalizzati ad assicurare che gli investimenti dei SWF non siano guidati da obiettivi politici. Pur con le ovvie differenze, un esempio da seguire potrebbe essere quello delle regolamentazioni delle banche centrali, i cui statuti sono finalizzati a garantire loro indipendenza dai governi.

In conclusione, il crescente ruolo dei SWF può assicurare una maggiore profondità dei mercati finanziari. Le preoccupazioni sul rischio di interessi politici da parte di alcuni SWF sono, probabilmente, reali. Esse vanno affrontate senza mettere a rischio la libertà di circolazione dei capitali. Codici di condotta internazionali condivisi con i paesi di origine dei SWF e sviluppati sotto l'egida delle istituzioni internazionali possono rappresentare una giusta mediazione fra questi due interessi.

\* Le opinioni espresse in quest'articolo sono puramente personali e non riflettono in alcun modo i punti di vista di UniCredit Group.

## Riferimenti Bibliografici

Buiter, W. (2007), Taming Sovereign Wealth Funds in Two Easy Steps,

<http://maverecon.blogspot.com/2007/07/taming-sovereign-wealth-funds-intwo.html>

Isae (2007), Ruolo e Prospettive dei Fondi Sovrani, in Nota Mensile, Novembre - Dicembre 2007

Jen, S. (2007), How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?, Morgan Stanley Research Global

Johnson, S. (2007), The Rise of Sovereign Wealth Funds, in Finance and Development, September 2007, Volume 44, Number 3

Kimmit, R. M. (2008), Public Footprints in Private Markets in Foreign Affairs, January/February 2008

OECD (2008a), Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies

OECD (2008b), Sovereign Wealth and Pension Fund Issues Financial Market Trends No.94, Volume 2008/1 - June 2008

Setter, B. e R. Zimba (2007), Understanding the New Financial Superpower - The Management of GCC Official Foreign Assets, RGE Monitor

Summers, L. (2007), Sovereign funds shake the logic of capitalism, in Financial Times 30/07/2007

Truman, E. M. (2007), The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard, Paper Prepared for Conference on China's Exchange Rate Policy, Peterson Institute for International Economics, October 19, 2007