

## I fondi sovrani – Sovereign Wealth Funds (SWF)

La crescente importanza degli investimenti operati dai fondi sovrani ha posto questi ultimi al centro dei riflettori. In alcuni ambienti si teme che le decisioni d'investimento siano basate su considerazioni di politica industriale. Alcune manovre tendenti a ridurre la libertà d'investimento dei fondi sovrani sono d'altronde state osservate recentemente.

La posizione di economieuisse

L'apertura dei mercati dei capitali e la libertà d'investimento sono due fattori essenziali per la crescita economica e la prosperità. Le imprese svizzere sono tributarie dei capitali degli investitori esteri. Per quanto concerne gli investimenti svizzeri all'estero, essi sono una delle chiavi che spiegano il successo del nostro paese nell'economia globalizzata. Ridurre in maniera autonoma la libertà d'investimento dei fondi sovrani non costituisce una soluzione, poiché ciò può provocare una corsa al protezionismo. Sarebbe saggio astenersi da ogni attivismo politico, come quello che si può osservare all'estero. In Svizzera non sembra necessario legiferare.

7 maggio 2008

Numero 8

# dossier politica



## I fondi sovrani

### 1 Introduzione

I fondi sovrani (Sovereign wealth funds, SWF) fanno discutere a causa della crescente importanza dei loro investimenti, in particolare in relazione con la crisi dei crediti ipotecari negli Stati Uniti e i bisogni in capitali che ne derivano per diverse banche. Alcuni osservatori temono che l'impegno dei fondi sovrani si basi su motivazioni di politica industriale. Alcune manovre tendenti a restringere la loro libertà d'investimento sono infatti state osservate di recente.

La posizione di economie svizzere

L'apertura dei mercati dei capitali e la libertà d'investimento sono due fattori essenziali per la crescita economica e la prosperità. Le imprese svizzere sono tributarie dei capitali degli investitori esteri. Per quanto concerne gli investimenti svizzeri all'estero, essi sono una delle chiavi che spiegano il successo del nostro paese nell'economia globalizzata. Ridurre in maniera autonoma la libertà d'investimento dei fondi sovrani non costituisce una soluzione, poiché questa misura può provocare una corsa al protezionismo. Sarebbe saggio astenersi da qualsiasi attivismo politico, come si può vedere all'estero. In Svizzera non è necessario legiferare.

La posizione del Consiglio federale

Il 30 gennaio 2008 il Consiglio federale ha deciso di osservare attentamente l'evoluzione dei fondi statali e degli investitori comparabili. Egli ritiene che per il momento non sia necessario mettere in vigore un processo legislativo a tale proposito. A livello internazionale i servizi federali competenti sono chiamati a partecipare alle discussioni relative alle norme in materia di trasparenza e alle pratiche commerciali dei fondi sovrani. Dal punto di vista di economie svizzere, la posizione del Consiglio federale merita sostegno. L'oggetto del presente documento, che è stato adottato dalla Commissione di politica economica estera e dal Comitato di economie svizzere, è quello di presentare le riflessioni e la posizione dell'economia svizzera in materia di fondi sovrani.

### 2 Definizione e importanza dei fondi sovrani

Veicolo d'investimento pubblico

I fondi sovrani sono dei veicoli d'investimento pubblici alimentati dai capitali di fonti diverse e gestiti separatamente dalle riserve della politica monetaria. Essi costituiscono una delle varie possibilità d'investimento per gli Stati. Questi ultimi possono così investire direttamente o detenere indirettamente degli attivi attraverso le imprese pubbliche. Sia dal punto di vista della trasparenza, degli obiettivi d'investimento o della propensione al rischio, sussistono differenze notevoli nel settore dei fondi sovrani.

Rapida crescita dei fondi sovrani

I fondi sovrani non sono un fenomeno nuovo, essi esistono da diversi decenni. La loro rapida crescita, negli scorsi anni, si spiega con gli squilibri economici a livello mondiale (forte rialzo del deficit della bilancia dei pagamenti correnti americana dopo gli anni novanta, eccedenze nei paesi dell'Asia del sud-est e i paesi esportatori di petrolio). In queste due ultime regioni, le strutture politico-economiche fanno in modo che una gran parte delle divise derivanti dall'esportazione di materie prime e di altri prodotti sia versata nei fondi pubblici.

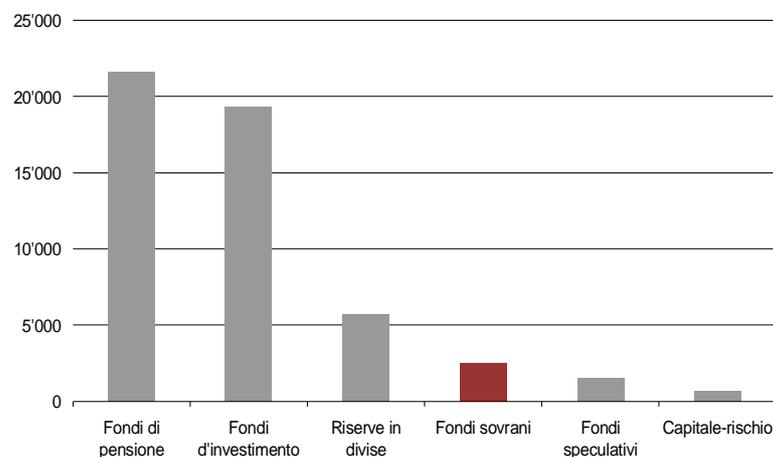
I tre quarti dei fondi sovrani sono domiciliati in Medio Oriente e in Asia

Secondo le stime, i quindici principali fondi sovrani del mondo – quasi la metà di essi si trovano in Medio Oriente e un quarto in Asia – gestiscono tra 2'000 e 3'000 miliardi di dollari di attivi (vedere tabella). S'impone un confronto con l'ammontare degli attivi sotto gestione nei fondi d'investimento (19'300 miliardi USD) e i fondi di pensione (21'600 miliardi USD). Ne risulta che i fondi sovrani pesano nettamente di meno di quelli delle altre due categorie di fondi, i cui capitali sono in gran parte investiti a livello internazionale. Secondo le stime del settore della finanza, gli importi gestiti dai fondi sovrani rappresentano il doppio di quelli gestiti dai fondi "hedge", ma soltanto un settimo degli importi gestiti dai fondi d'investimento (vedere grafico alla pagina seguente).

I fondi pubblici continueranno a svolgere un ruolo importante anche in futuro. Gli attivi in gestione dovrebbero raggiungere i 5'000 miliardi di dollari USA fra cinque anni e i 10'000 miliardi di dollari USA fra dieci anni. Tuttavia, questi capitali saranno maggiormente investiti sotto la forma di partecipazioni in capitale e meno in altri titoli a tasso d'interesse fisso.

Secondo le stime del settore della finanza, gli importi gestiti dai fondi sovrani rappresentano il doppio di quelli gestiti dai fondi speculativi, ma un settimo soltanto degli importi gestiti dai fondi d'investimento.

Attivi in gestione a livello mondiale (in mia USD)



Fonte: Hildebrand Philipp M. (2007): *The Challenge of Sovereign Wealth Funds*

La maggioranza dei fondi sovrani si trovano in Medio Oriente e in Asia. Essi riflettono gli squilibri economici mondiali.

I principali fondi sovrani  
Stime: fine 2007<sup>1</sup>

Regione	Paese	Nome	Anno di creazione	Attivi in gestione in mia USD
Asia	Singapore	Temasek	1974	100
	Singapore	Government of Singapore Investment Co. GIC	1981	100-330
	Cina	China Investment Co.	2007	200
	Brunei	Brunei Investment Authority	1983	30
	Giappone	Il Giappone ha annunciato la propria intenzione di creare un fondo.	n.d.	n.d.
	Corea del Sud	Korea Investment Corporation	2006	20
Medio Oriente e Africa	Emirati arabi uniti	ADIA (Abu Dhabi)	1976	250-875
	Arabia saudita	Diversi fondi	n.d.	250+
	Kuweit	Kuwait Investment Authority (KIA) et Futures Generation Fund	1953	160-250
	Algeria	Revenue Regulation Fund	2000	43
	Libia	Libya Investment Authority	2007	40
	Qatar	Qatar Investment Authority	2005	50
Altri mercati emergenti	Russia	Stabilization Fund	2003	127
Paesi industrializzati	Norvegia	Government Pension Fund – Global	1996	308
	Stati Uniti (Alaska)	Alaska Permanent Reserve Fund	1976	35
	Australia	Australian Future Fund	2004	42
<b>Totale</b>				<b>1755-2700</b>

<sup>1</sup> Hildebrand, Philipp M. (2007) : *The Challenge of Sovereign Wealth Funds*

	3	I rischi
Rovesciamento dei flussi di capitali		Finora i capitali affluivano dai centri economici mondiali verso la « periferia ». Oggi, la tendenza sembra rovesciarsi, ciò che rappresenta un cambiamento inatteso per numerosi attori economici e il grande pubblico. Nei paesi industrializzati le attività dei fondi sovrani suscitano preoccupazione per varie ragioni:
	Opacità	– Alcuni fondi sovrani sono poco trasparenti per quanto concerne i loro obiettivi, la struttura del capitale, la sorveglianza, il portafoglio e le strategie d'investimento.
	Obiettivi politici	– Rimane aperta la questione a sapere se i fondi siano utilizzati innanzitutto per massimizzare gli utili o raggiungere gli obiettivi di politica monetaria industriale. I settori economici o le imprese, in particolare nel settore delle infrastrutture, che hanno sviluppato tecnologie chiave o che dispongono di diritti di proprietà intellettuale, possono suscitare l'interesse dei fondi sovrani nell'ottica di una presa di controllo. Ma questo ragionamento vale pure per gli investitori privati. Alcuni temono pure che dei fondi sovrani esteri riscattino delle imprese svizzere, per poi trasferire gli impieghi nel loro paese. Anche qui bisogna essere coscienti che non è possibile semplicemente trasferire delle tecnologie, delle piazze di produzione e degli impieghi senza tener conto dei vantaggi comparabili di una piazza economica.
		Motivazioni di politica industriale dei fondi sovrani non sono finora conosciute. Essi detengono un ruolo stabilizzatore o sono utilizzati per costituire un risparmio, in particolare a vantaggio delle future generazioni. E' nel loro interesse investire gli attivi dello Stato in maniera redditizia. Di conseguenza, i fondi sovrani sono favorevoli ai mercati d'investimento aperti. Rientra pure nel loro interesse evitare di provocare delle spirali protezionistiche nei paesi interessati. Le osservazioni empiriche parlano da sole: non si conosce nessun caso dove un fondo sovrano avrebbe agito per motivi puramente politici.
Stabilità dei mercati finanziari		– Il comportamento gregario e i rischi di contagio, due rischi che possono minacciare la stabilità dei mercati finanziari, non sono fenomeni specifici dei fondi sovrani. Essi possono essere attribuiti ad altri attori del mercato. Non esiste una prova empirica che i rischi sistemici siano più elevati nel caso dei fondi sovrani, al contrario. Questi fondi, che sono piuttosto orientati sul lungo termine, possono avere un effetto stabilizzatore.
	Statalizzazione	– I fondi sovrani non sono sottoposti alle disposizioni legali convenzionali in materia di sorveglianza. Alcuni ritengono che essi possono provocare una statalizzazione dei settori che sono stati privatizzati. Questo argomento non tiene, poiché gli investimenti di fondi sovrani stranieri non costituiscono una statalizzazione, come si intendeva finora. Le decisioni delle imprese non sono influenzate dalla politica locale.
	4	Reazioni diverse dei paesi
Misure di protezione per settori importanti sul piano strategico		Dopo decenni di crescente liberalizzazione, alcuni Stati adottano un comportamento più difensivo. La necessità di proteggere dei settori strategici è invocata nella maggior parte dei casi. Questi settori non si limitano all'industria dell'armamento; essi comprendono pure altri settori come l'energia, le risorse naturali, le infrastrutture o la finanza. Dal punto di vista dell'economia questa evoluzione è pericolosa. Esistono diverse "misure di protezione" che sono oggetto di dibattito:
Limiti stabiliti per le partecipazioni straniere		– Divieto delle partecipazioni superiori ad una determinata soglia nelle imprese straniere di settori economici d'importanza strategica : in Russia, ad esempio, 39 settori sono ritenuti « strategici ». In Germania circola l'idea di una regolamentazione che permetta di ostacolare gli investimenti del 25% e oltre se questi minacciano la sicurezza nazionale.
	Esame degli investitori	– Altrove, i progetti d'investimento stranieri, in alcuni casi, devono essere sottoposti ad una valutazione generale. In Francia, ad esempio, tutti i progetti d'investimento stranieri sono oggetto di un esame. Alcuni sono respinti, in particolare quando la presa di partecipazione minaccia l'ordine pubblico o la sicurezza nazionale. Gli Stati Uniti hanno intro-

- dotto degli ostacoli supplementari per completare il processo del CFIUS<sup>2</sup>. Ormai, tutti i progetti d'investimento ai quali gli Stati stranieri partecipano sono esaminati alla lente.
- Esigenza di reciprocità – Sempre più spesso viene richiesta la reciprocità. Ciò significa che soltanto i fondi sovrani del paese che non limita gli investimenti possono investire. La reciprocità potrebbe essere utilizzata come uno strumento offensivo per ottenere l'apertura dei mercati esteri. Sapendo che la maggioranza dei fondi sovrani sono domiciliati nei paesi la cui apertura ai movimenti di capitali è inferiore a quella dei paesi dell'OCSE, l'esigenza della reciprocità sarebbe penosamente limitativa. In queste condizioni una parte dei mezzi investiti dai fondi sovrani non sarebbero più disponibili.
- 5 La situazione giuridica in Svizzera
- Numerosi strumenti giuridici – Nell'ambito della revisione del diritto della società anonima del 1991, il Parlamento ha giustamente respinto l'idea di sottoporre le fusioni di imprese ad un esame statale, tendente a proteggere i principali interessi pubblici. Una delle ragioni evocate è che la Svizzera dispone di numerosi strumenti giuridici. S'impongono due annotazioni: in primo luogo, le disposizioni giuridiche menzionate di seguito sono state adottate indipendentemente dalla discussione sui fondi sovrani. In secondo luogo, le transazioni che comportano dei capitali esteri sono sottoposte alle stesse prescrizioni di quelle applicate alle imprese attive nello spazio giudiziario svizzero.
- Settori pubblici – In Svizzera diversi settori sono nelle mani dello Stato. Si tratta principalmente della Banca nazionale, di tutte le imprese con uno statuto d'istituzione (Scuole politecniche federali, Posta, SUVA), nonché delle società anonime di diritto speciale (FFS, Swisscom) e di diritto privato (RUAG, Skyguide) appartenenti alla Confederazione.
- Infrastrutture : sicurezza dell'approvvigionamento – Nel settore delle infrastrutture, gli obblighi in materia di sicurezza dell'approvvigionamento risultano dalle disposizioni legali in vigore e dalle esigenze delle autorità di regolazione (concessioni). Esse sono identiche per tutti i concessionari.
- Diritto delle società – Il diritto delle società conferisce alle imprese la possibilità di iscrivere negli statuti alcune restrizioni per i diritti di voto e la trasmissibilità delle azioni nominative o al diritto di voto privilegiato. In questo modo un'impresa può limitare la partecipazione di azionisti individuali. Nel caso delle imprese che hanno emesso un gran numero di azioni al portatore o di azioni nominative, i cui detentori non sono iscritti nel registro delle azioni (azioni di-  
spo), si ignora chi detenga la partecipazione economica. S'impongono alcune misure nel diritto delle società indipendentemente dal dibattito attorno ai fondi sovrani. Conformemente alla revisione del diritto della società anonima in particolare, le imprese svizzere devono poter adottare delle misure per preservarsi dall'influenza di azionisti minoritari importanti.
- Diritto delle offerte pubbliche d'acquisto – L'obbligo di dichiarare derivante dalla legge sulle borse crea la trasparenza dal lato del controllo delle imprese quotate in Borsa. Esso non permette di limitare e nemmeno di impedire la presa di partecipazione di investitori individuali.
- Settore finanziario – Un fondo sovrano deve ottenere un'autorizzazione da parte dell'autorità di sorveglianza per assumere una partecipazione in una banca, nella misura in cui quest'ultima cadrebbe in mani straniere. L'autorità di sorveglianza deve esaminare la presa di partecipazione di fondi sovrani nelle banche, nelle assicurazioni, nei negoziati in valori svizzeri caso per caso. Se essa giunge alla conclusione che la partecipazione minaccia un'attività commerciale irreprensibile, essa dispone di diversi mezzi d'azione.
- Diritto della concorrenza – Il controllo delle fusioni permette di rifiutare la fusione di alcune imprese o di porre delle condizioni al fine di evitare le distorsioni della concorrenza. Quando la fusione di due imprese fa sorgere una nuova entità che gode di una posizione dominante o se essa la rafforza, le imprese interessate possono vedersi infliggere delle sanzioni considerevoli.
- Competenza del Consiglio federale – Competenza di stabilire delle ordinanze affidata al Consiglio federale da parte della Costituzione (art. 184, 185) : In caso di minaccia imminente seria della sicurezza interna ed esterna, nonché dell'ordine pubblico, il Consiglio federale può fissare delle ordinanze

<sup>2</sup> Committee on Foreign Investment in the US

e assumere delle decisioni che lo autorizzino ad agire rapidamente e in maniera mirata per proteggere degli interessi preponderanti. L'utilizzo di questa competenza presuppone una minaccia imminente. Esso può essere utilizzato solo di tanto in tanto e in caso di necessità assoluta.

## 6 Tesi

### 6.1 *Indispensabili mercati aperti dei capitali sul piano economico*

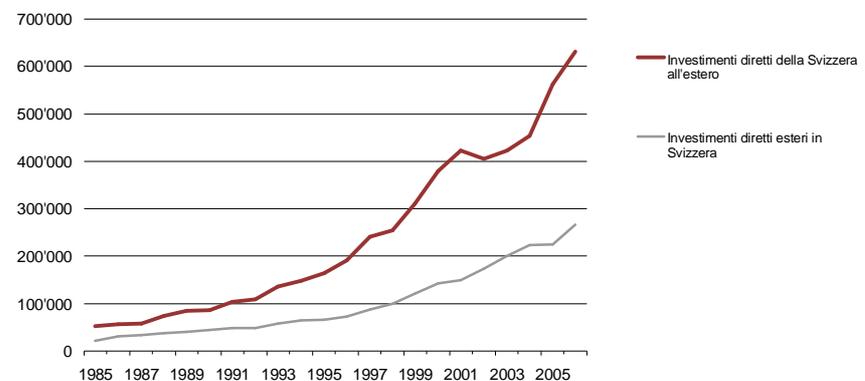
Gli investimenti diretti contribuiscono ad aumentare la prosperità

La Svizzera, piccola economia aperta che si appoggia su una piazza finanziaria forte, ha un interesse particolare a mantenere un mercato libero dei capitali, non discriminatorio e trasparente. Le nostre imprese hanno bisogno di un apporto di capitale e di tecnologia. Seguendo altri paesi, la Svizzera si sforza di attirare degli investimenti stranieri (vedere grafico seguente). Per quanto concerne gli investimenti svizzeri all'estero, essi sono una delle chiavi del successo ottenute dal nostro paese su un mercato globalizzato.

L'economia svizzera si impegna chiaramente a favore dei mercati delle merci, dei servizi e di investimenti aperti. L'esperienza mostra che le economie aperte sono meglio in grado di trarre vantaggio dai loro scambi internazionali. Questi ultimi permettono di rafforzare la loro competitività e produttività, nonché di aumentare gli investimenti privati, ciò che favorisce la crescita di posti di lavoro. A lungo termine, ciò rafforza la prosperità e la crescita economica.

Nel 2006 gli investimenti diretti esteri realizzati in Svizzera ammontavano a 266 mia fr. Lo stesso anno, gli investimenti diretti della Svizzera all'estero raggiungevano i 632 mia fr., ciò che rappresenta il 130 % del PIL. La Svizzera domina la classifica mondiale.

Investimenti diretti: ammontare dei capitali investiti  
In mio.fr.



Fonte: BNS, Bollettino mensile di statistiche economiche 3/2008

Gli ostacoli agli investimenti esteri sarebbero incompatibili con la libertà economica

### 6.2 *Evitare un attivismo basato su motivazioni politiche, come si può osservare all'estero*

Creare dei controlli d'accesso generalizzati per gli investimenti esteri sarebbe incompatibile con la libertà economica e gli impegni del diritto pubblico internazionale della Svizzera. Tale intervento o dei segnali in questo senso avrebbero l'effetto di ridurre l'attrattiva della piazza economica svizzera per gli investimenti. I flussi di capitali diminuirebbero. L'acquisizione di capitale costerebbe di più alle imprese, la posizione degli azionisti risulterebbe indebolita, ciò che avrebbe conseguenze negative sulla produttività dell'economia svizzera. Inoltre, gli investitori svizzeri potrebbero essere al centro di misure di ritorsione all'estero.

I criteri di valutazione e di distinzione sono arbitrari: In quali casi gli investitori esteri sono pubblici o privati? Quali sono gli interessi politici od economici in relazione ai fondi sovrani? Cos'è una partecipazione determinante (tasso)?

La trasparenza e la concorrenza limitano gli abusi	<p><i>6.3 Le leggi svizzere bastano</i></p> <p>I rischi menzionati devono essere presi sul serio. Tuttavia, essi non devono servire da pretesto per una discriminazione degli investitori esteri. Prima di introdurre una qualsiasi misura pubblica, occorre stabilire se sia necessaria una regolamentazione e quali ne sarebbero le conseguenze. La Svizzera dispone già di numerosi strumenti nel diritto della concorrenza, il diritto delle società e il diritto delle offerte pubbliche d'acquisto. Per il momento non è necessario legiferare. Gli ostacoli alle partecipazioni elvetiche ed estere sono piuttosto elevati, in particolare nel settore delle infrastrutture. In generale, bisogna rinunciare ad utilizzare la competenza di emanare ordinanze, conferita al Consiglio federale dalla Costituzione. Questa competenza è l'unico strumento specifico che permette di impedire una presa di partecipazione legale presso aziende private elvetiche da parte dei fondi sovrani. Tale misura potrebbe provocare dei danni politici ed economici considerevoli.</p> <p>In virtù dell'attuale regolamentazione, le transazioni che interessano i capitali stranieri devono essere sottoposte alle stesse prescrizioni di tutte le imprese che operano nello spazio giudiziario svizzero (trattamento nazionale). Inoltre, ci si può riferire ai principi direttori dell'OCSE all'attenzione delle imprese multinazionali, nonché al codice di liberalizzazione dei movimenti di capitale.</p> <p>In generale, la trasparenza e la concorrenza sono degli strumenti adatti per limitare gli abusi.</p>
Protezione multilaterale e bilaterale degli investimenti	<p><i>6.4 Accesso al mercato e protezione degli investimenti diretti della Svizzera</i></p> <p>Nonostante l'importanza economica degli investimenti transfrontalieri a livello mondiale, non esiste una regolamentazione esaustiva nel diritto internazionale pubblico. L'accordo generale sul commercio dei servizi (GATS), che copre l'accesso al mercato per gli investimenti nel settore dei servizi, costituisce un'eccezione. E' importante proseguire le discussioni relative all'elaborazione di un accordo mondiale sugli investimenti nell'ambito dell'OMC. L'obiettivo è quello di garantire condizioni-quadro trasparenti, permanenti e prevedibili per gli investimenti transfrontalieri. I principi di base come la trasparenza e la non-discriminazione, nonché un dispositivo efficace di regolamento dei conflitti, devono essere stabiliti in un ambito multilaterale.</p> <p>Gli accordi di libero scambio conclusi dalla Svizzera, in particolare sotto l'egida dell'AELS, creano l'accesso al mercato per gli investimenti anche al di fuori del settore terziario, ma soltanto per i settori che non applicano restrizioni a livello nazionale. Inoltre, la Svizzera possiede una rete di 125 convenzioni bilaterali di protezione degli investimenti (CPI). Esse garantiscono agli investimenti il principio di non-discriminazione, una protezione internazionale e, per le nuove convenzioni, il diritto, in caso di litigio, di perseguire lo Stato ospite direttamente davanti ad un tribunale arbitrale internazionale.</p>
Contrastare misure protezionistiche	<p><i>6.5 Privilegiare la moderazione in materia di coordinamento internazionale</i></p> <p>Le recenti turbolenze sui mercati finanziari hanno dimostrato che i flussi di capitali hanno sempre più una dimensione mondiale. Ciò necessita di mercati aperti e di discussioni in seno alle diverse organizzazioni mondiali, come il Fondo monetario internazionale (FMI) e l'OCSE. Si delinea un consenso: il FMI deve porre l'accento sulle questioni relative alla trasparenza e alla gestione dei fondi sovrani (codice di comportamento volontario), mentre l'OCSE dovrà concentrarsi sui mezzi che permettono di evitare di restringere inutilmente l'accesso ai mercati dei paesi interessati (raccomandazioni). Il denominatore comune tra queste due organizzazioni è relativamente debole. A livello internazionale la moderazione è di rigore. Occorre inoltre contrastare le iniziative potenzialmente protezionistiche degli Stati membri.</p>

Informazioni :  
[gregor.kuendig@economiesuisse.ch](mailto:gregor.kuendig@economiesuisse.ch)  
[peter.flueckiger@economiesuisse.ch](mailto:peter.flueckiger@economiesuisse.ch)