

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE,
GIURIDICHE E STUDI INTERNAZIONALI

Corso di laurea *Triennale* in Diritto dell'Economia



PROFILI GIURIDICI E FINANZIARI
DELLA PRESENZA DEI FONDI SOVRANI
COME STRUMENTO DI INVESTIMENTO:
IL CASO DELLA REPUBBLICA POPOLARE
CINESE IN ITALIA

Relatore: Prof. FRANCO SILVANO TONI di CIGOLI

Laureando: STEFANO SACCHETTO

matricola n. 578911

A.A. 2013/2014

SOMMARIO

RINGRAZIAMENTI	3
PRESENTAZIONE	4
LA CINA ED IL SUO SVILUPPO ECONOMICO	6
1.1 Introduzione.....	6
1.2 Il boom economico	10
1.3 La situazione attuale	17
1.4 Le altre facce del miracolo cinese, gli ostacoli, le sfide	20
I FONDI SOVRANI.....	29
2.1 In generale	29
2.1.1 Cosa e quali sono.....	37
2.1.2 Come agiscono	40
2.1.3 Regole che li governano	45
2.2 Il caso cinese.....	54
ANALISI DI UN FONDO SOVRANO E IPOTESI OPERATIVE IN ITALIA.....	59
3.1 Il China Investment Corporation (CIC).....	59
3.2 Focus sull'Italia	71
3.3 Altri veicoli di investimento cinese in Italia: il Fondo Mandarin.....	74
CONCLUSIONI.....	77
Appendice 1 Illustrazioni e Grafici	83
Appendice 2 Tabelle	97
Appendice 3 Allegati	103
Bibliografia.....	107
Sitografia	109

RINGRAZIAMENTI

Desidero ringraziare tutti coloro che mi hanno aiutato nella realizzazione della mia tesi con suggerimenti, osservazioni e critiche costruttive: a loro va la mia gratitudine per il lavoro svolto.

Ringrazio anzitutto il professor Franco Silvano Toni di Cigoli, Relatore, ed il professor Riccardo Crestani, Co-relatore di fatto, per l'entusiasmo dimostrato e per l'opportunità che mi hanno dato approfondendo con me questo tema così interessante. Inoltre vorrei ringraziarli per il supporto, la loro guida sapiente e la pazienza in questi mesi di rapporto universitario.

Proseguo ringraziando il personale dell'Università di Rovigo e delle biblioteche consultate, che hanno saputo ascoltare ed interpretare le mie esigenze, facilitando il mio operato.

Un ringraziamento particolare va a tutti coloro che sono stati per me "compagni di viaggio", specialmente quelli che considero "veri amici", che nel tempo mi hanno incoraggiato, mi sono stati vicini e hanno speso parte del proprio tempo per assistermi, anche nelle cose più semplici.

Infine vorrei ringraziare le persone a me più care, senza le quali non sarei arrivato a questo importante traguardo: la mia ragazza Giulia, che mi ha sopportato, ascoltato e consigliato ed è stata il mio punto di riferimento, in ogni momento lei c'era; i miei familiari, soprattutto mamma, papà e Anna, per aver saputo essere pazienti con me in questi anni di studi, per avermi sostenuto moralmente ed economicamente, per essere stati sempre presenti anche nei numerosi momenti difficili e per aver creduto in me in ogni istante.

Grazie di cuore a tutti voi per ogni singolo gesto, parola e attenzione che avete dimostrato nei miei confronti.

PRESENTAZIONE

Collocare la Cina in un quadro mondiale, non solo economico, risulta tutt'altro che facile, se non altro per la complessità degli eventi e per la difficoltà di percepire con sufficiente anticipo i continui mutamenti che si susseguono nel movimentato futuro degli assetti internazionali.

La scelta del sottoscritto è ricaduta sul “fenomeno Cina” per vari aspetti, i quali in maniera più o meno determinante hanno contribuito alla stesura di questo lavoro: la storia secolare e la forte identità dello Stato più popoloso al mondo, l'atteggiamento chiuso e protezionistico che la Cina ha avuto per centinaia d'anni verso i popoli stranieri e le difficoltà derivanti da una apertura mentale e non solo che si è verificata verso l'esterno a partire dagli anni settanta, le problematiche e le sfide che la capacità di adattarsi ai mutamenti temporali comportano, le diversità di una delle nazioni cuore e simbolo dell'Oriente che possono apparire più o meno chiare al mondo occidentale, le opportunità che la Cina può rappresentare e i timori che essa genera nel mondo intero.

Nel primo capitolo si darà una visione d'insieme della Cina, ripercorrendo le tappe salienti della sua storia più recente che l'hanno portata a quel boom economico che conosciamo. Si porrà maggiore attenzione alla situazione attuale, alle varie sfaccettature della sua economia di oggi e si analizzeranno alcuni dati significativi per comprendere meglio come questa nazione si muove sul panorama mondiale. Infine partendo proprio dalle difficoltà e dagli ostacoli che il “miracolo cinese” incontra si cercherà di capire quali possono diventare le sfide per il futuro.

Nel secondo capitolo si familiarizzerà con i fondi sovrani, i quali possono rappresentare degli utili strumenti finanziari che permettono agli stati di poter essere competitivi con l'estero e creano nuove possibilità d'investimento. Si daranno spiegazioni su quali sono, quali regole li governano e come agiscono. Infine ci concentreremo sulla connessione che c'è tra la Cina e questi utili strumenti e l'utilizzo che essa ne fa.

L'ultimo capitolo sarà dedicato a un fondo sovrano in particolare, il *China Investment Corporation* (CIC), si spiegheranno i motivi per i quali è stato scelto proprio questo, l'importanza che esso rappresenta per la Cina e l'impulso che questo fondo dà a tutta l'economia cinese ma anche europea. Infine si è cercato di stabilire il rapporto che il *China Investment Corporation* può avere con l'Italia, portando come esempio alcuni casi specifici.

Con riferimento all'analisi dei fondi sovrani si è stabilita un'importante collaborazione con lo Studio Legale Scala di Milano, tra i massimi esperti nel settore e in questo specifico strumento di investimento finanziario; preziose informazioni sono state reperite anche grazie ad un seminario tenuto recentemente a Firenze da questo studio legale, il quale ha dato spunti di riflessione sulla *Corporate Governance* italiana in relazione alla gestione di investimenti esteri.

LA CINA ED IL SUO SVILUPPO ECONOMICO

1.1 Introduzione

*“Dimenticatevi del Medio Oriente, il vero problema è la Cina”*¹ è l'emblematico titolo di un articolo apparso nello scorso decennio sulla stampa italiana.

In questa trattazione andremo a delineare i motivi per i quali la Cina in maniera così repentina ed inesorabile sta diventando una nazione leader in molti settori dell'economia ma non solo, assumendo un ruolo sempre più centrale nel panorama mondiale. Per questi motivi, riprendendo la citazione di Rocca, l'ascesa cinese viene vista sia come un'opportunità ma anche con forte timore, legato ad una serie di problematiche che andremo ad analizzare.

La Cina² ha effettuato, negli ultimi trent'anni, progressi sempre più rilevanti nel campo dell'economia al punto da generare paure e risentimenti anche in realtà lontane come il Messico. Si parla di “sindrome cinese” come di un pericolo per tutta l'economia non solo in tutta l'Asia emergente, ma anche nei Paesi ricchi che si vedono minacciati da massicci trasferimenti di ricchezza verso l'ex “Celeste Impero” in favore di nuove unità produttive più convenienti.

In Cina, negli ultimi vent'anni, il ritmo di crescita è stato ampiamente superiore al tasso medio mondiale, tanto che è diventata la seconda potenza economica del mondo con un tasso medio di crescita del Pil intorno al 9%. E' riuscita a mantenere costante una crescita sorprendente e, grazie alla politica di apertura messa in atto fin dal 1980, ad attirare sul proprio territorio forti investimenti stranieri da parte di imprese multinazionali attratte sia dai bassi costi della manodopera sia dalla rapida crescita industriale.

Alla produzione di beni nel settore dell'abbigliamento, dei giocattoli e di altri a basso contenuto tecnologico che hanno segnato la forte crescita degli anni Ottanta si è

1 *Dimenticatevi del Medio Oriente il vero problema è la Cina* è stato scritto da Christian Rocca sul suo blog “Camillo” e l'articolo è apparso su Il Foglio il 14 giugno 2005.

2 La Cina è uno Stato situato nell'Asia Orientale con capitale Pechino. Comprende poco più di 9,7 milioni di Km² la Cina è il secondo Paese più grande al mondo e conta oltre un miliardo e 300 milioni di abitanti.

affiancata la produzione di beni caratterizzati da alta tecnologia nei settori dell'elettronica e delle telecomunicazioni. Negli ultimi quindici anni la forte evoluzione della produzione industriale nel settore high-tech ha portato la Cina a collocarsi in posizioni di vertice “tanto da essere diventata il primo fornitore estero di hardware degli Stati Uniti”³.

Molti interrogativi, però, si pongono sulla sostenibilità dello sviluppo cinese, nel lungo periodo. Alla crescita e, per certi aspetti, sorprendente dell'economia cinese si contrappongono problemi che costituiscono delle vere e proprie sfide per il futuro del Paese e per la sua classe politica e dirigente. La crescita economica è diseguale e squilibrata con riferimento alle zone costiere maggiormente sviluppate e a quelle interne occidentali caratterizzate da uno sviluppo limitato⁴. E' di fondamentale importanza la riforma del sistema bancario e finanziario in modo da svincolare le decisioni del settore dalle interferenze politiche aumentando l'autonomia decisionale della Banca Centrale, come anche la trasformazione delle aziende di Stato in società per azioni con la possibilità di quotare le maggiori sul libero mercato.

Altra sfida importantissima deriva dai problemi ambientali, dalla crescente domanda di risorse energetiche e dalla necessità di ridurre l'inquinamento atmosferico dovuto all'utilizzo del carbone che ha aumentato le emissioni di anidride carbonica cresciute più del doppio rispetto alla media mondiale⁵.

Non da ultimo si cita il mancato rispetto dei diritti umani, a volte, in spregio delle

3 Oggi, il mercato interno nel settore dei computer è controllato per oltre il 60% da imprese cinesi e il 50% delle esportazioni di prodotti ad alta tecnologia proviene da imprese a totale capitale cinese. Cfr. M. Weber, *Cina, Una crescita economica tumultuosa ma molto diseguale*, in www.cigv.it/ilviaggio/cina, 15 luglio 2006

4 Il settore agricolo è scarsamente competitivo perché l'agricoltura è rimasta ai margini dello sviluppo. Lo Stato sociale è quasi inesistente e non è in grado di soddisfare le esigenze della popolazione specialmente di quella delle zone rurali. Il sistema pensionistico è da ristrutturare completamente sia per assicurare adeguati sostentamenti a tutti i lavoratori e non solo ai dipendenti statali. Il Governo sta incentivando la popolazione ad aderire a forme pensionistiche e di assistenza sociale private aprendo, in questo modo, un'altra opportunità per le Compagnie di assicurazione di tutto il mondo.

5 La maggior parte delle grandi città cinesi superano, di almeno tre volte, il limite massimo fissato dall'Organizzazione Mondiale della Sanità per ciò che riguarda la concentrazione di polveri sottili e di biossido di zolfo. Tale concentrazione, derivante soprattutto dalla combustione del carbone, è responsabile di decine di migliaia di morti premature. Cfr. M. Weber, *Cina, Una crescita economica tumultuosa ma molto diseguale*, in www.cigv.it/ilviaggio/cina, 15 luglio 2006

più comuni norme umanitarie e del diritto internazionale⁶.

Situazioni, queste, che rappresentano nodi importanti che la Repubblica Popolare Cinese sta tentando di sciogliere attraverso il completamento di una serie di riforme volte ad allineare il Paese agli standard internazionali. Le scelte politiche derivanti dagli interessi sia di breve che di lungo periodo dovranno, dunque, essere calibrate su strategie che consentano di ridurre i forti squilibri ancora esistenti in una economia giovane e tumultuosa che deve necessariamente proiettarsi verso soluzioni di mercato globale in condizioni di plurilateralismo con tutti i partner internazionali.

Fin da subito, dunque, si può asserire che le trasformazioni e i cambiamenti della Cina negli ultimi decenni sono riconducibili a un inevitabile condizionamento avvenuto dall'esterno, nonostante la chiusura operata per secoli, il protezionismo e quella particolare e profonda cultura orientale che ancora oggi risulta difficile modellare.

A livello storico si può registrare come il primo approccio e contatto straniero di una certa importanza il popolo cinese l'ha avuto già alla fine del sedicesimo secolo con l'arrivo in Asia di Matteo Ricci. Matteo Ricci (*Appendice 1.1*), pioniere delle missioni cattoliche moderne di Cina, nasce a Macerata il 6 ottobre 1552, e nel 1572 entra nel noviziato dei gesuiti. Nel 1582 inizia gli studi di cinese a Macau, sulla costa sud della Cina. Incomincia a propagare la dottrina cristiana attraverso i suoi contatti con letterati e mandarini. Nel dicembre 1584 stampa un breve catechismo in cinese. Questo Tianzhu Shilu è il primo libro stampato da stranieri in Cina; dapprima in una tiratura di 1.200 copie, seguita da ristampe. Il Ricci compose in questo periodo anche il Mappamondo (*Appendice 1.2*) in lingua cinese. Si presentò come "teologo, predicatore e letterato occidentale; modellò la sua vita su quella dei letterati e dotti cinesi; adottò quindi l'abbigliamento proprio dei letterati. Riesce a spingersi fino a Pechino e nei suoi lunghi viaggi inizia a fare amicizia con personalità governative e uomini di cultura e comincia a dare regolari lezioni di scienze occidentali. L'imperatore in persona se ne interessa e permette a Ricci e ai suoi di aprire una chiesa. I mandarini lo salutavano e lo riverivano da pari. Con tatto e prudenza si diede a correggere le credenze astronomiche dei cinesi e

⁶ La libertà di stampa, di espressione, nelle sue varie forme, di associazione, di religione, oggi, in Cina, sono ancora considerate un tabù.

le loro cognizioni geografiche. Mentre professava una schietta ammirazione per la Cina, faceva intravedere ai cinesi che c'era qualche cosa che essi non conoscevano e che egli poteva insegnare loro. Così veniva portata a conoscenza dei cinesi l'esistenza di molti nuovi e lontani Paesi e, quindi, della stessa Europa. Il Ricci, quindi, comprese che il suo compito preliminarmente era quello di non apparire uomo capace di rapide conquiste, e convincere i cinesi che non era venuto per innovare la pacifica vita dei sudditi del “Regno di Mezzo”⁷.

Le parole di un importante sceneggiatore e produttore cinematografico cinese, Zhāng Yimóu, riassumono perfettamente l'importanza di questo personaggio e ciò che egli ha rappresentato, dando impulso ad una apertura mentale, ancora prima di quella economica, del popolo cinese: *“Matteo Ricci è un simbolo in Cina. È il primo esempio positivo di incontro tra Oriente e Occidente. È un personaggio popolare che appartiene a tutti, non solo ai cattolici. Ha insegnato ai nostri antenati la matematica, l'astronomia, la geografia e il più significativo esempio di dialogo interreligioso.”*

Recentemente il Presidente del Consiglio italiano, Matteo Renzi, in un viaggio istituzionale in Cina in occasione del decennale dei primi rapporti economici tra Italia e Cina, ha ricordato le imprese di Matteo Ricci: *“L'esempio è nel passato dell'Italia. Come Marco Polo e Matteo Ricci dobbiamo essere curiosi e coraggiosi: saremmo accolti con simpatia e a braccia aperte. Ecco perché anche noi dobbiamo guardare al futuro costruendo nuove occasioni. Chi investe all'estero non è fuggitivo, così si scoraggia l'apertura al mondo dell'Italia. Il Paese deve fare di più negli investimenti”*⁸. Queste le sue parole ricordando il gesuita, il primo italiano assieme a Marco Polo ad aver contribuito a scoprire il popolo e la cultura cinese.

⁷ Matteo Ricci, in www.tuttocina.it

⁸ *La sfida di Renzi da Shanghai: cambiamo aprendoci al mondo*, Alessandro Barbera, La Stampa, 11 giugno 2014

1.2 Il boom economico

Dopo la morte di Chou Enlai e Mao Zedong, il Comitato Centrale del Partito Comunista varò l'avvio, nel 1978, di una serie di riforme in campo economico con l'obiettivo di portare il Paese verso una reale “modernizzazione socialista”. A partire dagli anni Ottanta, la Cina esce progressivamente da un sistema economico pianificato per proiettarsi verso una “economia socialista di mercato”. Le riforme, allora, non avevano una visione d'insieme, ma solo l'ambizione di rilanciare produzione e produttività. I loro effetti, tuttavia, misero in moto cambiamenti cumulativi, trasformando, in poco più di un ventennio, il sistema economico in maniera irreversibile attraverso una progressiva apertura del Paese verso i mercati globali⁹.

Prima che la Cina attuasse la grande apertura verso l'esterno, gli investimenti occidentali nel sud-est asiatico erano molto limitati. Gli ostacoli erano rappresentati oltre che dalla distanza anche da profonde barriere culturali che ponevano imprevedibili difficoltà nell'approccio ad un sistema burocratico, gerarchico e culturale per lo più sconosciuto. La stessa filosofia confuciana, parte integrante della cultura cinese, determinava una concezione delle relazioni personali nettamente diversa rispetto a quella occidentale non avvezza al rigido rispetto delle regole gerarchiche e ad anteporre il benessere collettivo agli interessi del singolo. A dare una svolta nell'avvicinamento di popoli e culture tanto diversi ha contribuito, negli ultimi decenni, quella che è stata una vera e propria rivoluzione dell'informazione. La diffusione in tempo reale delle notizie, oltre a ridurre notevolmente le distanze, ha favorito e influenzato gusti e stili di vita di un popolo chiuso nella sua millenaria cultura, senza, peraltro, cancellarne i valori. L'apertura della Cina verso l'occidente, l'approccio con differenti stili di vita e l'impossibilità di trascurare enormi interessi commerciali, hanno dato il via ad una nuova era di politiche commerciali e finanziarie, di scelte economiche sia di breve che di lungo periodo, di analisi e tecniche di marketing e di strategie geopolitiche che vanno ben aldilà del sud-est asiatico.

I nuovi processi di internazionalizzazione e il progressivo distacco dal sistema economico pianificato hanno spinto la Cina verso i mercati mondiali perseguendo un

⁹ Cfr. F. Lemoine, *L'economia Cinese*, Il Mulino, Bologna 2005, p. 25

doppio obiettivo: “attirare i capitali stranieri e promuovere gli scambi con l'estero allo scopo di accelerare la crescita e la modernizzazione dell'economia”¹⁰. Sul piano interno, l'orgoglio nazionale e la fiducia del popolo nel governo¹¹ hanno assicurato il massimo impegno nell'acquisire sempre maggiori esperienze e conoscenze: la totale dedizione verso lo studio e il lavoro hanno permesso che ognuno potesse avere il riconoscimento dei propri sforzi e il successo dei singoli ha favorito l'avanzamento di Pechino sulla scena mondiale¹².

Nel 1980, con l'obiettivo di promuovere un rapido sviluppo e attirare sul proprio territorio forti investimenti stranieri, sono state create cinque “zone economiche speciali” (Zes)¹³ dotate di una legislazione diversa rispetto a quella in atto nel resto del Paese, caratterizzata da politiche preferenziali e da una notevole flessibilità nella gestione del sistema economico. Le principali caratteristiche si basavano principalmente sulla concessione di incentivi fiscali per gli investimenti stranieri e su una maggiore indipendenza nella gestione delle attività legate al commercio internazionale. Il fine era quello di concretizzare condizioni sempre più favorevoli allo sviluppo economico partendo da quattro principi fondamentali: la realizzazione di adeguate strutture per attrarre e utilizzare i capitali stranieri; l'organizzazione delle attività economiche tramite joint-ventures tra società cinesi e società straniere e tramite imprese con capitale esclusivamente straniero; la fabbricazione di prodotti destinati principalmente all'esportazione nei mercati stranieri e attività economiche regolate da un sistema aperto di mercato. Nel 1984, alle cinque zone economiche speciali, la Cina ha affiancato, con analoghi privilegi, quattordici città costiere tra cui Dalian e Shanghai e, dal 1985, altre zone lungo il delta del fiume Azzurro e del fiume delle Perle. Nel 1990 fu creata anche una zona franca denominata Waigaoqiao, nei pressi di Shanghai in cui le imprese

10 F. Lemoine, *L'economia Cinese*, Il Mulino, Bologna 2005, p. 45

11 Secondo un recente sondaggio di World Value Surveys il 96,7% dei cinesi ha fiducia in chi li governa e l'83,5% pensa che il loro Paese sia gestito nell'interesse del popolo piuttosto che di pochi grandi gruppi di interesse. R. J. Shiller, *La Cina risparmia, L'America spende*, Il Sole 24 ore, 27 agosto 2011, p. 12

12 Cfr. A. Rabushka, *Sfida finale per dominare il mondo*, Economy n. 32, 9 agosto 2010, p. 56

13 Nella provincia del Guangdong: Shenzhen, Zhuhai e Shontou; nella provincia del Fujian: Xiamen e l'intera provincia dell'Hainan.

potevano beneficiare di una fiscalità molto agevolata (imposta sul reddito delle società intorno al 15%) che poteva essere ulteriormente ridotta se la durata della società fosse stata superiore a dieci anni, inoltre, dal 2001, a tali società fu data la possibilità di aprire altre filiali sul territorio cinese al di fuori della zona franca¹⁴. All'inizio degli anni Novanta, si era creata, in questo modo, una vasta zona, gravitante lungo la costa e aperta all'estero, in grado di assorbire forti investimenti e di accelerare uno sviluppo economico che già si preannunciava senza precedenti. La forte spinta generata dalle citate politiche preferenziali che ha proiettato Shanghai e il Guangdong nel firmamento dell'economia globale, si è concentrata, però, sul solo settore industriale e su un'area limitata in rapporto al vasto territorio cinese.

A partire dagli anni Ottanta si assiste anche ad una progressiva apertura verso l'Estero. Tanto è vero che, fino ad allora e in assenza di una normativa specifica, i limitati investimenti fuori dai confini nazionali erano attuati con fini strumentali a logiche e politiche e realizzati quasi esclusivamente da imprese statali. Dal 1984 inizia, al contrario, un graduale e crescente interesse verso tali operazioni anche da parte di imprese non statali. Dal 1999, mediante incentivi, sgravi fiscali e diritti speciali in tema di autonomia gestionale, vengono concretamente incoraggiati progetti mirati a costituire industrie di trasformazione all'estero, nel settore del tessile e delle macchine utensili. Innovazione e tecnologia diventano fattori strategici. Con lo slogan "Go Global", il governo di Pechino stimola sia le grandi aziende statali sia le piccole-medie imprese a investire all'estero con l'obiettivo di rafforzare una maggiore presenza sullo scenario internazionale¹⁵. Lo stesso governo diviene consulente per i problemi gestionali all'estero e fornitore di servizi attraverso la concessione di prestiti agevolati per il reperimento di risorse naturali e di tecnologie. In questo modo, per assecondare gli ingenti livelli di fabbricazione, la Repubblica Popolare non solo apre agli stranieri, ma esce anche dai propri confini soprattutto per assicurarsi le scorte di ciò che in patria non ha a sufficienza, come petrolio e acciaio¹⁶.

14 Cfr. C. Dominici e E. Tavoletti, *Il Made in Italy nella Repubblica Popolare Cinese*, Azienda e Fisco n. 22, 30 novembre 2012, Ipsoa Editore, Milano

15 Cfr. P. Bellona e F. Spigarelli, *Pmi cinesi spinte oltre la muraglia*, Il Sole 24 ore, 10 ottobre 2012, p.25

16 Cfr. R. Coramusi, *La crescita economica della Repubblica Popolare*, www.geopolitica.info

Dal 1978 ai primi anni del ventunesimo secolo l'economia cinese ha conosciuto una fase di sviluppo quasi ininterrotta contraddistinta da tassi di incremento del Pil sempre più vicini al potenziale di crescita stimato intorno al 9,5% annuo. La quota dei mercati mondiali detenuta dalle esportazioni cinesi, da un iniziale 1%, è aumentata progressivamente grazie ad una forte crescita dell'attività di export costituita inizialmente da manufatti a basso valore tecnologico soprattutto nel settore dei giocattoli, del tessile e di altri beni a esiguo valore aggiunto per spostarsi gradualmente verso una produzione di beni caratterizzati da un'alta tecnologia. Fra il 1978 e il 2001 il commercio cinese con l'estero cresce ad un tasso medio del 15% annuo, mentre il volume delle esportazioni e delle importazioni raggiunge, nel 2001, il 22% del Pil. “Il peso degli scambi con l'estero nell'economia cinese è circa il doppio di quello del Brasile o dell'India (9%) ed è comparabile a quello del Messico (28%)”¹⁷.

Nel novembre 2001 la Cina è entrata nell'Organizzazione mondiale del commercio (Wto), un avvenimento che le ha garantito la partecipazione attiva, in settori sempre più ampi, nel processo di globalizzazione economica. Questa evoluzione ha generato enormi opportunità di sviluppo per gli investimenti stranieri grazie all'apertura di un mercato di diverse centinaia di milioni di potenziali consumatori del mercato cinese. “Mai si era visto nascere dal nulla, in soli vent'anni, un nuovo ceto medio urbano di 200 milioni di persone dotate di un potere d'acquisto occidentale”¹⁸.

Grazie alle aperture liberiste del governo di Pechino, ai convenienti costi di produzione e all'introduzione di mirati regimi speciali per incentivare gli investimenti¹⁹, la Cina è diventata il Paese dove delocalizzare con la maggior percentuale di profitto²⁰.

17 Cfr. F. Lemoine, *L'economia Cinese*, Il Mulino, Bologna 2005, p. 96

18 F. Rampini, *Il secolo cinese*, Arnoldo Mondadori Editore, Milano 2006, p. 5

19 I regimi speciali che hanno favorito le imprese a partecipazione estera continuano a sussistere, ma essi, oggi, svolgono un ruolo sempre più marginale in un contesto che vede sempre più il ricorso, da parte degli operatori esteri, all'acquisizione di quote di società esistenti di diritto cinese o la costituzione di società *ex-novo* di diritto cinese con o senza un partner locale. Cfr. C. Dominici e E. Tavoletti, *Il Made in Italy nella Repubblica Popolare Cinese*, Azienda e Fisco n. 22, 30 novembre 2012, Ipsoa Editore, Milano

20 Per delocalizzare, la Cina è il Paese più conveniente. E' quanto emerge da una indagine su 48 Paesi, realizzata da Assocamerestero: in Romania e Bulgaria un operaio specializzato costa al massimo circa 350 euro al mese, in Cina circa 245 euro, contro i 1600 euro dell'Italia. In Europa occidentale è la Spagna il Paese più conveniente, mentre Germania, Regno Unito e Francia appaiono meno competitivi considerando anche i costi relativi ad elettricità e prodotti petroliferi. Per quanto riguarda

In questo quadro si sono inserite le società multinazionali che con le loro ramificazioni transnazionali hanno la possibilità di operare e, pertanto, di investire in Paesi caratterizzati dal basso costo dei cicli produttivi, delle materie prime e della forza lavoro soprattutto se quest'ultima manca ancora di una valida tutela dei diritti dei lavoratori.

Non tutti gli investitori stranieri in Cina hanno comunque strategie univoche: alcuni sono attratti dal basso costo della manodopera e stabiliscono in Cina basi per l'esportazione, strategia attuata soprattutto da investitori asiatici. Gli investitori americani ed europei sono invece più interessati al mercato interno cinese e sviluppano linee produttive destinate alla domanda locale superando ostacoli come la distanza, trasporti, e misure protezionistiche. Questa fase ha preso il via di recente e gli investimenti si dirigono verso settori che richiedono capitali e tecnologie di cui la Cina è sprovvista. “Le due strategie non si escludono, man mano che la Cina si apre all'esterno si completano a vicenda, con le imprese esportatrici che servono il mercato interno e viceversa”²¹. Anche le operazioni internazionali di assemblaggio assumono un'importanza rilevante ed hanno permesso alla Cina di diversificare le sue capacità di esportazione e di sfondare su nuovi mercati grazie all'esenzione dai dazi doganali sulle importazioni di beni destinati ad essere esportati dopo aver subito un processo di trasformazione. La mancanza di una legislazione specifica in campo fiscale e finanziario hanno permesso, inoltre, alle grandi aziende transnazionali di abusare delle regole del *transfer pricing*²² con le quali si regolano le transazioni finanziarie infra-gruppo o all'interno della medesima azienda. In seguito all'ingresso nel Wto e agli Accordi Generali sul commercio dei Servizi (General Agreement on Trade in Services – Gats), la

la manodopera, anche i livelli medio-alti e alti consentono ad un'impresa di risparmiare in Cina: un “quadro” in Bulgaria costa circa 400 euro, ma si sta assistendo ad un allineamento alle medie europee, nella Repubblica Slovacca costa circa 800 euro, in Romania circa 900 euro, in Cina al massimo 443 euro. Nulla se confrontato con i 4000 euro della Germania, ai 3500 euro dell'Italia o ai quasi 3900 euro della Francia. Cfr. F. Bechis, *L'eldorado d'impresa resta la Cina*, Italia Oggi, 6 gennaio 2013, p. 8

21 Cfr. F. Lemoine, *L'economia Cinese*, Il Mulino, Bologna 2005, p. 102

22 Con operazioni di autentica ingegneria finanziaria, i profitti realizzati sul mercato cinese vengono fatti migrare sui bilanci di società registrate in paradisi fiscali ottenendo un triplice risultato: sfuggire al fisco di Pechino, non versare le imposte nella giurisdizione offshore e far rientrare i capitali in Cina per reinvestirli in progetti con alti tassi di rendimento. Cfr. S. Latini, *Dalla Cindia all'unione asiatica?*, Limes n. 4/2008, p. 80

Cina ha dovuto aprire i propri mercati agli investimenti esteri anche nel settore dei servizi e delle attività non produttive, prima preclusi, quali la distribuzione all'ingrosso e al dettaglio consentendo agli operatori esteri di avere insediamenti locali di proprietà e vendere in proprio senza necessariamente produrre sul suo territorio. Dal primo giugno 2004, con l'entrata in vigore della *Measures on the Administration of foreign investment in the commercial field*, le società distributive a capitale estero hanno potuto distribuire i propri prodotti senza passare per il tramite dei distributori locali. Dal primo febbraio 2005 è entrata in vigore, inoltre, una disciplina specifica per i franchising (*Measures for the Administration of Commercial Franchise Operations*) che dovrebbe ulteriormente rafforzare la presenza di distributori esteri di medie dimensioni. Il punto di riferimento normativo principale per gli investitori esteri sono le *Regulations on guiding the direction of foreign investment* emanate nel 2002 e il regolamento attuativo aggiornato periodicamente (*Catalogue for the guidance of foreign investment industries*) oltre ad altre leggi speciali in continua evoluzione, che disciplinano quali sono gli investimenti incoraggiati, permessi, ristretti o vietati²³.

Sono tre i maggiori strumenti di investimento diretto in Cina: le *Equity Joint Ventures* (Ejv), le *Cooperative Joint Ventures* (Cjv), e le *Wholly foreign owned enterprises* (Wfoe).

Le *Equity Joint Ventures* (Ejv) costituiscono il più tradizionale e prudentiale degli strumenti di investimento. Per molti anni è stato il sistema più diffuso, ma, via via che diminuiscono le incognite e cresce la fiducia verso la Cina, inizia a perdere posizioni a vantaggio delle Wfoe. La prima legge sulle Joint ventures (Ejv law), di soli 15 articoli, è stata promulgata nel 1979 e riformata nel 2001. In seguito, vari provvedimenti hanno configurato una tendenziale convergenza tra la legislazione societaria speciale per le società a capitale estero e quella applicabile alle imprese a capitale cinese.

23 Sul fronte della legislazione, il sistema giuridico in generale ha origine relativamente recente: la rivoluzione culturale maoista volle la chiusura delle facoltà giuridiche e dei tribunali e lo smantellamento completo del sistema legislativo e costituzionale; al posto dei giudici vennero le "guardie rosse" e i comitati rivoluzionari sostituirono i tribunali. E' solo tra il 1979 e il 2001 che vi è stata un'importante produzione normativa che ha introdotto profonde innovazioni nell'ordinamento sul piano, tra gli altri, del diritto commerciale e finanziario permettendo il processo di integrazione dell'economia cinese nell'economia mondiale. Cfr. C. Dominici e E. Tavoletti, *Il Made in Italy nella Repubblica Popolare Cinese*, Azienda e Fisco n. 22, 30 novembre 2012, Ipsoa Editore, Milano

Le *Cooperative Joint Ventures* (Cjv) riguardano circa il 3% degli investimenti esteri e sono state disciplinate nel 1988 e riformate nel 2000.

Possono non essere dotate di personalità giuridica e sono molto simili alle Associazioni temporanee d'impresa dove le parti regolamentano contrattualmente i reciproci diritti ed obblighi indipendentemente dai conferimenti effettuati.

Le *Wholly foreign owned enterprises* (Wfoe) riguardano circa il 70% dei progetti di investimento estero e possono essere costituite nella quasi totalità dei settori industriali e in diversi settori del terziario. Si caratterizzano per essere costituite con capitale estero al 100% e i cittadini cinesi possono parteciparvi solo se residenti all'estero. Le Wfoe evitano la principale criticità connessa alla presenza di un partner cinese e consentono, di conseguenza, una maggiore protezione del Know-how aziendale. Dal 2000 sono stati eliminati molti dei vincoli che limitavano la loro diffusione come la percentuale di prodotti da destinare obbligatoriamente all'esportazione, l'obbligo di acquisire in Cina certe materie prime, l'autorizzazione preventiva per talune transazioni internazionali e l'obbligo di operare solo in certi settori qualificati²⁴.

Per la costituzione di qualsiasi società a capitale estero sono richieste delle specifiche autorizzazioni da parte delle competenti autorità amministrative²⁵ e tutte le società straniere con sede legale in Cina che siano qualificate come produttive o che operino nel settore dei trasporti, delle comunicazioni e delle costruzioni beneficiano di una fiscalità molto agevolata²⁶.

24 *Vedere riferimento precedente*

25 Ad esempio un apposito certificato rilasciato dal ministero del Commercio con il quale si approva la costituzione e lo statuto della società e ne permette la registrazione per l'ottenimento della *business licence*.

26 Esenzione totale dalle imposte sui redditi societari per i primi due anni e nella riduzione del 50% per i successivi tre, salva la restituzione delle agevolazioni in caso di cessazione dell'attività prima del termine di dieci anni. Ulteriori agevolazioni sono riconosciute per le imprese identificate come *technologically advanced* o che esportino almeno il 70% della produzione. Significative sono le agevolazioni a supporto delle *joint ventures* (esenzione totale per i primi cinque anni e riduzione del 50% per i successivi cinque) impegnate in costruzioni portuali per almeno quindici anni. Inoltre, in particolari settori, sono previsti il rimborso fino al 100% delle imposte sugli utili reinvestiti in altre società, agevolazioni per favorire gli investimenti produttivi e talune esenzioni sulle royalties pagate a società straniere per la fornitura di tecnologia avanzata. A queste e ad altre agevolazioni si aggiungono quelle territoriali che, pur in via di progressiva riduzione, hanno svolto un ruolo importante nella concentrazione degli insediamenti nelle "zone economiche speciali" e a "sviluppo tecnologico".

In questo scenario la Cina è cresciuta e sta crescendo a ritmo impressionante in virtù dell'aumento della produzione e delle esportazioni, elaborando un processo di modernizzazione economica senza precedenti.

Le variazioni percentuali reali del Pil (*Appendice 1.3*) si attestano sul 7.7% per la prima parte del 2014 e come si può vedere dal grafico a cui si fa riferimento negli ultimi quattro anni non è mai stato inferiore al 7.4%, arrivando anche a quasi un massimo del 12% ad inizio 2010.

Se si guarda all'ultimo ventennio, la crescita cinese è quasi sempre stata superiore all'8%, tranne due brevi periodi a cavallo del 2000 e del 2009 (*Appendice 1.4*).

1.3 La situazione attuale

Potrei iniziare il presente paragrafo semplicemente utilizzando tre aggettivi: Sfrenata, folle, incontrollata. Difficile trovare l'aggettivo giusto per descrivere la corsa dell'economia cinese che, fino al periodo di crisi mondiale del 2008, aveva messo a segno l'ennesimo incremento da record. Il prodotto interno lordo aveva registrato una crescita circa del 13%. Nonostante il periodo di recessione che inevitabilmente ha fatto crollare la stabilità di molte nazioni, la forza del *made in Cina* sui mercati mondiali è tale che fino alla fine del 2013 il gigante asiatico ha accumulato un surplus commerciale con l'estero di oltre 260 miliardi di dollari. Le straripanti esportazioni hanno registrato un aumento di circa l'8% raggiungendo la quota di circa 2.210 miliardi di dollari, con un volume complessivo di scambi commerciali di oltre 4.000 miliardi di dollari, prima volta nella storia di questo Paese²⁷. L'Unione Europea, inoltre, è diventato il partner commerciale di riferimento. Questi sorprendenti dati hanno permesso al colosso asiatico di assumere il ruolo di prima potenza commerciale al mondo.

Le imprese straniere continuano a delocalizzare la propria produzione e la capacità produttiva della Cina continua a crescere e ad espandersi. Gli ingenti investimenti stranieri le permettono di acquisire sul proprio territorio attività che erano impensabili fino a qualche anno fa sia nel settore delle produzioni ad altissimo valore

27 Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook Database*, edizione ottobre 2013

tecnologico sia nel campo dei servizi come nel campo delle telecomunicazioni²⁸. Secondo le ultime statistiche del Ministero cinese del Commercio, i capitali stranieri utilizzati in Cina entro i primi quattro mesi del 2014 sono stati di poco inferiori ai 62 miliardi di dollari, con una crescita in una decina d'anni pari al 120%²⁹. Oltre ad essere diventato il Paese dove delocalizzare con il maggior profitto, la Cina sta assumendo un ruolo importante e sorprendente anche come investitore estero. Investire sta diventando un fattore chiave per lo sviluppo e per accrescere il profilo economico del Paese, per conquistare nuovi mercati, acquisire competenze specifiche, nuove tecnologie e marchi già affermati. Determinante è ancora il ruolo delle aziende statali, ma si assiste ad un ridimensionamento a favore delle Pmi, soprattutto della zona costiera, che sono circa il 23% del totale delle imprese. I settori più di interesse sono quelli dell'energia, dell'acciaio, della logistica, dei computer, degli elettrodomestici, delle telecomunicazioni, del tessile e dei beni di consumo. Per far fronte ai problemi e ai processi di internazionalizzazione, nel mese di agosto 2006 è stato inaugurato a Pechino l'Overseas Business Center con lo scopo di informare e sostenere le imprese cinesi all'estero sulle diverse problematiche connesse alla non concorrenza dei mercati, dei canali di vendita, dei sistemi di tassazione e, in generale, della normativa vigente. Secondo l'*Institut for Management Development* (Imd) di Losanna (Svizzera), nella classifica mondiale della competitività pubblicata lo scorso 11 maggio, la Cina, nel 2005, è passata dal trentunesimo al diciannovesimo posto³⁰.

La Cina sta vivendo un boom economico senza precedenti e si sta espandendo vorticosamente nei mercati internazionali: la Cina ha bisogno di vendere sui nostri

28 Airbus ha annunciato di aver stretto un accordo con le autorità cinesi per l'assemblaggio finale a Tianjin (nel nord della Cina) degli Airbus A320, il modello più venduto della gamma Airbus; Klaus Kleinfeld ha dichiarato, nel corso di una conferenza stampa, che la società Siemens ha ottenuto un contratto dalla Cina riguardante la segnaletica destinata alla linea ad alta velocità tra Pechino e Shanghai e ha rivelato che il valore di questo contratto è di diverse centinaia di milioni di euro; La compagnia Nokia ha annunciato che continuerà gli sforzi nella ricerca e sviluppo in Cina ingrandendo il suo centro di ricerca e sviluppo situato a Chengdu, nel sud-ovest della Cina, per realizzare dei prodotti d'infrastruttura di telefonia mobile destinati al mercato locale e mondiale; Google annuncia un centro di sviluppo a Pechino e lancia Gu Ge, ovvero Google alla cinese; Cfr. *Economia cinese*, 9 giugno 2006, in www.cinaoggi.it

29 Cfr. *Economia cinese*, in www.cinaoggi.it

30 Vedere riferimento precedente

mercati, comprare le nostre tecnologie, ricevere i nostri investimenti. In campo tecnologico, la ricerca sta registrando un aumento considerevole e le industrie manifatturiere producono incessantemente. Grazie all'indecisione nel contrastare l'espansione cinese da parte degli Stati Uniti impegnati militarmente in diverse aree del pianeta e all'inerzia politica dell'Unione Europea, la Cina sta trovando campo libero e, approfittando della favorevole situazione, sta convincendo, con un'efficace campagna diplomatica, numerose nazioni a schierarsi dalla sua parte. Le ricchezze accumulate le consentono, così, di creare, in campo internazionale, una linea alternativa a quella degli stessi Stati Uniti. “A suon di contratti, cooperazione economica e scambio di forniture, la Cina ha lusingato la Russia, convinto l'Iran e gran parte dei Paesi dell'America Latina”³¹. La forza del Paese risiede sicuramente nella manodopera ancora a basso costo³², ma anche nell'integrazione del sistema industriale con le filiere verticali, dalla materia prima al prodotto finito, *know how* industriale di alto livello e tecnologie avanzate, economie di scala e una crescente flessibilità. La Cina non vuole investimenti temporanei e a breve termine all'estero, la strategia è quella di assorbire tecnologie e sistemi di gestione per diventare essa stessa leader nei settori produttivi maggiormente rilevanti. Dopo anni di dazi sulle auto di importazione, Pechino ha ottenuto esattamente quello che voleva: le case automobilistiche americane, giapponesi, ed europee, per essere competitive, hanno dovuto portare in Cina le loro fabbriche³³.

31 R. Coramusi, Cina – Il nuovo asse geopolitico di Pechino, in www.geopolitica.info

32 In alcune zone stanno nascendo movimenti sindacali per la difesa dei diritti dei lavoratori soprattutto in grandi imprese e le previsioni indicano salari in crescita anche del 20% nella zona di Shanghai: Wal-Mart in Cina deve cedere all'ostinazione dei sindacati e la catena commerciale americana, che ha osteggiato a lungo la presenza delle rappresentanze sindacali nei punti vendita americani e di altre parti del mondo, deve fare i conti con il sindacato cinese che vuole essere in tutti i supermercati del Paese. Dopo la creazione di una organizzazione sindacale a Fujian, un analogo organismo si è costituito anche tra i 42 dipendenti del centro commerciale di Shenzhen.

Cfr. *Il sindacato entra nei negozi Wal-Mart*, Il Sole 24 ore, 16 agosto 2012, p. 7

33 La Ferrari, nel 2004, ha aperto uno show-room a Shanghai e conta di aprire una rete di 11 concessionari in altrettante città. La BMW rivela che le sue ammiraglie sono vendute più in Cina che in ogni altra parte del mondo; le serie 3 e 5 le produce direttamente in Cina e impone ai suoi fornitori di seguirla: la Manuli Cavi italiana ha dovuto aprire una fabbrica a Dalian per fornire la BMW. La Cadillac prevede che un quarto delle sue vendite mondiali saranno realizzate in Cina.

1.4 Le altre facce del miracolo cinese, gli ostacoli, le sfide

Beni di consumo a basso prezzo e incremento della loro domanda, costi di produzione più bassi per le aziende che delocalizzano e crescita degli investimenti cinesi all'estero stanno proiettando la Cina sempre più in alto nel panorama geoeconomico mondiale. Sarà sostenibile uno sviluppo così tumultuoso e incontrollato?

Il primo a preoccuparsi è proprio il governo cinese. Così il commento di Pechino (Ufficio Nazionale di Statistica)³⁴ sui dati degli ultimi trimestri: *“Abbiamo avuto una serie di problemi legati ad una eccessiva crescita degli investimenti, a una abbondanza di liquidità e ad un eccessivo accumulo di riserve valutarie; il governo è consapevole della situazione e ha già messo in atto una serie di misure per contrastare questi eccessi”*. Sono tre le situazioni che spingono sempre più in alto il Pil cinese:

Le esportazioni, sfrenate. Contribuiscono al surplus commerciale e delle riserve valutarie intorno ai mille miliardi di dollari con problemi di equilibrio macroeconomico interno e di relazioni politiche con gli altri, soprattutto con gli Stati Uniti, che reclamano una rivalutazione dello yuan³⁵.

Gli investimenti fissi, incontrollati. Evidenziano l'incapacità di tenere a bada le velleità espansionistiche delle autorità locali che antepongono interessi occupazionali locali al quadro macroeconomico nazionale; le industrie producono sempre di più con la conseguenza di cercare sempre più facili sbocchi sui mercati esteri³⁶.

L'espansione della liquidità interna, folle. Le banche soprattutto nelle regioni lontane dal controllo della banca centrale continuano a finanziare progetti senza curarsi della loro validità industriale e della loro affidabilità. Il credito continua a circolare abbondante e incontrollato³⁷.

Troppi investimenti, troppa liquidità, troppe riserve valutarie: i surplus mensili della bilancia commerciale vanno ad accumularsi uno sull'altro gonfiando sempre di più i forzieri valutarî di Pechino che sono i più alti del mondo e il cui ammontare è ormai

34 Cfr. L. Vinciguerra, *Economia cinese a briglia sciolta*, Il Sole 24 ore, 19 luglio 2011, p. 7

35 Vedere riferimento precedente

36 Vedere riferimento precedente

37 Vedere riferimento precedente

vicino ai mille miliardi di dollari³⁸. E' questo il problema che attanaglia il governo cinese che non riesce a rallentare il ritmo di uno sviluppo economico sfrenato. La *People's Bank of China* ha stretto i cordoni del credito nel tentativo di mettere un freno alla crescita incontrollata della congiuntura aumentando le riserve obbligatorie delle banche di 50 punti. Il governo cinese già aveva aumentato i tassi di interesse di un quarto di punto e con l'aumento delle riserve obbligatorie, il tentativo era quello di arginare la corsa al credito e di evitare che le banche continuassero ad erogare prestiti ad aziende pubbliche e private di dubbia solidità finanziaria³⁹. Anche questa misura si è dimostrata, però, insufficiente e nel mese di agosto la Banca Centrale ha alzato il tasso di interesse dello 0,27% con l'obiettivo di frenare il Pil e gli investimenti in nuove fabbriche, in immobili e strade, aumentati fino al ritmo del 30% nell'anno 2006. Probabilmente si tratta di misure insufficienti per arginare un'economia lanciata a tutta velocità. Gli esperti sono concordi nell'affermare che sia necessaria una rivalutazione dello yuan. Lo squilibrio più pesante resta comunque quello della bilancia commerciale anche perché incide non poco sul deficit con l'estero dei suoi partner, Stati Uniti ed Europa in testa.

Tra le importazioni, una parte rilevante è rappresentata dalla necessità di acquisire energia⁴⁰. La Cina non dispone di fonti energetiche sufficienti a colmare il proprio fabbisogno e, fin dagli anni Novanta, si è proposta con crescente aggressività sul mercato internazionale, cercando di intraprendere rapporti commerciali e di *partnership* per accaparrarsi risorse energetiche e minerarie in cambio di interessanti accordi e considerevoli aumenti negli investimenti⁴¹. Una crisi mondiale nel settore energetico provocherebbe enormi danni per l'industria e per l'economia cinese con perdite di diversi miliardi di dollari. L'intraprendenza cinese sembra inarrestabile; accordi in campo energetico sono stati siglati con India, Stati Uniti, Russia, Arabia

38 Cfr. L. Vinciguerra, *Per la Cina un maxi surplus*, Il Sole 24 ore, 13 ottobre 2013, p. 7

39 Cfr. L. Vinciguerra, *Pechino rallenta il credito facile*, Il Sole 24 ore, 22 luglio 2012, p. 8

40 La Cina è tra i maggiori utilizzatori di energia del mondo e, a partire dagli anni Novanta, il secondo consumatore mondiale di petrolio dopo gli Stati Uniti, con oltre milleduecento milioni di tonnellate l'anno.

41 Cfr. R. Coramusi, *Per le nuove tigri il futuro è adesso*, in www.geopolitica.info

Saudita, Iran, con alcuni Stati africani e con la maggior parte dei Paesi latino-americani⁴². L'unica fonte di energia di cui la Cina dispone in quantità quasi illimitata e pertanto a basso costo, è rappresentata dal carbone⁴³.

Il miracolo cinese non può contare su risorse sufficienti e sta causando forti problemi ambientali con ripercussioni sull'intero pianeta⁴⁴. La crescita economica, inoltre, genera rapidi cambiamenti nei consumi verso il sistema tipico del mondo occidentale che implica che milioni di persone utilizzino l'automobile come mezzo di spostamento urbano e che si consumino prodotti di massa poco riciclabili. Il ricordo di Pechino percorsa da milioni di operai in bicicletta è ormai solo una cartolina folkloristica di un mondo passato⁴⁵. “Secondo il rapporto del *World Watch Institute* gli ecosistemi del pianeta non sono in grado di sopportare i danni che si prospettano con la crescita economica dei Paesi emergenti anche per l'assenza di sistemi anti-inquinamento appena accettabili. La Cina ha solo l'8% delle acque dolci mondiali per soddisfare i bisogni del 20% circa della popolazione del pianeta. Il 58% dei suoi sette maggiori fiumi è già troppo inquinato per il consumo umano. La sfida sarà trovare soluzioni concrete ai problemi generati dalla sviluppo”⁴⁶.

Il problema dell'inquinamento dell'aria è un problema grave non solo nelle

42 Vedere riferimento precedente

43 Interi paesaggi sono dominati dalla presenza di carbone come nell'Inghilterra dell'ottocento. Il colore di questo Paese non è il giallo, né il rosso della sua bandiera. E' il nero della fuliggine che oscura il cielo al tramonto, stende coltri di fumo sulla città, tinge le acque dei fiumi, bagna di piogge acide le risaie nelle campagne. La Cina è *leader* mondiale nella produzione e nel consumo di carbone che rappresenta la principale fonte del riscaldamento urbano e la forza propulsiva delle centrali elettriche. L'uso intensivo di questa risorsa è anche una delle principali cause dell'inquinamento dell'aria, di patologie respiratorie, di tumori, e di morti premature con stime ufficiali che si attestano a circa 6000 morti nel 2004 ad esempio. Stime non ufficiali, invece, pongono le cifre molto più in alto, a circa 20000 morti. F. Rampini, *Il secolo cinese*, Arnoldo Mondadori Editore, Milano 2006, p. 223

44 Qualche anno fa nel mese di aprile una densa nube composta da un cocktail di gas e altri agenti altamente inquinanti si è spostata dalle regioni settentrionali della Cina dirigendosi verso la vicina Seoul, quindi prendendo la rotta dell'oceano Pacifico fino a raggiungere la costa occidentale degli Stati Uniti. Nello stesso periodo i laboratori di ricerca americani si sono accorti che una “polvere” di composti solforosi, di carbonio e di altri sottoprodotti derivati dalla combustione del carbone ricopriva i filtri dei rilevatori di inquinamento posizionati sulle montagne degli stati raggiunti dalla nube. A. Carboni, *La nube cinese che minaccia il clima*, Il Corriere della Sera, 15 giugno 2006

45 Delle venti città più inquinate al mondo, sedici si trovano in Cina; il traffico è caotico e perennemente intasato di città come Pechino, la cui estensione è quasi come quella dell'intero Belgio (e non è nemmeno la città più grande), sta creando enormi problemi.

46 Cfr. C. Palmerini, *Forte impatto di India e Cina*, Panorama, 16 febbraio 2010, p. 154

grandi città. La protezione e la salvaguardia dell'ambiente è impellente e di estrema importanza anche nella campagne, lungo i fiumi, nelle zone desertiche che già coprono il 27% del territorio cinese e che, a causa della massiccia deforestazione, si espandono al ritmo di 2.460 km² all'anno creando seri problemi ambientali, il cui impatto supera di gran lunga i confini della Cina⁴⁷. Alcune organizzazioni e associazioni ambientaliste stanno tentando, tra mille difficoltà, di controllare il governo nelle scelte relative all'ambiente soprattutto dopo che Pechino ha intrapreso contatti con l'Unione Europea su una serie di questioni ambientali tra cui il cambiamento climatico, la gestione delle risorse idriche, l'inquinamento atmosferico e le biodiversità.

All'inizio del terzo millennio, insomma, la Cina deve affrontare, più che mai, una duplice sfida: una esterna, che pone al resto del mondo sul piano della potenza politica e della concorrenza economica; una interna che pone innanzitutto a sé stessa sia come primo ed unico esperimento sul piano teorico e pratico di capitalismo comunista sia come risposta alle aspettative di milioni di cinesi sul piano dei diritti umani, dei problemi connessi ai conflitti sociali e a quelli che possono minare, nel lungo periodo, la sostenibilità di uno sviluppo apparentemente inarrestabile. I ritardi o la mancanza di interesse da parte cinese per le riforme della società civile, per la lotta all'immigrazione clandestina, alla criminalità internazionale possono avere ripercussioni sul piano economico e non mancano di dare motivo di preoccupazione anche tra gli Stati dell'Unione Europea, pur con le dovute cautele che contraddistinguono il Vecchio Continente⁴⁸. Non si deve sottacere, infatti, il discorso pronunciato dal Presidente della Commissione Europea, José Manuel Barroso, all'Accademia cinese delle scienze sociali in occasione del suo viaggio in Cina qualche anno fa. Ha affermato Barroso: *“In Europa abbiamo imparato dalla nostra stessa esperienza che senza un sufficiente livello di*

47 La deforestazione dovuta al taglio, spesso illegale, del legname alimenta industrie manifatturiere dove il legno viene trasformato in mobili, parquet, e compensati, venduti a poco prezzo sui nostri mercati. La necessità di approvvigionamento è tale che la Cina è diventata il principale importatore mondiale di legname e assorbe, da sola, metà del legname tropicale. Molto di questo legname proviene dalla Papua Nuova Guinea e dall'Indonesia, Paesi in cui una consistente quota delle operazioni di taglio sono illegali. Il forte consumo di legname alimenta anche un crescente contrabbando, soprattutto con l'Indonesia, in aperta violazione delle leggi dei due Paesi. *La Cina e una svolta ambientale, L'ambiente per gli europei* – periodico della D.G. Ambiente della Ce, 14 maggio 2006

48 Cfr. G. M. Del Re, *Il pericolo giallo visto da Bruxelles*, Limes n. 4/2008, p. 222

riforma politica la crescita finirà per essere rallentata o rovinata dall'instabilità. La sostenibilità interna a lungo termine della Cina dipende anche dalla sua capacità di introdurre riforme politiche, consentendo più democrazia e libertà civili. Noi siamo del parere che l'ulteriore miglioramento dei diritti umani, del buon governo e dello Stato di diritto e lo sviluppo di una forte società civile sono gli elementi chiave per il successo stabile del processo di riforma della Cina”⁴⁹.

Oltre alle evidenti distorsioni macroeconomiche e alle questioni connesse all'ambiente di cui si è già accennato, i problemi che la Cina deve affrontare al suo interno, in effetti, sono molti: Stato sociale, democrazia, censura, corruzione, contraffazione, criminalità organizzata influiscono sulla credibilità delle istituzioni e sull'immagine in campo internazionale. Sono aspetti che non coinvolgono solo i destini di 1,3 miliardi di cinesi, ma sono destinati ad avere ricadute considerevoli sullo sviluppo, nel lungo periodo, di tutta l'economia del Paese.

Per rincorrere uno sviluppo sfrenato e proiettato verso un'economia liberista in modo impressionante, Pechino ha disconosciuto categoricamente ogni forma di pratica egualitaria di cui era il simbolo. *“E' una Cina con uno Stato-minimo che non garantisce quasi nulla, in cui i servizi, compresi i più fondamentali come istruzione e salute, si pagano, e molto cari”⁵⁰.* Un prezzo che nelle campagne determina un'insostenibile migrazione verso le città. Lo sviluppo non ha neanche sfiorato circa ottocento milioni di cinesi residenti nelle campagne e nelle regioni interne del Paese⁵¹. In regioni come la Manciuria che ai tempi di Mao rappresentava il cuore della rivoluzione industriale comunista dove le aziende di Stato producevano auto, acciaio, navi, petrolio, *“l'uomo di ferro”⁵²*, simbolo dell'operaio di allora che con il suo duro lavoro e la sua abnegazione caratterizzava la potenza industriale del Nord-Est cinese, in un'epoca diversa e ricca di sfide come quella di oggi, si presenta smunto, silenzioso e con la fronte aggrottata per la

49 Vedere riferimento precedente

50 F. Rampini, *Il secolo cinese*, Arnoldo Mondadori Editore, Milano 2006, p. 212

51 Lo sviluppo cinese, per il 70%, è affidato a 300 milioni di persone che risiedono lungo la costa; l'altro 30% è affidato al restante miliardo che risiede nell'entroterra. Cfr. F. Sisci, *China is an enigma*, Heartland n. 1/2011, p. 36

52 Monumento-simbolo al lavoratore modello dell'epoca maoista a Daqing, nel nord-est cinese.

preoccupazione. Oggi “l'uomo di ferro” è il simbolo di migliaia di aziende di Stato obsolete, milioni di disoccupati, corruzione dilagante, tragedie umane e disastri ambientali e lo spettro incombente di conflitti sociali. Nel Dongbei (nome cinese del Nord-Est) la prevalente produzione industriale è ancora legata ad aziende pubbliche poco o per nulla efficienti e l'industria di stato continua a creare una mentalità immobilista e assistenzialista diffusa a tutti i livelli di società. Qui le riforme di mercato impongono radicali trasformazioni per rompere con il passato e per dare nuovo vigore al guscio corroso di quello che fu il grande esperimento socialista⁵³. Oggi, circa trecento milioni di cinesi non hanno accesso nemmeno all'acqua potabile: “*Il risultato è un divario fra ricchi e poveri, fra città e campagna, che la stessa Accademia delle Scienze Sociali giudica un fenomeno esplosivo e la premessa di un disastro sociale*”⁵⁴. La realtà è evidente anche se le notizie ufficiali sono difficilmente verificabili.

I media, soprattutto quelli stranieri, sono considerati il nemico numero uno del governo. La censura e i monitoraggi puntuali delle notizie sono eseguiti da un vero e proprio esercito di controllori delle reti di informazione. In Cina la libertà di stampa e di espressione è ancora un tabù e si assiste continuamente ad arresti, condanne, e persecuzioni per stroncare sul nascere qualsiasi forma di dissenso⁵⁵. Il Governo vuole evitare che i media si trasformino in un pericoloso amplificatore per tutti coloro che si sentono oppressi dal regime o che si sentono esclusi perché rimasti ai margini del processo di modernizzazione⁵⁶.

53 Cfr. B. Larmer, *L'uomo di ferro della Manciuria*, National Geographic, settembre 2010, p. 29

54 F. Rampini, *Il secolo cinese*, Arnoldo Mondadori Editore, Milano 2006, p. 212

55 La logica paranoia del regime, in un solo anno e mezzo, ha oscurato oltre 40.000 siti internet, ha chiuso d'imperio un'ottantina di giornali, ha sbattuto in carcere una quarantina di cronisti, ha silurato decine di direttori scomodi. Cfr. L. Vinciguerra, *Giornalista in carcere per spionaggio in Cina*, Il Sole 24 ore, 1 settembre 2010, p. 8

56 La diffusione, a livello mondiale, di alcuni prodotti dei mezzi di comunicazione di massa vede svilupparsi l'influenza di questi ultimi anche nei Paesi che non hanno raggiunto le stesse condizioni economico-sociali delle società che li hanno originati, creando molto spesso scompensi e contrasti rispetto alle tradizioni delle culture locali, suscitando aspettative che in quei contesti non possono ancora essere soddisfatte e dando luogo ad effetti di anticipazione, le cui conseguenze sono difficilmente prevedibili. Per la prima volta nella storia del comunismo cinese, Pechino ha ammesso, recentemente, l'esistenza di un preoccupante malessere sociale, rendendo noto che negli ultimi tempi le proteste di massa sono aumentate e solo in un anno se ne sono contate circa 74.000. F. Crespi, *Manuale di sociologia della cultura*, Editori Laterza, Bari 2003, p. 154

Trefor Moss su *Foreign Policy* ha elencato alcuni dati e informazioni che vengono costantemente alterati o ignorati dai mezzi di comunicazione cinesi, dato che potrebbero mettere in cattiva luce il Paese:

L'economia. L'economia cinese negli ultimi anni è sempre stata in crescita e i dati sono sempre stati abbastanza accessibili. Ma ora che sta iniziando a mostrare qualche segno di rallentamento, in concomitanza con l'inasprimento della crisi mondiale, gli addetti e gli analisti finanziari vorrebbero che la trasparenza e l'accesso ai dati del mercato economico cinese aumentassero.

La criminalità. Negli ultimi decenni la Cina sembrava aver ammorbidito l'abitudine, risalente ai tempi di Mao, di affermare che nel Paese la criminalità non esistesse. I dati diffusi dal governo cinese sulla criminalità tra il 2000 e il 2009, però, pur mostrando un tasso di crescita dei crimini "non violenti", danno per dimezzato il tasso degli omicidi tra il 2000 e il 2009. Nel 2010, invece, uno studio della Accademia cinese delle scienze sociali aveva dichiarato che nello stesso periodo di tempo gli omicidi erano in crescita.

Tensioni sociali. Il governo cinese non ha mai tenuto nascosta l'esistenza di un problema sulla disparità di salari e condizioni di vita tra zone cittadine e zone rurali, disparità che sono spesso alla base di possibili rivolte o rivendicazioni da parte della popolazione contadina. Un rapporto pubblicato nel 2011 dava questo tasso di disparità economica in diminuzione, ma in realtà i dati sarebbero stati in parte nascosti, in particolare quelli relativi ai guadagni degli abitanti delle grandi città. L'Ufficio nazionale di statistica stima che il salario medio nelle città è circa il triplo delle entrate medie mensili in campagna.

La vita privata dei politici. In Cina gli esponenti della classe politica sono quasi sempre ritratti "a una dimensione", vale a dire quella ufficiale, che si limita in buona sostanza a notizie sulla carriera politica di ognuno. Quella che non emerge mai è la vita privata dei politici, che è tenuta completamente separata ed è ignorata dai media. Per comprendere il livello di "privacy" accordata ai politici si pensi al caso di un giornalista cinese licenziato per aver divulgato la notizia che il presidente Hu soffre di diabete.

Le grandi opere. La maggior parte delle grandi opere cinesi, come il ponte di

Qingdao, la diga delle Tre Gole o il treno magnetico di Shanghai, sono state pubblicizzate molto dal governo, che ne ha fatto un punto d'onore e di lustro per tutto il Paese. Ma le informazioni diventano molto più sporadiche e frammentarie quando si parla dei problemi generati da queste infrastrutture, da quelli relativi all'impatto ambientale a quelli relativi agli incidenti⁵⁷.

La corruzione è dilagante in tutti i settori pubblici e privati. La lotta contro di essa è considerata prioritaria per il partito comunista e una importante missione strategica che si affianca alle importanti riorganizzazioni a livello internazionale consentendo l'affidabilità e la credibilità delle istituzioni. E' un problema non trascurabile e gli alti esponenti del partito evidenziano come il fatto che funzionari governativi abusino delle proprie posizioni di potere a scopo di lucro rischi di minare la base stessa della loro autorità con conseguenze negative sullo sviluppo economico⁵⁸.

La Cina è anche un Paese ad altissimo rischio di contraffazione. Su un numero de "La Repubblica" si legge: "*Clonato il Suv più famoso del mondo. La copia perfetta. Identica in tutto e per tutto. La cinese Laibao SRV è un vero clone della più famosa Honda CRV. Stesso muso, stesso design, stesse dimensioni*"⁵⁹. Secondo le stime dell'Organizzazione Mondiale delle Dogane, dal 5% al 7% delle merci scambiate a livello mondiale, sono contraffatte. L'Organizzazione mondiale della salute, stima che il 10% dei medicinali consumati nel mondo, siano contraffatti. In Cina si falsifica tutto: dalle auto all'abbigliamento, dalle moto a qualsiasi tipo di accessorio, dai pezzi di ricambio per le più svariate applicazioni agli orologi e così via. I cinesi falsificano persino sé stessi⁶⁰. Fermare il fenomeno sembra quasi impossibile sia perché certi falsi sono così elaborati che diventa molto difficile distinguerli dagli originali sia perché la

57 *Che cosa si censura in Cina*, 9 giugno 2012, in www.ilpost.it

58 L'agenzia di stampa ufficiale Xinhua ha riportato che lo scorso anno le autorità di Pechino hanno indagato per corruzione quasi 8500 funzionari governativi; circa duemila sono risultati colpevoli e incarcerati. Sempre la stessa agenzia ha riportato che Wen Mengjie, 49 anni, ex funzionario della Banca dell'Agricoltura a Pechino, è stato condannato a morte per corruzione e appropriazione indebita. La condanna è stata emessa dal Tribunale del Popolo n. 1 della capitale cinese. *Shanghai Daily*. Cfr. *Cina e corruzione*, in www.illegnostorto.it

59 V. Borgomeo, *Clonato il suv più famoso del mondo*, La Repubblica, 30 marzo 2006

60 I carabinieri di Sesto Fiorentino hanno rinvenuto in un magazzino 6 mila pezzi tra borse e portafogli in pelle che riproducevano fedelmente un marchio di origine cinese. Il sequestro della merce ha portato alla denuncia del titolare della ditta, un cinese di 38 anni. Cfr. *Il Sole 24 ore*, 13 agosto 2007, p. 10

falsificazione, grazie alla globalizzazione si è allargata e sviluppata al punto da divenire incontrollabile. Alcune stime parlano di un giro d'affari di oltre 34 miliardi di dollari. Numeri a parte, il fenomeno preoccupa molto il governo cinese che subisce continue pressioni da parte delle imprese e degli Stati esteri e teme ripercussioni negative per le proprie esportazioni⁶¹. Proprio per gli effetti negativi che potrebbero derivare per la sua economia, la Cina sembra essere l'unico Paese in grado di arginare il fenomeno attraverso una legislazione mirata ed efficace e incentivando talune società cinesi perché facciano causa ad altre società cinesi nel tentativo di riequilibrare in qualche modo la situazione⁶².

Anche la criminalità organizzata è motivo di profonda preoccupazione perché, a certi livelli, influisce sul rischio commerciale ed è in grado di alterare le regole del mercato. Le Triadi⁶³ cinesi sono particolarmente attive nel traffico di droga, nella corruzione di pubblici ufficiali e nel riciclaggio di denaro sporco. Tra i gruppi asiatici a livello internazionale sono tra i più attivi nel campo dell'economia⁶⁴.

Scelte strategicamente non facili, ma indispensabili alla sostenibilità dello sviluppo nel lungo periodo e ad un accettabile tenore di vita in tutto il Paese. Le preoccupazioni dell'Occidente dovrebbero condizionare le strategie di Pechino perché se è vero che ormai il mondo non può più fare a meno della Cina, è vero anche l'inverso. "Il fatto che questa superpotenza sia governata da una oligarchia che prende le decisioni in modo non trasparente e al riparo da ogni dibattito pubblico la rende imprevedibile, misteriosa e potenzialmente più pericolosa di altre nazioni"⁶⁵. Dovrebbe dare di se stessa, invece, un aspetto deciso a crescere in una relazione di reciproci interessi e strategie con gli altri attori mondiali.

61 Con un centinaio di yuan si può comprare una valigia griffata Louis Vuitton (di un valore che sorpassa i 6.000 yuan) al Centro acquisti MEN, situato nei pressi della porta Chaoyang a Pechino. Dopo un esame, si tratta di un articolo falso. Secondo una informazione tratta da "Beijing News", il tribunale di seconda istanza di Pechino ha condannato il gestore del Centro acquisti MEN a pagare una indennità di 150.000 yuan alla Società francese Louis Vuitton Malletier. Cfr. *Economia cinese – lotta alle contraffazioni*, 21 ottobre 2008, www.cinaoggi.it

62 Cfr. B. Chastonay, *L'incontrollabile espansione della contraffazione*, 2 aprile 2006, www.ecplanet.com

63 Denominazione della mafia cinese.

64 Cfr. F. Barresi, *Mafia ed economia criminale*, Edup, Roma 1999, p. 20

65 Cfr. F. Rampini, *Il secolo cinese*, Arnoldo Mondadori Editore, Milano 2006, p. 330

I FONDI SOVRANI

2.1 In generale

Il percorso storico che ha caratterizzato, sia pure sommariamente, i fondi sovrani (in inglese SWF) si può suddividere in tre fasi, con il 1953 quale data di inizio. In quell'anno viene infatti fondata la prima autorità che prefigura un Fondo Sovrano: la *Kuwait Investment Authority* (Kia). Di lì a poco, questa nuova entità della finanza e dell'economia mondiale, è andata crescendo e diffondendosi in vari Paesi assumendo tre caratteri prevalenti: origine da surplus di commercio estero spesso generato da rendite; proprietà e gestione di stati sovrani o loro emanazioni; destinazione economico-finanziaria prevalentemente extranazionale.

La prima fase inizia come detto nel 1953, si intensifica negli anni '70 con l'avvio di diversi SWF in Paesi con surplus da esportazione di petrolio accresciuti dall'incremento dei prezzi del greggio e prosegue fino alla prima metà degli anni '90.

Negli anni '70 l'aumento del prezzo del petrolio, che passa da meno di 5 dollari al barile a quasi 35, consente ai Paesi esportatori di accumulare molto rapidamente una ingente ricchezza finanziaria che in parte viene spesa all'interno dei singoli Paesi, con conseguenti spinte inflazionistiche interne. A seguito di ciò, i ricavi petroliferi vengono in misura crescente allocati a investimenti esteri attraverso i SWF. Vari Paesi varano nuovi SWF: gli Emirati Arabi Uniti istituiscono l'*Abu Dhabi Investment Authority* nel 1976 e il Kuwait istituisce nello stesso anno un altro Fondo, il *Future Generations Fund*. Lo scopo è quello di creare fonti di reddito diversificate rispetto al petrolio, sia al fine di controbilanciare l'esaurimento di questa materia prima e l'oscillazione dei suoi prezzi, sia per proteggere il benessere delle popolazioni autoctone e per fronteggiare eventi bellici o insurrezioni.

In questa fase nascono anche SWF di altra natura; nel 1974 il governo di Singapore vara il *Temasek Holdings* mentre nel 1981 nasce il *Government Investment Corporation* sempre di proprietà dello stesso governo. Entrambi si inseriscono in una strategia di crescita di Singapore, città-stato con dimensioni di mercato interno troppo piccole per generare una domanda di consumi e di investimenti capace di utilizzare i

surplus valutari.

La seconda fase inizia alla metà degli anni '90 e arriva agli inizi del nuovo secolo, fino al 2005. Ai SWF petroliferi si aggiungono in misura crescente quelli dei Paesi asiatici, che fruiscono di ingenti surplus di bilancia commerciale da esportazioni manifatturiere e che, con l'accumulo e la gestione di riserve in valuta, perseguono una strategia di copertura dei rischi delle crisi finanziarie e valutarie che avevano caratterizzato la loro storia recente.

Gli anni '80 e '90 sono caratterizzati da due grandi dinamiche economico-finanziarie internazionali che hanno riflessi sui SWF: la caduta del prezzo del petrolio negli anni '80 e l'ondata di crescente globalizzazione negli anni '90.

La caduta dei prezzi comporta un ritorno del prezzo del greggio sotto i 20 dollari a cavallo tra i due decenni. Queste oscillazioni dei prezzi al ribasso rafforzano i Paesi petroliferi nel convincimento che il loro reddito non possa essere affidato solo al petrolio e al gas. Vengono così varati altri SWF tra cui, nel 1980, lo *State General Reserve Fund* dell'Oman e, nel 1981, la *Libyan Arab Foreign Investment Company*, alimentata dai proventi di giacimenti di gas, che avrà rapporti significativi con l'Italia; da registrare nel 1990 la nascita anche del *Norwegian Government Pension Fund*.

Per quanto riguarda la globalizzazione, essa ha contribuito alla nascita dei SWF, da un lato, facilitando i movimenti internazionali dei capitali e gli investimenti diretti all'estero e, dall'altro, creando grandi squilibri commerciali-finanziari mondiali, con Paesi che si indebitano molto verso l'estero (soprattutto gli Stati Uniti) e altri che accumulano surplus finanziari generati dalle esportazioni (Cina).

Alla fine di questo primo periodo le strategie di investimento dei SWF si sono mantenute conservative e prudenti con un portafoglio per lo più composto da titoli di stato, principalmente americani, con rendimenti bassi.

A seguito delle crisi valutarie che colpiscono le economie emergenti nella seconda metà degli anni '90 molti Paesi procedono a una sistematica accumulazione di riserve precauzionali in valuta per minimizzare i costi di eventuali crisi e per evitare il ricorso di emergenza al FMI. Questa strategia consiste in una riduzione dell'apporto di capitali stranieri soprattutto di breve termine e in un accumulo di attività nette sull'estero sia

private che pubbliche. Modificando la propria strategia di politica monetaria e valutaria, i Paesi in oggetto accumulano riserve aldilà di quanto suggerito dai normali criteri prudenziali elaborati dall'analisi economica. Basti pensare che il totale delle riserve in valuta dei Paesi in via di sviluppo passa da 730 a 5.400 miliardi di dollari dal 1995 a fine 2008, secondo i dati del FMI. Questi Paesi passano dunque dalla condizione di importatori netti di capitali a quella di esportatori netti.

La detenzione di riserve valutarie in eccesso, oltre agli impatti sul sistema internazionale in termini di squilibri, presenta anche costi di vario tipo per i Paesi che la praticano, tra cui in particolar modo il mancato utilizzo di questo ingente risparmio per investimenti domestici. E' sulla base di queste ultime considerazioni che i Paesi in surplus valutari decidono di allocare ricchezza dalle riserve valutarie a nuovi veicoli di investimento che privilegino i rendimenti alla sicurezza. Così nascono la SAFE Investment Company cinese del 1997 e la Korea Investment Corporation nel 2005, tra i primi SWF del nuovo millennio. In questo periodo vengono istituiti circa una dozzina di Fondi Sovrani. Al 2005 il totale delle attività detenute dai SWF ammontava ad almeno 895 miliardi di dollari, secondo le stime dell'economista Rozanov, che tra l'altro è colui che conia per primo il termine "Fondo Sovrano".

La terza fase copre gli ultimi anni, dal 2005 al 2008, nella quale i SWF guadagnano la ribalta per il grande pubblico, non solo per gli operatori e gli addetti ai lavori, e arrivano all'attenzione delle cronache mondiali. Aumenta infatti la percezione dell'influenza che questi attori possono esercitare sui mercati globali in qualità di investitori di notevoli dimensioni.

Tre sono le cause che stanno alla base della crescente importanza e dell'improvvisa visibilità e rilevanza mondiale dei SWF:

La crescita considerevole dei loro patrimoni in seguito sia all'aumento del prezzo del petrolio, del gas e delle materie prime, sia alla crescente accumulazione da parte dei Paesi emergenti esportatori di significative riserve valutarie, tendenza iniziata già nella fase precedente.

L'aumento del numero dei SWF che delinea un sistema concentrato dei Paesi emergenti (tra gli ultimi che hanno pianificato la creazione di un Fondo Sovrano

ricordiamo Taiwan, la Thailandia, l'India, la Bolivia; tra i Paesi sviluppati il Giappone e il Canada, mentre il Brasile ha varato, a fine 2008, il suo SWF.

L'attivismo dei SWF negli investimenti internazionali che è risultato particolarmente accentuato dall'inizio del 2007.

Assieme alle tre cause citate dobbiamo considerare anche due macrotendenze che caratterizzano la destinazione degli investimenti dei SWF.

Una tendenza è di natura geoeconomica: I Fondi Sovrani che prima prevalentemente investivano in Asia, si indirizzano verso Unione Europea e Stati Uniti⁶⁶. Questo cambiamento spiega anche perché, soprattutto negli ultimi 7 anni, i SWF sono balzati all'occhio dell'Unione Europea e degli Stati Uniti: in meno di due anni nell'UE sono stati infatti investiti circa 26 miliardi di dollari e negli Stati Uniti circa 64.

L'altra macrotendenza è di natura settoriale, con la netta preferenza dei Fondi Sovrani per quello bancario e finanziario, dove solo in un anno e mezzo hanno investito ben 92 miliardi di dollari, soprattutto negli Stati Uniti, Paese che nel periodo considerato ha ricevuto più del 50% del totale degli investimenti. Le ragioni per le quali i SWF si sono così sbilanciati settorialmente sono varie: l'attesa di formidabili profitti in seguito a quelli che quei determinati settori hanno generato nella prima metà degli anni 2000; i prezzi delle azioni reputati molto convenienti fino al 2008; il ruolo strategico del settore in quella che appariva la globalizzazione dominata dalla finanza secondo una credenza, accreditata dagli economisti, capace di generare benessere per tutti.

Con la crisi finanziaria iniziata nel 2008 si è probabilmente aperta una quarta fase tuttora in corso: quella in cui i Fondi Sovrani devono fare i conti con ingenti perdite dei loro attivi e con mercati finanziari in difficoltà ovunque. In questa fase si assiste anche a un cambiamento nell'atteggiamento dei Paesi riceventi nei confronti dei SWF. Dapprima guardati con cautela se non con diffidenza dalle democrazie occidentali, i SWF vengono poi accolti dai vari Stati, nel corso della crisi, come investitori capaci di contrastare tracolli di banche e finanziarie in cui essi effettivamente investono

⁶⁶ In dollari, tra il 1994 e il 2004, i SWF investono poco meno di 15 miliardi in Asia e meno di un miliardo altrove. Dal 2008, solo 3,5 miliardi sono destinati all'Asia, 11 all'UE, 30 agli Stati Uniti, 1,5 ad altri Paesi.

rischiando di subire, poi, notevoli perdite.

Nel contesto del collasso del sistema finanziario, infatti, la principale fonte, cioè quella che in maniera più credibile può dare sostegno al settore, è apparsa quella dei Fondi Sovrani di ricchezza. Fin dai momenti iniziali, questi patrimoni governativi sono intervenuti nel salvataggio di molte banche d'affari⁶⁷ assicurando investimenti di lungo termine.

A tale riguardo, significativo è un articolo di Marco Fernando, apparso un paio d'anni fa sul Sole 24 Ore, con un titolo emblematico: "I Fondi Sovrani comprano l'Europa in saldo"⁶⁸. Dati alla mano egli dichiara che solo nell'anno 2011 i Fondi Sovrani hanno compiuto 237 operazioni per un valore complessivo di 81 miliardi di dollari, quasi raddoppiando il volume dell'anno precedente. Fattore importante di questa analisi sono, però, le destinazioni di questi investimenti; è proprio qui che emerge, infatti, come sia l'Europa, e in proporzione molto meno l'Italia presa singolarmente, a trovarsi sempre più spesso nel mirino dei grandi compratori internazionali: se nel 2010, ad esempio, il Vecchio continente aveva attirato 25 acquisizioni dai Fondi dei Paesi emergenti per 9,2 miliardi di dollari, l'anno successivo sono stati 43 (cresciute del 72%) e l'ammontare è più che raddoppiato a quota 22 miliardi, di cui 17,3 investiti dai Fondi mediorientali.

Sempre lo stesso autore descrive i Fondi Sovrani come i "Salvadanai dei Paesi", per questo sono uno specchio fedele di come cambiano gli equilibri economici, valutari e politici nello scacchiere mondiale. E l'Occidente sotto questo punto di vista, e anche secondo i rapporti del *Sovereign Investment Lab*, è sempre più in difficoltà. La fotografia evidenzia infatti che quando i Fondi delle economie mature occidentali acquisiscono partecipazioni "domestiche" si tratta per lo più di operazioni difensive, mentre nell'attivismo arabo e asiatico c'è anche l'intenzione di investire per diversificare i portafogli.

Dunque l'Europa "gioca in difesa" e i Paesi emergenti in attacco. La dimostrazione di ciò sta in cima alla classifica delle principali operazioni chiuse nel

⁶⁷ Ad esempio Citigroup, Morgan Stanley e Merrill Lynch.

⁶⁸ "I Fondi Sovrani comprano l'Europa in saldo", Marco Fernando, Il Sole 24 Ore, 24 giugno 2014

2011: entrambe portano la firma del *National Pension Reserve Fund* irlandese⁶⁹. Un salvataggio europeo in piena regola, che ricorda quelli di qualche anno fa a favore delle banche americane all'inizio della crisi mondiale, e dove l'Irlanda si è trovata costretta a trasformare in corsa un Fondo Pensione in un Fondo Strategico.

Ben diverso il modo di agire dei Fondi di altri Paesi, cosiddetti emergenti. Forti dei surplus generati dal petrolio ai massimi storici e da una bilancia commerciale favorita dall'euro forte, i salvadanai dei Paesi arabi, di Cina e Singapore stanno iniziando a diversificare i settori d'investimento. In vetta alle preferenze restano sempre le banche, che hanno attirato un quarto degli investimenti oltreconfine, ma i Fondi Sovrani cercano partecipazioni rilevanti anche dal punto di vista industriale e conseguentemente politico⁷⁰. Questo può tradursi in un segnale di fiducia nei gruppi europei? Probabilmente fino ad un certo punto. Di norma, infatti, i Fondi Sovrani privilegiano i gruppi europei con una forte esposizione commerciale sui Paesi emergenti⁷¹.

Soffermandoci sull'Italia possiamo dire che il nostro Paese, rispetto ad altri in Europa, recentemente ha attirato meno investimenti provenienti dall'estero e quindi ha prodotto meno controvalore in termini monetari. Si nota come questo fatto sia in controtendenza con le argomentazioni dibattute poco fa, cioè con il principio che l'Unione Europea negli ultimi anni, anche a causa della persistente crisi, sia un mercato molto appetibile per i Paesi emergenti e i loro Fondi Sovrani.

Come vedremo anche in seguito, l'Italia con 1,5 miliardi di dollari di investimenti nel 2013 conferma lo stesso dato dell'anno precedente ma la grande riallocazione di risorse che si verifica in altri Paesi europei, però, non tocca l'Italia. La Francia, ad

69 La banca, in due *tranche*, ha investito sul gruppo Allied Irish Banks per un totale di 12 miliardi e mezzo di dollari.

70 Qui che si inseriscono ad esempio i 5 miliardi di dollari spesi dal Fondo Sovrano di Abu Dhabi nella compagnia petrolifera spagnola Cepsa, o i 3,2 miliardi del Fondo Sovrano cinese per la partecipazione nella francese GdF.

71 Tra gli altri obiettivi spiccano Iberdrola e Credit Suisse (in cui è entrato il fondo del Qatar), ma anche la squadra di Formula 1 di Mercedes. Ecco perché, conti alla mano, l'Europa nel 2012 è riuscita ad attrarre 21,9 miliardi dall'estero. Di questi, 8,4 hanno preso la via della Spagna e 3,7 della Francia. La Germania si è dovuta accontentare di 650 milioni, mentre l'Italia solo, si fa per dire, di 100 milioni di euro del Fondo libico per il 2% di Finmeccanica.

esempio, mette a segno un vero exploit, superando per la prima volta anche il Regno Unito, come anche la Spagna registra un forte incremento (*Appendice 1.6*).

Come mai il nostro Paese non è attrattivo nemmeno quando le condizioni sono favorevoli? Possiamo chiamare in causa corruzione, incertezza delle regole e inefficienza della burocrazia, ma in realtà un fattore specifico ostacola la presenza massiccia di Fondi Sovrani: la dimensione delle nostre imprese, troppo piccole perché possano apparire nei loro “radar”. Per cambiare verso nell’investimento sovrano in Italia, è necessario abbattere la barriera dimensionale con progetti di scala adeguata. In questa direzione una possibile strategia è selezionare imprese di medie dimensioni, *leader* in nicchie di mercato e quindi già orientate all’export, che possano crescere ulteriormente in sinergia con il Fondo Sovrano investitore. Sfruttando quest’ultimo l’impresa italiana otterrebbe, assieme ai capitali, accesso a nuovi mercati di sbocco e prospettive di crescita. I Fondi Sovrani cinesi e asiatici più in generale sembrano particolarmente adatti a svolgere questo ruolo di partner strategico.

Infine, si dice spesso che il nostro patrimonio artistico-culturale è il nostro petrolio. Così come le risorse naturali hanno alimentato i Fondi Sovrani, il nostro patrimonio potrebbe fornire la dotazione di un Fondo Sovrano permanente, costituito con l’apporto di altri Fondi Sovrani, con la missione di preservare e valorizzare beni di inestimabile valore⁷².

L’attività dei Fondi Sovrani ha però suscitato, come vedremo soprattutto in seguito, timori e perplessità. Uno studio di Bertoni del 2008⁷³ ha rivelato come l’interesse verso i Fondi Sovrani possa essere statisticamente correlato alla turbolenza dei mercati. Studiando la relazione tra l’interesse mostrato dalla stampa economica internazionale verso i Fondi Sovrani e la volatilità di un determinato rendimento, la presenza dei Fondi è risultata significativa soprattutto quando il mercato è stato più volatile, ciò a indicare il desiderio e la paura connessi ad un loro intervento nella crisi finanziaria.

⁷² *Italia ancora piccola per entrare nel radar*, Bernardo Bortolotti, Il Sole 24 Ore, 27 giugno 2014

⁷³ Studio sull’approccio verso i Fondi Sovrani degli Stati riceventi i finanziamenti di Roberto Bertoni presso Institute of Ecosystem Study.

Queste istituzioni hanno mani libere nelle scelte finanziarie e appaiono più dinamiche delle decisioni politiche, che, invece, si muovono all'interno di una rete ideologico-lobbystica che le vincola e allunga i tempi dell'azione.

Arrivando ai dati e alle valutazioni più recenti, risalenti alla fine del 2013 e all'inizio del 2014, si può delineare una situazione che segnala come l'ammontare complessivo delle risorse a disposizione dei Fondi Sovrani, patrimoni giganteschi costituiti per lo più grazie alle esportazioni di petrolio e gas, ormai ha ampiamente superato i 4.000 miliardi di dollari, quasi il 30% in più di fine 2012.

Il merito, però, è soprattutto dei mercati, e in particolare delle borse mondiali, che hanno gonfiato patrimoni da sempre ricchi di azioni; in calo invece i contributi derivanti dalle attività sottostanti ai fondi: il calo del petrolio o il rallentamento delle vendite estere di alcuni grandi Paesi esportatori hanno iniziato a contrarre la crescita naturale dei veicoli d'investimento di Paesi abituati fino a poco tempo fa ad un flusso continuo e cospicuo di risorse fresche. Proprio per questo, passata l'euforia che aveva spinto i fondi a scegliere investimenti spesso ad alto rischio, adesso si privilegiano scelte più prudenti sul fronte delle aree di destinazione dei fondi.

Così si spiega la progressiva ritirata dai Paesi emergenti⁷⁴. Discorso analogo per i settori: dopo aver per anni fatto la corte alla finanza, alle materie prime, ai metalli preziosi, ora si cercano fortune nelle infrastrutture e nelle utility. In pratica tutto ciò che offre un po' meno ma garantisce di più.

Nell'ultimo anno si sono investiti 50 miliardi, in calo rispetto agli oltre 58 del 2012 (*Appendice 1.5*). Tra i 175 investimenti di rilievo a livello mondiale spicca l'acquisizione da parte del Fondo Sovrano di Singapore del maxi complesso immobiliare londinese di Brodagate per 2,78 miliardi, una cifra che ne fa la più grande operazione in Europa dopo la crisi finanziaria. Nella Top 20 dell'anno compare anche

74 Il Brasile che è sceso dai 2,98 miliardi di dollari di investimenti attratti nel 2012 agli 1,37 del 2013, e la Cina che si è dovuta accontentare di 1,13 miliardi dopo una cifra record di quasi 9 miliardi di solo un anno prima; segno opposto, invece, per la maggior parte dei Paesi europei, ma anche per l'Australia e, soprattutto, gli Stati Uniti, che da 2,12 miliardi del 2012 sono riusciti, l'anno dopo, ad attrarre quasi 8 miliardi di dollari di fondi per lo più mediorientali, cinesi e anche scandinavi, considerato che per la prima volta nella sua storia anche il *Norway Government Pension Fund* ha vinto il "tabù" degli Stati Uniti nel 2013.

l'Italia, con la cessione dell'area milanese di Porta Nuova alla *Qatar Investment Authority*; l'esborso in questo caso è stato di poco superiore al miliardo, che sommato all'acquisizione dello storico hotel Eden di Roma riconducibile alla *Brunei Investment Agency*, porta il "bottino" italiano a un miliardo e mezzo, sui livelli dello scorso anno.

Il 27 giugno scorso si è svolta a Firenze la presentazione del rapporto appena trattato, seminario che è stato organizzato dallo Studio Legale Scala di Milano. Tra le personalità di spicco hanno presieduto la riunione anche il direttore del *Russian Direct Investment Fund*, Sean Glodek, e il capo delle strategie della *Qatar Investment Authority*, Stefan Frank⁷⁵.

2.1.1 Cosa e quali sono

I fondi sovrani sono alcuni particolari modi di investimento pubblici controllati direttamente dai governi dei relativi Paesi e capaci di agire su scala globale, che vengono utilizzati per investire in strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, immobili); un fondo sovrano può ottenere le proprie risorse anche da surplus della bilancia dei pagamenti del Paese che lo controlla, da operazioni in valuta straniera, dai proventi di operazioni di privatizzazione, da surplus fiscali. In pratica si tratta di gestori di risorse dello Stato che investono sul mercato per ottenere profitti o vantaggi strategici.

Oggi ci sono circa 60 fondi sovrani globali che hanno assunto un ruolo di primo piano nell'industria finanziaria mondiale. I fondi sovrani sono nati soprattutto nei Paesi esportatori di petrolio: Emirati Arabi Uniti, Qatar, Norvegia, ma ne esistono anche ad Abu Dhabi e Dubai, dove è detenuto circa il 5% della Ferrari. Per quanto riguarda il Sud-Est asiatico, invece, gli esempi più importanti sono Singapore, dove, il governo ha costituito il fondo Temasek, uno dei primi nati e uno dei più attivi, e soprattutto la Cina. Essa infatti dispone di ingenti riserve di valuta estera, grazie al suo notevole surplus commerciale; tali riserve sono in gran parte investite in titoli di Stato statunitensi ed europei. Nel 2007 è stato costituito il *China Investment Corporation* (CIC), un fondo d'investimento con una dotazione di 200 miliardi di dollari attivo sul mercato

⁷⁵ I *Fondi Sovrani puntano a Ovest*, Marco Ferrando, Il Sole 24 Ore, 27 giugno 2014

azionario⁷⁶.

La nascita di un fondo sovrano cinese, l'accresciuta importanza di quelli arabi ed i possibili investimenti da parte di fondi russi ha destato preoccupazioni in Europa e negli USA per le possibili interferenze da parte di governi stranieri, come abbiamo visto con una visione particolare della democrazia, nella gestione delle imprese in cui questi investono. La Commissione Europea ha chiesto ai governi nazionali di evitare l'adozione di misure protezionistiche nei confronti degli investimenti dei fondi sovrani, richiamando l'attenzione degli Stati Membri sul fatto che eventuali restrizioni agli investimenti dei fondi sovrani dovranno risultare compatibili con i principi stabiliti dal Trattato CE, in particolare quelli in materia di libera circolazione di capitali⁷⁷.

Negli ultimi quindici anni i fondi sovrani (*Sovereign Wealth Fund*, SWF) hanno assunto un peso sempre più rilevante sui mercati finanziari internazionali, anche se sono contraddistinti da un certo grado di eterogeneità che rende non immediata una loro definizione.

Una delle definizioni più complete sembra essere quella fornita da Monitor Group e Fondazione ENI Enrico Mattei, che qualifica i fondi sovrani come soggetti che rispondono alle seguenti caratteristiche e che differenzia questi ultimi da altri enti:

E' posseduto direttamente da uno Stato sovrano, concetto che comprende sia i governi centrali sia le entità istituzionali subnazionali, come ad esempio l'Alaska, il New Mexico e l'Alabama.

E' gestito in maniera indipendente rispetto alle altre istituzioni finanziarie statali.

Non ha obblighi di supporto al sistema pensionistico nazionale che siano espliciti e predominanti.

Investe in un set differenziato di classi di attivo con un obiettivo di rendimento di lungo periodo.

Indirizza una parte significativa dei propri investimenti all'ambito internazionale.

Oltre ad una loro definizione, una prima possibile classificazione dei fondi sovrani

⁷⁶ Il primo investimento del neonato fondo è stato l'acquisto di una quota pari a circa il 10% di BlackStone Group, una importante società finanziaria statunitense, cui ha fatto seguito l'investimento da 5 miliardi di dollari nella banca Morgan Stanley.

⁷⁷ Cosa sono i fondi sovrani, <http://www.ricercalegis.it/fondisovrani.htm>

può derivare dalla loro specifica fonte di reddito. Esistono infatti SWF che possono essere definiti come *commodity funds*, che sono finanziati essenzialmente tramite la vendita di materie prime, in primis il petrolio. Questi fondi raccolgono in buona sostanza il risparmio nazionale derivante da risorse naturali e hanno come finalità generale quella di stabilizzare il bilancio nazionale e di supportare nel lungo termine schemi previdenziali e spese sociali di vario genere, ad esempio SWF medio orientali o *Norway Government Pension Fund*. Ed esistono *non-commodity funds* che sono per lo più destinatari di surplus derivanti da attivi della bilancia commerciale, e con finalità più eterogenee dato che nella loro gestione possono essere coinvolte banche centrali ed autorità monetarie, ad esempio SWF asiatici.

Una classificazione più dettagliata può essere inoltre ricavata dai diversi obiettivi di investimento, anche se data l'eterogeneità dei soggetti gli obiettivi di investimento sono spesso sovrapposti all'interno di singoli fondi sovrani. Una classificazione dei macro obiettivi può comunque essere la seguente:

Stabilization funds: l'obiettivo, tipico dei *commodity funds*, è quello di neutralizzare gli effetti che la volatilità dei prezzi delle materie prime può avere sul bilancio pubblico, e cioè gestire gli asset accumulati nei periodi di ampie entrate fiscali per fare fronte agli ammanchi degli anni di entrate fiscali in riduzione.

Saving funds: l'obiettivo, in generale, è quello di supportare il governo nazionale nel lungo termine. Spesso parte degli asset sono dedicati a schemi previdenziali e spese sociali in ottica di equità intergenerazionale.

Reserve funds: l'obiettivo è quello di gestire in maniera efficiente riserve valutarie denominate in valuta diversa da quella nazionale, quindi di sostanziale gestione della volatilità dei tassi di cambio.

Development funds: l'obiettivo è quello di allocare risorse per finanziare progetti socio-economici come ad esempio infrastrutture, centri di ricerca e settori industriali considerati strategici.

Pension related funds: l'obiettivo è quello di finanziare specifiche passività pensionistiche o comunque di supportare direttamente il bilancio statale per quanto concerne finalità previdenziali.

Il più anziano dei fondi sovrani esistenti è il Kuwait Investment Authority fondato già nel 1953. Nonostante le turbolenze che hanno contraddistinto l'economia mondiale negli ultimi anni, portando come esempio i periodi di maggior difficoltà per i mercati finanziari, nel 2009 sono nati 11 SWF e altri 4 sono stati costituiti solo nei primi mesi del 2010.

Lo sviluppo dei Fondi Sovrani è un fenomeno relativamente recente. Infatti, come si evince dal grafico (*Appendice 1.7*), la maggior parte dei Fondi Sovrani esistenti (67%) ha visto la luce dopo il 2000.

Gli *asset* complessivi attribuibili al segmento nel suo complesso sono passati dai 1.000 miliardi di dollari circa dell'inizio del nuovo millennio, ai circa 4.000 miliardi dopo dieci anni. Nell'ultimo biennio la dinamica dei mercati finanziari da un lato e la contemporanea correzione dei prezzi delle materie prime dall'altro hanno sicuramente influito su entrate e controvalori degli investimenti, ma entro la fine del 2012 gli *asset* complessivi del segmento hanno superato sicuramente i 6.000 miliardi di dollari (*Appendice 1.8*). Infine si stima che il numero di Fondi è destinato a salire ulteriormente arrivando a superare quota 70 entro il 2015⁷⁸.

2.1.2 Come agiscono

Il grande sviluppo dei Fondi Sovrani a livello globale si affianca a cambiamenti nelle strategie di investimento perseguite. Infatti, fino a circa 6-7 anni fa, i Fondi Sovrani adottavano politiche di investimento molto conservatrici e il loro patrimonio era investito in larga parte in titoli di Stato statunitensi⁷⁹.

A partire dal 2007, l'aumento vertiginoso del prezzo del petrolio e di altre materie prime ha consentito ai Paesi ricchi di tali beni di accrescere notevolmente le risorse destinate ai Fondi Sovrani e ciò ha reso i Fondi stessi più propensi a diversificare i propri portafogli e a investire in strumenti azionari. Allo stesso tempo, la svalutazione

78 *Fondi sovrani: caratteristiche, dimensioni e scelte di investimento*, <http://www.prometeiaadvisor.it>

79 Tuttavia, nel 1987 suscitò clamore l'acquisto, da parte del fondo kuwaitiano Kuwait Investment Authority, di oltre il 20% delle azioni del gigante dell'industria petrolifera British Petroleum, da poco privatizzata. In quell'occasione, il governo britannico, ritenendo tale situazione incompatibile con gli interessi nazionali, intervenne con pressioni politiche, imponendo sostanzialmente al fondo di cedere imponendo sostanzialmente al fondo di cedere oltre la metà della propria partecipazione.

del dollaro ha indotto i Fondi Sovrani a ridurre l'esposizione verso i titoli di stato Usa.

La tabella (*Appendice 2.1*) mostra, infatti, come fra il 2008 e il 2012 il patrimonio gestito dai Fondi Sovrani sia cresciuto da 2 a 4,6 miliardi di dollari Usa, passando dal 3% al 6% circa del PIL mondiale.

La tabella (*Appendice 2.2*) mostra che i maggiori Fondi Sovrani sono stati istituiti in Paesi asiatici e del medio-oriente; infatti i Fondi di tali Paesi rappresentano il 60% del numero dei Fondi e gestiscono il 76% del patrimonio complessivo amministrato dai Fondi Sovrani.

Il settore dei Fondi Sovrani è estremamente concentrato. I primi 5 Fondi Sovrani detengono più del 50% dell'intero patrimonio gestito dai SWF e i primi 10 Fondi Sovrani circa il 75% (*Appendice 2.3*).

Per ciò che riguarda le scelte di *asset allocation*, la tabella (*Appendice 2.4*) mostra come per alcuni dei principali Fondi Sovrani le azioni abbiano un peso rilevante sul patrimonio, mentre solo per pochi gli investimenti immobiliari risultano significativi; il peso delle obbligazioni, invece, è molto variabile.

Con specifico riferimento agli investimenti azionari, sebbene il portafoglio delle partecipazioni risulti molto diversificato, è possibile individuarne tre principali settori di interesse dei Fondi Sovrani: a) risorse naturali (carbone, petrolio, gas naturale e metalli); b) industrie collegate a tali settori (trasformazione, energie rinnovabili e trasmissione dell'energia); c) servizi finanziari.

Ora poniamo attenzione sulla trasformazione dei vari tipi di investimento avvenuta negli ultimi anni. Come si può notare dal grafico in allegato, nel 2010 nell'ambito degli investimenti azionari, quelli effettuati nel settore finanziario rappresentavano il 75% del totale (si stima che tra il 2009 e il 2010 i Fondi Sovrani abbiano investito in istituzioni finanziarie occidentali circa 55 miliardi di dollari)⁸⁰. Nel

80 Ad esempio, il Fondo Sovrano di Singapore, il Government Investment Corporation, ha partecipato nel 2007 sia alla ricapitalizzazione di UBS (sottoscrivendo una quota di poco inferiore al 10%), sia all'aumento di capitale di *Citigroup*, nel gennaio del 2008, con un investimento di 6,68 miliardi di dollari. All'aumento di capitale di *Citigroup* ha partecipato anche il Fondo Sovrano del Kuwait con 3 miliardi di dollari; lo stesso Fondo ha anche preso parte alla ricapitalizzazione di *Merrill Lynch*, insieme a quello della Corea del Sud. Anche negli anni successivi all'esplosione della crisi globale i Fondi Sovrani hanno continuato a manifestare forte interesse per gli investimenti nel settore bancario: infatti nella lista delle dieci operazioni più rilevanti effettuate dai SWF, redatta annualmente dal *Sovereign Wealth Institute* (istituto americano specializzato nell'analisi delle transazioni effettuate dai

2011 si è assistito, invece, ad un'inversione di tendenza, con forti investimenti azionari nei settori non finanziari (automobilistico⁸¹, infrastrutture e industria di lusso)⁸². Dal 2012 il settore finanziario è tornato ad essere quello in cui i Fondi Sovrani hanno investito maggiormente, dal momento che il 40% circa del valore degli investimenti azionari effettuati si è concentrato in tale settore (*Appendice 1.10*).

I dati disponibili attualmente mostrano che, salvo alcune rilevanti eccezioni, i maggiori Fondi Sovrani investono prevalentemente al di fuori del proprio Paese di istituzione (*Appendice 2.5*).

Per quanto riguarda, più in particolare, la distribuzione geografica degli investimenti azionari, essi sono effettuati in Asia, Medio Oriente ed Europa e che la fonte del finanziamento sia indirizzata soprattutto verso il commercio di petrolio e gas piuttosto che in attività finanziarie o di altro tipo.

I Fondi Sovrani, o *Sovereign Wealth Funds* (SWF) hanno un impatto di enorme importanza sui mercati internazionali. Proviamo a descrivere le caratteristiche dei SWF che influenzano maggiormente i mercati:

L'operatività e la dimensione significativa dei Fondi Sovrani apporta benefici relativi a una maggiore completezza, stabilità e profondità dei mercati stessi.

Rappresentano una fonte di liquidità in fasi di crisi finanziaria capaci di arginare la carenza di capitale.

Possono portare ad un'efficienza allocativa che viene individuata nel fatto che la gestione dei loro investimenti può attuarsi in una ampia gamma di strumenti.

Fondi Sovrani) sia nel 2010 che nel 2011 compaiono molte operazioni riguardanti il settore bancario: in particolare, si segnala nel 2010 l'investimento del Fondo Sovrano del Qatar, la Qatar Investment Authority, nella *Agricultural Bank of China* e nel *Banco Santander* e, nel 2011, in *Barclays* e in *Credit Suisse*.

81 Nella figura all'interno della categoria "Industria e Servizi" sono ricompresi, anche, il settore automobilistico e dei trasporti, nei quali nel 2009, si è concentrato quasi il 50% del valore degli investimenti effettuati dai SWF (rispettivamente il 25,3% nel primo e il 21,7% nel secondo).

82 Nel 2009, il fondo Qatar Investment Authority ha investito 13,2 miliardi di dollari nelle ferrovie del Qatar, 9,9 miliardi nel 10% di *Porsche* e altri 4,6 miliardi nel 17% di *Volkswagen*. L'International Petroleum Investment Company (Adu Dhabi) ha investito 4,3 miliardi di dollari in *Cespa*, compagnia petrolifera spagnola, 2,6 miliardi nella casa automobilistica tedesca *Daimler* e altri 2,3 miliardi in *Borealis*, società chimica canadese. La China Investment Corporation ha investito 1,9 miliardi di euro nell'indonesiana *PT Bumi*, il più grande produttore mondiale di carbone, e altri 1,5 miliardi nella *Teck Resource*, importante gruppo minerario canadese; recente la sua acquisizione dell'8,7%, della *Thames Water*, società di gestione idrica di Londra.

Rappresentano anche una possibile fonte di instabilità. Si ritiene infatti che la ricomposizione dei portafogli di investimento comporti che le attività “rischiose” ricevano dai fondi sovrani un maggior supporto.

Possono determinarsi situazioni di abuso di posizione dominante o accordi di cartello.

Oltre a influenzare l'economia globale in diversi modi gli SWF a più riprese hanno destato preoccupazioni ai governi dei vari Paesi. Le condizioni elencate di seguito inducono tali Paesi a una maggiore chiusura agli investimenti internazionali, specie in questa fase di de-globalizzazione. Esse principalmente si possono riassumere in:

L'acquisizione di *asset* strategici da parte dei SWF. Crea particolare apprensione il potenziale coinvolgimento di governi stranieri in settori strategici come quello della difesa al fine di acquisire il *know-how* di quelle imprese.

Trasparenza dei mercati finanziari. Secondo una recente indagine del FMI sui fondi sovrani, più di un quinto di questi non è tenuto a comunicare alcun genere di informazione circa la propria attività ai rispettivi legislatori. L'unico fondo che pubblica la composizione delle proprie attività è il *Norway's Pension Fund*. Inoltre, investimenti controllati da governi stranieri come quelli dei fondi sovrani destano preoccupazioni perché non sempre sono chiari gli obiettivi degli investitori e i motivi che ne guidano le azioni (considerazioni di tipo commerciale o motivi politici e obiettivi di politica estera).

Sovranità. Una recente indagine sulle istituzioni finanziarie globali rivela che i soggetti privati ritengono più probabile che i fondi sovrani perseguano interessi strategici piuttosto che il massimo rendimento, sebbene i SWF rispondano il contrario.

Impatto sulla stabilità dei mercati finanziari. Le dimensioni raggiunte dagli SWF potrebbero comportare anche delle conseguenze negative per l'andamento degli stessi mercati, riconducibili al rischio che eventuali variazioni repentine delle strategie di investimento degli SWF possano generare elevata volatilità di mercato.

L'accresciuta rilevanza dei SWF potrebbe contribuire a modificare gli equilibri della geopolitica mondiale tra stati non democratici, dove sono concentrati per la

maggior parte i SWF, e stati democratici, dove i loro investimenti vanno a localizzarsi.

Gli stati proprietari dei SWF possono aumentare un potere negoziale nei confronti del futuro politico dei Paesi in cui hanno investito, in tal modo sollevando interrogativi circa la sicurezza nazionale.

I Paesi titolari dei SWF possono promuovere le proprie aziende nazionali a scapito delle aziende dei Paesi in cui investono, indebolendo con pratiche, lecite e non, la concorrenza. Il fine dell'acquisizione o dell'investimento in aziende di altri Paesi potrebbe essere quello di indebolirle o controllarle allo scopo di rafforzare le proprie aziende pubbliche fino a fargli ottenere, in alcuni casi, poteri monopolistici.

Il possibile conflitto di interessi tra i proprietari dei SWF e le aziende acquisite o i governi dei Paesi in cui stanno investendo. Per esempio, se un Paese bisognoso di materie prime acquisisce la proprietà di un'azienda del settore attraverso i suoi SWF, gli interessi dell'azienda di tenere alti prezzi e profitti confliggono con quelli del Paese proprietario del SWF di ridurre quanto più possibile i costi legati all'approvvigionamento di materie prime.

I SWF potrebbero far valere i propri diritti di azionisti di controllo anche creando delle alleanze trasversali tra loro, per decidere i Ceo delle aziende partecipate. Questo normale ruolo degli azionisti, specie se di controllo, nel caso dei SWF può suscitare la preoccupazione che le scelte abbiano scopi politici. Anche nei casi in cui non esercitino il controllo, ma detengano comunque quote significative, è realistico immaginare che i SWF possono esercitare una certa influenza.

La proprietà pubblica dei SWF potrebbe ridurre l'efficienza delle aziende in cui essi hanno investito, sia perché vi è una valenza politica sia perché manca la qualificazione per gestire gli investimenti.

Gli effetti distorsivi sulla concorrenza internazionale: i SWF possono accordare vantaggi sui propri mercati alle aziende partecipate di cui altre aziende concorrenti non dispongono. L'esempio è quello del fondo Blackstone, partecipato dal CIC cinese, che ha effettuato agevolmente investimenti in un'azienda chimica cinese e immobiliari a Shanghai, mentre altri fondi di *private equity* incontravano notevoli resistenze.

2.1.3 Regole che li governano

Negli ultimi anni sono state create delle legislazioni apposite per regolamentare nel migliore dei modi gli SWF e per fare in modo che la loro gestione avvenga nella maniera più omogenea possibile nel panorama mondiale.

I principi regolatori degli SWF alla base di ogni regolamentazione sono:

Transparency (trasparenza), con lo scopo di avere una visione standard del valore degli *asset* da dirigere, delle strategie, degli obiettivi di allocazione e diversificazione dei portafogli, del sistema associato al rischio di gestione e di controllo.

Accountability (responsabilità), con lo scopo di limitare le azioni troppo speculative.

Reciprocity (reciprocità), cioè garantire l'apertura dei mercati dei Paesi di origine dei fondi sovrani ai Paesi investitori.

Un modo per ridurre le preoccupazioni, fondate o infondate che siano, sui SWF è quello di verificarne e promuovere la trasparenza, il principio più importante di regolazione dei Fondi Sovrani.

La trasparenza è importante poiché sulla sua base vi è la possibilità di chiedere conto delle scelte di investimento dei SWF da parte degli *stakeholders* domestici e internazionali. Fino ad oggi i SWF sono stati alquanto riluttanti nel dischiudere informazioni sulle proprie strategie e *performance*. E' noto come vari governi cerchino di preservare la propria sovranità anche mediante l'opacità delle proprie scelte finanziarie, ma quando essi operano al di fuori dei propri confini nazionali, la loro sovranità non può prevalere ed essi sono tenuti a ricercare soluzioni cooperative.

Per valutare l'affidabilità di ciascun Fondo Sovrano e visto che la scarsa trasparenza dei SWF è emerso come problema da gestire sono stati elaborati alcuni indici. Noi analizzeremo quello elaborato da *Edwin Truman*⁸³ del Peterson Institute, il

83 Lo *scoreboard* costruito da Truman copre quattro categorie fondamentali: struttura, *governance*, trasparenza e responsabilità, regole di comportamento sui mercati. Nell'ambito di ciascuna categoria vengono poste delle domande (33 in totale) del tipo "sì/no" a cui corrispondono rispettivamente i punteggi 1 e 0. Sono previsti anche casi in cui vengono attribuiti punteggi parziali. Per ogni categoria e per il totale, il punteggio di ogni SWF è dato dalla percentuale raggiunta da ogni fondo in rapporto al punteggio massimo di categoria o totale. La classificazione è stata applicata a 44 SWF. La fonte primaria delle valutazioni è data dai documenti pubblicati su base regolare e sistematica di ogni fondo. Qualora questi non siano disponibili, vengono considerate anche le informazioni rese pubbliche attraverso interviste, siti internet, conferenze stampa.

più noto e più utilizzato, e quello di *Linaburg-Maduell* del Swf Institute.

I fondi che raggiungono il punteggio più elevato sono il *Superannuation Fund* neozelandese e il *Canada Pension Plan* con 95 punti su 100 seguiti a breve distanza dall'*Alaska Permanent Fund* con 94 punti e dal *Norwegian Government Pension Fund* con 92. Quello che si comporta peggio è proprio il SWF più grande, ovvero l'ADIA di Abu Dhabi che ottiene solo 9 punti. L'ADIA in 30 anni non ha mai reso disponibile alcuna informazione finanziaria. La mancanza di trasparenza è tanto più problematica quanto maggiori sono le dimensioni dei SWF.

Complessivamente 22 fondi hanno un punteggio superiore a 60, 14 stanno sotto i 30 punti e 10 fondi si pongono in una situazione intermedia.

Un altro indice di trasparenza spesso utilizzato è il *Linaburg-Maduell Transparency Index*⁸⁴, così chiamato dal nome dei suoi due creatori, fondatori nonché rispettivamente vicepresidente e presidente del Swf Institute. L'indice è stato costruito sulla base della condotta del *Norwegian Government Pension Fund*, considerato l'esempio più virtuoso tra i SWF in termini di trasparenza e responsabilità.

Nonostante le dimensioni analizzate in questo caso siano in numero minore rispetto all'indice di *Truman*, le conclusioni cui si giunge per i principali SWF sono abbastanza simili.

Secondo alcuni studi appare evidente la relazione di proporzionalità diretta generalmente esistente tra la democraticità dei sistemi di governo dei Paesi detentori di SWF e il livello di trasparenza di quest'ultimi (*Appendice 1.12*). Questa correlazione è mostrata sia nel *paper* di Beck e Fidora, *The impact of Sovereign Wealth Funds on*

84 Il *Linaburg-Maduell* è l'indice più conosciuto in grado di tradurre in un valore numerico il grado di trasparenza di un dato Fondo Sovrano. Questo indice stila la classifica di tutti gli altri Fondi, in una scala da 1 a 10, attraverso l'analisi di soddisfazione di dieci principi fondamentali: 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; il fondo presenta spontaneamente *audit e report* annuali aggiornati; il fondo rende pubblici dati relativi alla distribuzione geografica ed alle percentuali delle compagnie controllate e partecipate; il fondo rende pubblici il proprio portfolio di mercato, i ritorni e i compensi del management; il fondo presenta chiari obiettivi e strategie; il fondo presenta linee guida confacenti a standard etici, procedure di investimento e supporti alle linee guida; il fondo fornisce i contatti dei referenti; il fondo identifica manager esterni; il fondo possiede un proprio sito web; il fondo fornisce i contatti ed i riferimenti dei propri uffici. Per il Swf Institute il *rating* minimo per vantare un livello sufficiente di trasparenza è 8.

global financial markets, sia nel contributo di Fabio Bertoni, *Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: “stepping stones” o “stumbling blocks”?*, sull’*Osservatorio Monetario*.

Nel lavoro di Beck e Fidora si è messo in correlazione l’indice di Truman con due indicatori istituzionali: un indice della qualità del sistema legale e un indice del livello di democraticità del Paese. Risulta una correlazione sistematica tra basso livello di trasparenza, da un lato, e bassa qualità del sistema legale e di democraticità del Paese dall’altro. Non sorprende dunque che i SWF con sede nei Paesi Ocse siano più trasparenti di quelli dei Paesi emergenti, soprattutto dei Paesi non democratici.

Nello studio di Bertoni⁸⁵ si arriva alle medesime conclusioni misurando la correlazione che risulta essere positiva tra indice di Truman e democraticità del Paese.

Tali risultati accentuano le preoccupazioni relativamente all’eventualità del perseguimento di fini politico-strategici da parte dei SWF, la maggior parte dei quali proviene da Paesi non democratici: bassi livelli di trasparenza dei Fondi Sovrani in combinazione con bassi livelli di democrazia del Paese di origine possono rendere più plausibile il perseguimento di obiettivi di tipo non economico/finanziario anche se non esiste evidenza empirica a riguardo.

Sulla base dello *scoreboard* di Truman sono stati elaborati alcuni principi i quali sono stati successivamente mutuati dal Fmi e dal suo gruppo di lavoro ai fini della redazione di un codice di condotta per i SWF, volontario e condiviso, avente come obiettivo principale una maggiore trasparenza. Tali codici esistono già all’interno di molte giurisdizioni per gli investitori del settore privato. Si tenga, comunque, presente che né i codici di condotta né una maggiore trasparenza possono dare una risposta certa a tutti gli interrogativi e a tutte le preoccupazioni che i SWF destano.

Consideriamo adesso gli orientamenti sovranazionali che mirano alla definizione di principi condivisi per la condotta sia dei SWF che dei Paesi che ne ricevono gli investimenti, al fine di evitare entrambi gli eccessi del liberismo sregolato e del protezionismo. Le due istituzioni che si sono impegnate in tale direzione sono state il

85 Studio sull’approccio verso i Fondi Sovrani degli Stati riceventi i finanziamenti di Roberto Bertoni presso Institute of Ecosystem Study.

Fmi e l'Ocse. Il primo ha istituito un apposito gruppo di lavoro che ha emanato, nell'ottobre 2008, dei principi su base volontaria per i SWF; l'Ocse si è invece occupata delle linee guida per i Paesi riceventi gli investimenti dei SWF. L'intervento di questi soggetti sovranazionali è certamente importante per far convergere i singoli stati verso uno standard condiviso su una questione di ovvia natura internazionale e globale.

Numerose sono le premesse all'intervento del Fmi in tema di SWF. Innanzitutto vi è il G8 che, nel summit del giugno 2007, ha ribadito l'impegno dei Paesi del Gruppo a mantenere un clima favorevole e aperto agli investimenti internazionali limitando le restrizioni a specifici casi concernenti la sicurezza nazionale. E ancora, nell'ottobre 2007, i ministri finanziari del G7 e i governatori delle banche centrali hanno dichiarato che i SWF sono attori sempre più importanti del sistema finanziario internazionale e che le economie dei Paesi del Gruppo possono trarre benefici dall'apertura al flusso di investimenti sovrani. Gli stessi ministri hanno sottolineato che sarebbe stato auspicabile identificare per i SWF principi di comportamento (*best practice*) in aree quali struttura istituzionale, gestione del rischio, trasparenza e responsabilità, e per i Paesi riceventi gli investimenti definire principi di non-discriminazione, trasparenza e prevedibilità.

Proprio i ministri finanziari del G7 hanno sollecitato le istituzioni internazionali quali il Fmi, la Banca Mondiale e l'Ocse a studiare la questione. Nello stesso periodo il Dipartimento del Tesoro americano elaborava 5 principi guida relativi a motivazioni, *governance* e trasparenza, correttezza, rispetto delle regole del Paese ospite, stabilità dei mercati. Nel marzo 2008, con i governi di Singapore e Abu Dhabi, il Dipartimento emanava una dichiarazione congiunta in cui i due Paesi accoglievano i 5 principi guida come base dei codici di condotta per i loro SWF. A sua volta, nel febbraio 2008, la Commissione Europea emanava una comunicazione, poi recepita dal Consiglio, sull'approccio comune europeo ai SWF.

Sulla base di queste sollecitazioni, linee di indirizzo, iniziative, il Fmi ha deciso di occuparsi dei SWF istituendo, il 30 aprile 2008, un gruppo di lavoro internazionale, l'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)*⁸⁶.

86 Dell'IWG fanno parte i rappresentanti di 23 governi, tutti dotati di SWF: Australia, Azerbaijan, Bahrain, Botswana, Canada, Cile, Cina, Corea del Sud, Emirati Arabi, Guinea Equatoriale, Iran, Irlanda, Kuwait, Libia, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Qatar, Russia, Singapore, Stati Uniti,

La scelta di non affrontare unilateralmente le questioni individuate come rilevanti, ma di istituire un gruppo composto da rappresentanti dei Paesi dotati di SWF per arrivare a una formulazione condivisa dei principi è risultata particolarmente efficace. Il gruppo infatti è stato in grado di integrare in un clima costruttivo attori eterogenei con interessi e visioni politiche divergenti se non contrastanti, riuscendo a superare la diffidenza mostrata da alcuni di essi, in particolare Russia e Cina, nei confronti dell'iniziativa e arrivando a creare un clima di cooperazione tra Paesi di origine e Paesi riceventi. Non a caso le negoziazioni si sono concluse in soli sei mesi.

All'IWG è stato assegnato il compito di redigere un codice di condotta per i SWF sotto il coordinamento del Fmi. A tal fine l'IWG si è riunito tre volte: a Washington, a Singapore e a Santiago. In occasione del terzo incontro, l'11 ottobre 2008, l'IWG ha pubblicato 24 principi guida, *Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)*⁸⁷.

Dice Hamad Al Suwaidi, sottosegretario alle Finanze di Abu Dhabi: «La nostra responsabilità non è mai stata così grande come in questi tempi di incertezza». Al Suwaidi è il rappresentante dell'IWG assieme a Jaime Caruana, direttore del Dipartimento mercati monetari e capitali del Fmi. Sempre Al Suwaidi afferma che: «I Fondi Sovrani vogliono essere più trasparenti, ma non vogliono essere discriminati». I *Principi di Santiago*, secondo Al Suwaidi, “rappresentano un passo avanti importante per chiarire ogni possibile confusione sull'agenda dei Fondi Sovrani”. A suo parere: “L'ostilità che si era manifestata in diversi Paesi contro i Fondi Sovrani si è molto ridotta in seguito all'avvio dei lavori sui principi”⁸⁸.

In sintesi, con i Principi di Santiago i fondi sovrani si sono proposti di aiutare i Paesi di destinazione a mantenere uno stabile sistema finanziario globale ed un libero flusso di capitali, rispettare tutte le normative e i requisiti di pubblicazione delle

Timor Est, Trinidad e Tobago. A questi si aggiungono alcuni osservatori permanenti: Arabia Saudita, Oman, Vietnam, Banca Mondiale, Ocse. Il gruppo si compone anche dei rappresentanti dei Paesi riceventi: Australia, Brasile, Canada, la Commissione Europea, Francia, Germania, Giappone, India, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Sud Africa.

87 I GAPP sono detti anche *Principi di Santiago*, dal nome della capitale cilena presso cui sono stati approvati. Come accennato in precedenza, essi sono stati creati per far fronte ai rischi che possono sorgere dalla poca trasparenza dell'operato dei Fondi Sovrani e per evitare l'insorgere di posizioni dominanti o interessi strategici che questi ultimi possono avere.

88 *Fmi: fondi un po' meno "sovrani"*, Alessandro Merli, www.ilsole24ore.com, 14 ottobre 2008

informazioni nei Paesi in cui essi investono, stabilire una struttura di *governance* adeguata a fornire controlli operativi e gestione del rischio.

Nel perseguimento di "Obiettivi e Finalità", i membri IWG hanno attuato o intendono attuare i seguenti principi e pratiche, su base volontaria, quindi generalmente accettati, ognuno dei quali è soggetto alle leggi, ai regolamenti, ai requisiti e agli obblighi del Paese di origine. Questo punto è parte integrante del GAPP⁸⁹.

Se questi principi vengono applicati in maniera corretta i SWF guadagnano in trasparenza, responsabilità e buona *governance* e ciò potrebbe contribuire a una maggiore stabilità dei mercati finanziari internazionali e apertura dei mercati nazionali agli investimenti esteri. Inoltre, questione spesso trascurata, ne guadagnano anche i cittadini dei Paesi proprietari dei SWF in quanto, grazie alla maggiore trasparenza, potrebbero meglio valutare l'utilizzo della ricchezza nazionale.

Aldilà di queste ottimistiche enunciazioni, i GAPP hanno ricevuto alcune critiche a loro volta sottoposte a dibattito. La stessa Commissione Europea ha affermato che sulla trasparenza si poteva fare di più, richiedendo maggiori informazioni in termini di partecipazioni detenute, composizione valutaria, esercizio del diritto di voto. Altri hanno visto un limite nella volontarietà dell'adozione di tali principi. Secondo altri critici ancora, il codice di condotta rischia di essere inefficace a causa della mancanza di potere di monitoraggio e di imposizione di sanzioni da parte del Fmi. Per rimediare a questo limite, l'IWG ha proposto di istituire, nel 2009, un organo permanente di supervisione dei SWF con il compito di vigilare sul livello di rispetto dei *Principi di Santiago*, di aggiornare i GAPP, di facilitarne la diffusione, la comprensione e l'implementazione. Si tratterebbe di un forum internazionale sempre attivo per scambiare idee tra fondi e con i Paesi riceventi e per provvedere anche alla periodica raccolta e diffusione di dati aggregati e informazioni sui SWF e sul loro operato.

Per capire se i Principi soddisfino realmente le aspettative degli attori coinvolti e per giudicarne l'efficacia è necessario innanzitutto valutare se essi includono tutte le

89 I GAPP coprono tre aree: struttura legale, obiettivi e coordinamento con le politiche macroeconomiche; contesto istituzionale e struttura di *governance*; gestione degli investimenti del rischio.

questioni considerate critiche ed essenziali dalle analisi più accreditate. La risposta a questa domanda è positiva in quanto i principi enunciati dall'IWG sono basati non soltanto sulle dichiarazioni delle principali istituzioni coinvolte, dal Tesoro americano alla Commissione UE, ma anche sugli studi più autorevoli condotti in materia, tra cui quello di Truman di cui i GAPP non tralasciano alcun punto rilevante.

In conclusione l'emanazione dei Principi di Santiago rappresenta un passo in avanti verso l'integrazione dei SWF nei mercati finanziari globali, un contributo alla stabilizzazione degli stessi, nonché a una maggiore apertura dei mercati dei capitali. Essi vanno, cioè, visti come un punto di partenza più che di arrivo.

I singoli principi verranno presentati successivamente nell'*allegato 3.1* corrispondente.

Poiché sussiste anche il rischio che i Paesi riceventi frenino o blocchino per motivi protezionistici gli investimenti esteri dei SWF, parallelamente al lavoro dell'IWG sui SWF ha proceduto anche il lavoro dell'Ocse per definire delle linee guida per i Paesi destinatari.

Vari Paesi hanno stabilito una propria regolamentazione per l'ingresso di capitali stranieri. Tutti i governi inoltre applicano delle restrizioni con riferimento ai settori sensibili o strategici, dal punto di vista economico e/o dal punto di vista politico.

Questo insieme di condizioni e anche di restrizioni rallenta i flussi di investimenti in entrata in modo peraltro legittimo, in quanto non esistono regole internazionali che aboliscano le barriere agli investimenti, come invece avviene grazie all'attività del WTO nel campo del commercio. Si moltiplicano invece gli accordi bilaterali sugli investimenti con il rischio di frammentare i mercati dei capitali.

Secondo l'Ocse 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 alla classifica vi sono Russia, India e Cina. Paradossalmente i Paesi detentori di alcuni dei maggiori SWF sono anche quelli che hanno le regolamentazioni più restrittive per l'ingresso degli investitori esteri nel loro Paese. In termini di apertura esiste dunque una notevole asimmetria tra Paesi industrializzati (soprattutto Europa e Nord America) e mercati emergenti, caratterizzati

da molte più restrizioni.

Le credenziali dell'Ocse per la definizione di linee guida per i Paesi riceventi sono note essendo questo il primo forum internazionale dove si è discusso di pratiche di buona condotta per le politiche di investimenti internazionali: talvolta si è trattato di semplici codici di condotta o linee guida, in altri casi di norme legalmente supportate dai governi membri. Basti richiamare qui i due più significativi⁹⁰.

Nell'aprile del 2008, il Comitato degli investimenti esteri dell'Ocse, in risposta alle sollecitazioni del G7, ha presentato ai ministri dei Paesi membri il rapporto *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*⁹¹, lanciato per contrastare tendenze protezionistiche e garantire l'apertura dei mercati dei capitali agli investimenti esteri.

Nel Rapporto l'Ocse, dopo aver riconosciuto i benefici, per i Paesi riceventi, per i Paesi di origine e per i mercati finanziari internazionali, degli investimenti dei SWF, invita i Paesi destinatari ad attenersi ai principi già esistenti e codificati nell'ambito del *Code of Liberalisation* e della *Declaration*, già adottati da 41 Paesi e cioè: la non-discriminazione degli investitori esteri rispetto a quelli domestici e degli investitori di Paesi Ocse rispetto a quelli di Paesi non Ocse, la trasparenza nelle procedure/normative di limitazione degli investimenti stranieri, la progressiva liberalizzazione delle restrizioni sui movimenti di capitale, l'impegno a non introdurre nuove restrizioni.

Dalle preoccupazioni prima delineate molti stati sono passati alla reazione, sia essa correttiva o preventiva. Così, negli ultimi due anni, almeno 11 stati, che insieme rappresentano il 40% di tutti gli investimenti esteri in entrata dal 2006, hanno approvato o stanno elaborando leggi per porre restrizioni ad alcuni tipi di investimenti diretti esteri (Ide) e allargare le competenze del governo sulla supervisione degli Ide anche con un rafforzamento dei processi di autorizzazione di quelli in entrata. La maggior parte di

90 Il *Code of Liberalisation of Capital Movements*, adottato nel 1961, e la *Declaration on International Investment and Multinational Enterprises* del 1976, poi rivista nel 2000. Inoltre l'Ocse è stato anche protagonista del tentativo di creare un contesto multilaterale per redigere un sistema di regole di investimento internazionale per mezzo di un *Multilateral Agreement in Investment* negoziato tra il 1995 e il 1998 e poi fallito sotto varie pressioni.

91 Il Rapporto è rivolto ai 34 Paesi membri dell'Ocse, a 15 Paesi non membri e alla Commissione Europea. Esso si è anche giovato della consultazione con i rappresentanti di alcuni SWF. Il documento è stato approvato dai ministri dell'Ocse nel giugno 2008.

questi provvedimenti si giustifica sulla base dell'esigenza di tutelare la sicurezza nazionale o di salvaguardare i settori considerati strategici. Da sempre ogni governo ha il diritto, ma anche la responsabilità, di tutelare la propria sicurezza in settori critici, tra cui la difesa e gli armamenti⁹². Il motivo di tutto ciò non è tanto la crescita degli Ide degli ultimi anni, e in particolare quelli provenienti dai Paesi emergenti, ma soprattutto per il fatto che è cresciuta la quota di tali investimenti ascrivibile a entità governative tra cui i SWF.

Concentriamo ora la nostra attenzione sull'Italia. Pur non avendo la spiccata attitudine liberista britannica, l'Italia è classificata dall'Ocse come uno dei Paesi europei più aperti agli Ide in termini di legislazione. Nonostante ciò, nel maggio 2001 fu emanato il decreto n. 192, poi convertito in legge nel luglio 2001, che sterilizzava i diritti di voto relativi a partecipazioni superiori al 2% nel capitale sociale di imprese operanti nei settori dell'elettricità e del gas, quando tali partecipazioni fossero acquisite da imprese controllate da stati stranieri. In quel caso la vicenda nasceva per via dell'operazione di acquisizione, da parte del colosso pubblico francese Edf, di una quota del capitale di Montedison con finalità di controllo strategico. Tuttavia la reazione della Commissione Europea non ha tardato ad arrivare con una messa in mora del governo italiano. Nel 2004 ha avuto inizio il procedimento presso la Corte del Lussemburgo, che si è concluso con una sentenza di condanna dell'Italia per violazione del principio della libera circolazione dei capitali di cui all'art. 56 del trattato CE.

Nell'autunno del 2008 si è discusso della possibilità di introdurre un limite del 5% come soglia massima di partecipazione dei SWF in aziende italiane. Tale proposito non si è mai tradotto in legge e, anzi, da allora l'atteggiamento del governo italiano è cambiato alquanto, puntando ad attrarre i capitali dei fondi considerati "amici"⁹³.

92 La recente novità è che i governi stanno allungando la lista dei settori da monitorare, includendovi le infrastrutture sensibili (Stati Uniti, Francia, Germania, Giappone); il settore energetico (Stati Uniti, Russia, Ungheria); e persino il gioco d'azzardo (Francia).

93 Né la famosa acquisizione da parte del SWF libico del 4,9% in Unicredit, né quella ancora più ampia (del 10%) di Eni da parte dello stesso fondo, entrambe aziende strategiche, hanno innescato reazioni normative. E neppure hanno destato preoccupazione nell'opinione pubblica, rivelando così un atteggiamento molto aperto dell'Italia.

2.2 Il caso cinese

In questo nostro studio vorremmo porre maggiore attenzione sul caso cinese partendo proprio dai motivi per i quali si è deciso di creare ed utilizzare questi strumenti di investimento finanziario, i Fondi Sovrani.

L'ammodernamento del carente sistema bancario e finanziario, accompagnato da un nuovo sistema economico globalizzato, ha generato il colosso cinese, il quale poggia la sua enorme mole di riserve in valuta estera su una precaria base di consenso interno, sempre più erosa dalla visibile disparità nella fruizione della ricchezza.

L'ascesa dei Fondi Sovrani asiatici negli ultimi 5/6 anni non è una novità, anche se viene essenzialmente presentata come tale persino dai media specializzati. Fintanto che l'accumulo di riserve dei Paesi emergenti veniva reinvestito in Buoni del Tesoro ordinari occidentali, soprattutto statunitensi, non vi era alcun clamore, ma a seguito del ruolo attivo di queste economie sulla scena globale si è iniziato a prendere maggiormente in considerazione la portata e gli effetti derivanti dagli spostamenti di questi capitali. Il fenomeno che viene registrato è l'eccessiva accumulazione di riserve valutarie.

Come già accennato in precedenza, non bisogna dimenticare l'impatto psicologico generato dalla crisi finanziaria americana e le sue ripercussioni a livello mondiale che hanno permesso alle attività dei fondi sovrani di trovare nuova vitalità e che hanno attribuito a questi ultimi un ruolo di estrema importanza proprio per provare a contrastare la recessione. Oggi le attività dei fondi sovrani sono sensibilmente aumentate in termini di volumi, tipo di operazioni, distribuzione geografica e settoriale.

In questo ambito la Cina, negli ultimi anni, è diventata uno dei principali attori⁹⁴.

Complessivamente, i quattro fondi sovrani cinesi hanno una capitalizzazione stimata in 831 miliardi di dollari, da investire in Cina e all'estero. Vari fattori, tra cui l'eccessivo tasso di investimenti in rapporto al Pil in Cina (un impressionante 47,8% che la colloca al primo posto al mondo), la volontà di diversificare i profili di rischio e

94 Secondo una delle più accurate classifiche dei fondi sovrani, stilata dal *Sovereign Wealth Funds Institute*, la Cina è seconda solamente agli Emirati Arabi Uniti quanto a numero di fondi sovrani, mentre occupa la prima posizione al mondo per capitalizzazione dei propri fondi.

la necessità di mantenere lo yuan sottovalutato rispetto a dollaro, euro ed altre valute, fanno sì che i gestori dei fondi sovrani cinesi siano incoraggiati ad investire principalmente all'estero.

Il caso della Cina ha una rilevanza strategica e geopolitica non solo per la dimensione dei suoi SWF, ma soprattutto perché espressione di una potenza economica ormai riconosciuta a livello mondiale.

Agli inizi del 2000, il surplus del conto delle partite correnti cinese iniziò a crescere a dismisura e con esso le riserve valutarie internazionali del Paese stesso (*Appendice 1.13*)⁹⁵.

In termini di investimento, la Cina ha sempre adottato politiche difensive preferendo l'acquisto di buoni del tesoro americani dal basso rendimento⁹⁶. Ciononostante, nel 2006, le riserve internazionali cinesi raggiunsero il livello record di 1000 milioni di dollari americani grazie anche al positivo stato della bilancia commerciale. Da allora in poi, le alte cariche e i maggiori economisti cinesi realizzarono il bisogno di disegnare un veicolo finanziario capace di amministrare in maniera profittevole l'eccesso di tali riserve. Inoltre, secondo gli addetti ai lavori, era evidente che 800 miliardi di dollari erano più che sufficienti a proteggere il Paese da eventuali terremoti finanziari derivanti da problematiche esterne alla nazione. Per di più, le crescenti esportazioni resero meno indispensabile l'accumulazione di riserva valutaria al di sopra di quel livello.

Per tali ragioni, nel settembre 2007, a seguito di una decade volta alla ristrutturazione del sistema bancario, il governo cinese decise di accettare la proposta del Ministero delle Finanze e quindi di stabilire un nuovo fondo sovrano: *China Investment Corporation* (CIC). Tale creazione si fondò sul sentito bisogno della Repubblica Popolare Cinese di differenziare l'impiego delle proprie riserve⁹⁷ in investimenti in grado di fruttare una rendita assai più elevata rispetto a quella garantita

95 La banca centrale della Repubblica Popolare Cinese, la Banca Popolare Cinese (1949), è l'istituzione incaricata di controllare la politica monetaria e regolare le entità finanziarie all'interno della Cina Continentale. *Fondi sovrani cinesi*, <http://www.eurasia.org>

96 Il valore oscillava tra i 2 e i 4 punti percentuali.

97 Valore calcolato intorno ai 1400 milioni di dollari al settembre 2007.

dai buoni del tesoro americani. In tal senso, si stava ripetendo ciò che i Paesi mediorientali produttori di petrolio fecero usando i petrodollari derivanti dalle esportazioni dell'oro nero.

I principali Fondi Sovrani cinesi tuttora conosciuti ed operanti sono tre:

Il *Cic-China Investment Corporation*⁹⁸ è il più attivo a livello globale con un patrimonio gestito di 575 miliardi di dollari. I suoi investimenti hanno l'obiettivo di diversificare all'estero parte delle ampie riserve governative. Il fondo inoltre investe anche entro i confini nazionali, svolgendo un ruolo fondamentale nel rifinanziare direttamente gli istituti di credito in difficoltà, assumendo una connotazione simile al prestatore di ultima istanza. Molti suoi investimenti sono destinati ad acquisire attività, territori, giacimenti minerari strategici con il fine di garantire alla Repubblica Popolare Cinese le risorse necessarie per sostenere alti livelli di crescita.

Il *Safe-Investment Company*⁹⁹, State Administration of Foreign Exchange, che gestisce le riserve ufficiali della banca centrale cinese. La SAFE è dotata di un patrimonio di 568 miliardi di dollari ed è diventata investitore attivo anche all'estero acquistando recentemente alcune partecipazioni di tre banche australiane, l'1,6% di Total, azienda petrolifera francese, l'1% di *British Petroleum* e quasi l'1% di Aviva. Altre partecipazioni riguardano Tesco e Barclays. A differenza del primo tipo di Fondo, la SAFE investe in una larga varietà di strumenti finanziari, come i titoli azionari ma detiene la maggior parte del suo portafoglio in titoli di debito esteri. Il principale obiettivo del fondo, infatti, è proprio quello di ridurre l'esposizione della Cina alle fluttuazioni nel valore del dollaro Usa, dato l'ammontare di debito statunitense detenuto in dollari dalla Cina. La SAFE si caratterizza per livelli di trasparenza particolarmente bassi, infatti l'indice *Linaburg-Maduell* è pari a 2, un punteggio molto scarso.

Alcuni ipotizzano che esista competizione tra CIC e SAFE. La maggior opacità del secondo fondo potrebbe giocare a favore del primo soprattutto in un'epoca in cui i Fondi Sovrani sono sottoposti allo scrutinio dell'opinione pubblica internazionale e a crescenti richieste di trasparenza esemplificate nel codice di condotta statuito a Santiago

98 *Sovereign Wealth Fund Institute*, www.swfinstitute.org

99 *Vedere riferimento precedente*

dal FMI. Tutto ciò potrebbe indurre le gerarchie cinesi a privilegiare il SAFE come veicolo di investimento più riservato.

L'ultimo è il *Nssf-National Council of Social Security Fund*¹⁰⁰, fondo pensione dotato di 161 miliardi di dollari derivanti da privatizzazioni di imprese pubbliche e da altri proventi fiscali, istituito nel 2000, che solo recentemente ha ricevuto l'autorizzazione ad investire il 20% delle proprie dotazioni all'estero. Esso è specializzato in *asset* rischiosi ad alto rendimento, l'investimento avviene per lo più attraverso intermediari e non con partecipazioni dirette. Il NSSF è gestito da un'agenzia pubblica ministeriale direttamente sotto il controllo del Consiglio di Stato. In questo caso la trasparenza è maggiore in quanto il punteggio secondo il *Linaburg-Maduell* è 5.

In conclusione, secondo alcuni pareri, in questo contesto dove Fondi Sovrani dello stesso Stato operano talvolta nei medesimi settori e con le stesse finalità, più che un piano strategico è possibile intravedere la sovrapposizione di poteri politici diversi e la disputa di lunga data tra il ministero delle Finanze e la banca centrale per l'aggiudicazione della supremazia nella gestione delle riserve. Prova ne sarebbe il tentativo del SAFE di espandere i propri investimenti esteri occupando così gli stessi spazi del CIC. Aldilà delle possibili difficoltà esistenti, l'insieme delle iniziative sembra porsi come lo stadio iniziale di un'ampia strategia di investimenti esteri che sta portando la Cina ad essere uno dei principali investitori mondiali.

Le attività dei fondi sovrani cinesi in Europa sono molto più consistenti rispetto che in altre aree. Il CIC, in particolare, sta concentrando una crescente parte dei propri capitali in Europa, soprattutto in grandi società che operano in settori strategici, quali l'energia, il *green-tech*, i beni di consumo e ultimamente anche beni di lusso¹⁰¹.

Considerazioni a parte devono essere fatte per la SAFE, attiva principalmente in operazioni di acquisto di titoli di debito pubblico ma interessata sempre più anche a investimenti diretti, soprattutto in uno scenario come quello europeo che presenta

¹⁰⁰ Vedere riferimento precedente

¹⁰¹ Settore del lusso che comprende ad esempio gioielli, orologi e moda maschile. Una delle spiegazioni per l'interesse verso il mercato estero cosiddetto "*luxury*" è da ricercarsi nella tassazione elevata di questi beni sul mercato locale cinese; basti pensare ai turisti asiatici disposti a fare spese folli nelle vie di lusso europee.

interessanti opportunità nei Paesi dell'Europa orientale o in stati in difficoltà quali Grecia e Spagna. Come detto sopra riguardo alla trasparenza, a differenza del CIC, la SAFE non rilascia informazioni sulle proprie attività e opera in genere attraverso uffici di Hong Kong e Londra, prestando la massima attenzione a non superare le soglie di investimento che determinano l'insorgere di obblighi informativi.

L'Europa rappresenta per molti versi una destinazione ideale per i Fondi Sovrani cinesi. Vari fattori, fra cui l'assenza di meccanismi di controllo degli investimenti esteri simili a quelli presenti negli Stati Uniti o in Australia, l'esistenza di mercati di capitali sviluppati e la presenza di grandi imprese con forte bisogno di liquidità, determinano una diffusa disponibilità di vantaggiose occasioni di investimento¹⁰².

¹⁰² *L'attivismo dei fondi sovrani cinesi in Europa*, Edoardo Agamennone, Orizzonte Cina, a cura di Torino World Affairs Institute, luglio 2012.

ANALISI DI UN FONDO SOVRANO E IPOTESI OPERATIVE IN ITALIA

3.1 Il China Investment Corporation (CIC)

Su scala globale il *China Investment Corporation* è certamente quello di maggior rilievo e date le dimensioni del fondo e il ruolo della Cina di superpotenza globale, la nascita del CIC ha fin da subito destato l'attenzione dei mercati finanziari e dei *policy-makers* di molti Paesi, soprattutto statunitensi.

Esso è stato fondato nel settembre 2007 e costituisce un'eccezione all'interno della famiglia dei fondi sovrani poiché segnato da un'originale diversità. Infatti, a differenza dei propri simili, non ha libero accesso alla riserva valutaria estera della Repubblica Popolare Cinese e fu creato dal Ministero delle Finanze mediante un'emissione di debito¹⁰³. Dopodiché, lo stesso Ministero usò tale somma per acquistare l'equivalente in valuta estera dalla Banca Popolare Cinese (200 miliardi di dollari) e depositarlo come capitale sociale del CIC per formare la dotazione iniziale.

Cosa dire a proposito delle conseguenze scatenate da tale scelta?

Essenzialmente, oltre all'alto ritorno economico sugli investimenti fondamentale al fine di soddisfare gli obiettivi della propria creazione, il fondo deve sopportare i costi relativi al tasso di interesse del 4.5% circa dovuti al Ministero delle Finanze. In altre parole, il CIC deve ripagare annualmente circa 9 miliardi di dollari solamente per coprire il debito originale e chiudere l'anno in pareggio. Ecco che questa dinamica obbliga il CIC a generare rendite annuali del 10-13%, cioè attorno ai 15 miliardi di dollari l'anno, che corrispondono a circa 300 milioni di yuan giornalieri.

Dati questi alti costi di finanziamento iniziale del fondo, esso è costretto a scegliere investimenti ad alto rischio e generare profitti accettabili. C'è da dire però che, registrando fruttuosi rendimenti, il CIC agisce simultaneamente come stabilizzatore dell'attuale mercato finanziario pericolosamente volatile. Ecco spiegata l'insistenza con la quale il fondo cinese discute con altri fondi, banche internazionali, governi di Paesi riceventi capitale ed altre istituzioni al fine di implementare accordi sia di tipo bilaterale

¹⁰³ Emissione di circa 1,55 trilioni di yuan sotto forma di speciali buoni del tesoro.

che multilaterale.

Ma facciamo un passo indietro, più precisamente verso gli ultimi momenti che precedettero la fondazione del CIC. Nel 2006, Lou Jiwei, futuro direttore generale e attualmente presidente, propose di aumentare la capacità finanziaria del *Central Huijin Investment Corporation*, CHIC, istituzione creata nel 2003 che si occupa di investimenti domestici soprattutto nel settore bancario e impegnata a ricapitalizzare le banche commerciali del Paese. Perciò, per poter realizzare i progetti di Jiwei, il Ministero delle Finanze decise di fondere il CHIC assieme allo *State Investment Corporation*, SIC, che investe in strumenti di breve termine e soprattutto in fondi monetari, e quindi di trasferire le quote del CHIC dalla Banca Popolare Cinese al SIC. Così facendo, il CHIC diventò una delle società sussidiarie del CIC. Perciò, in definitiva, il CIC come lo si conosce oggi comprende più enti al suo interno¹⁰⁴.

Per quanto riguarda l'apparato amministrativo, il CIC è completamente gestito dal governo cinese e riferisce direttamente al più alto corpo esecutivo e amministrativo del Paese, il Consiglio di Stato. Inizialmente, tuttavia, ci fu una considerevole frizione fra la Banca Centrale e il Ministero delle Finanze a proposito di quale delle due istituzioni avrebbe dovuto controllare il fondo. La diatriba ebbe luogo poiché il SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*) è l'agenzia della banca centrale incaricata di amministrare ed allocare le riserve internazionali e, all'epoca, il CIC si stava intromettendo negli affari dell'agenzia. Così, la decisione finale di assegnare il fondo sovrano al Consiglio di Stato contribuì a raggiungere un pacifico compromesso. Ora, nonostante quest'ultima supervisione il CIC, è il Comitato Esecutivo del fondo stesso a gestire le operazioni giornaliere e la sfera amministrativa. D'altra parte però, il Consiglio di Stato nomina il Consiglio di Amministrazione e di supervisione del Fondo.

Il Consiglio di Amministrazione (o Comitato Direttivo), costituito da 11 membri, si compone di personalità politiche afferenti sia i ministeri coinvolti nell'attività del CIC sia la Banca Centrale. I suoi membri devono essere approvati dal Consiglio di Stato. Invece il Comitato Esecutivo (o di Gestione) è composto per lo più da tecnici dotati di

¹⁰⁴ Questi enti sono quattro: il CHIC, la *China Jianyin Investment*, partecipata interamente dal CHIC, che si occupa anch'essa di investimenti interni, il SIC e la *Beijing Wonderful Investments*, che detiene partecipazioni dirette in aziende estere.

rilevante esperienza nella gestione di investimenti pubblici e privati. Il Consiglio di Amministrazione definisce le strategie e le linee guida per l'attività di investimento, il Comitato Esecutivo le implementa e ha la completa indipendenza e autorità nella scelta degli investimenti da intraprendere, nonostante, come detto, dipenda dal Consiglio di Stato e da quello di Amministrazione. Inoltre, la struttura organizzativa è composta anche dal Consiglio dei Supervisor che ha il mandato di sviluppare politiche di controllo interno ed esterno al fine di verificare la corretta implementazione delle politiche di investimento espresse dai Direttori Esecutivi, attraverso i dipartimenti. Vigila attentamente sulla possibilità di frodi. Inoltre, il Consiglio ha la responsabilità di valutare l'operato dei dipendenti del gruppo.

Il bilancio annuale è presentato direttamente al Consiglio di Stato e spesso il CIC si serve di manager esteri.

Al Comitato Esecutivo fanno capo i vari dipartimenti del gruppo¹⁰⁵.

Il CIC si ispirò ad un altro fondo sovrano, il *Government Investment Corporation* (GIC, 1981) di Singapore¹⁰⁶. Pertanto, delegazioni del CIC si recarono a più riprese a Singapore proprio per studiare il GIC, capace di far registrare investimenti dallo stupefacente rendimento sin dalla sua creazione.

Per quanto concerne il fattore trasparenza del *China Investment Corporation*, invece, l'indice *Linaburg-Maduell* fornisce un punteggio pari a 6 su 10, ovvero medio, ma non considerato sufficiente. Effettivamente il CIC ha obblighi di rendicontazione solo rispetto al Consiglio di Stato. Rispetto al pubblico non esiste un'attività di periodica rendicontazione: il sito internet del CIC non fornisce sufficienti informazioni così gli unici dati derivano dalle dichiarazioni dei rappresentanti del fondo.

Dal punto di vista della vigilanza, il CIC non è sottoposto ad alcuna autorità

105 Dipartimento per le Pubbliche Relazioni e la Cooperazione Internazionale, Dipartimento Legale, Dipartimento Operativo, Dipartimento Ricerca e Allocazione Risorse Strategiche, Dipartimenti per gli Investimenti, Dipartimento per la Gestione del Rischio, Dipartimento Finanziario e Contabile, Dipartimento delle Risorse Umane, Dipartimento Informatico e Dipartimento per la Supervisione.

106 È vero però che esistono delle differenze fra i due, una delle quali è che il GIC si serve di apposite società di progetto attraverso cui investire all'estero; queste società vengono poi sciolte una volta raggiunti gli obiettivi dell'investimento del fondo, cosicché esso sia protetto da rischi finanziari o eventuali cause legali. Va aggiunto che le società di progetto possiedono un basso livello di trasparenza e, nel caso del GIC, riflettono chiaramente l'opacità del loro genitore (*Linaburg-Maduell Transparency Index*: 6/10).

regolante in quanto risponde direttamente al Consiglio di Stato ed è sullo stesso piano della banca centrale nonché di altri organi di vigilanza finanziaria.

La mancanza di trasparenza e il fatto di non essere sottoposto ad alcuna autorità di vigilanza hanno suscitato notevoli preoccupazioni presso i governi dei Paesi occidentali. Si teme innanzitutto per la sicurezza nazionale nei settori considerati sensibili, ritenendo che il CIC sia animato più che da finalità commerciali, da finalità geopolitiche, mirando ad acquisire partecipazioni di controllo o maggioranza in settori strategici quali trasporti, infrastrutture, telecomunicazioni, energia, difesa, *high-tech*. In secondo luogo, si temono pratiche quasi monopolistiche sui mercati. Da un lato, si teme che il CIC punti ad incrementare le quote di mercato globale di aziende nazionali cinesi a scapito di aziende di altri Paesi attraverso acquisizioni mirate o che tenti di bloccare indesiderate fusioni tra *competitors* per sostenere sempre le proprie aziende¹⁰⁷. Da un altro lato, si teme che il CIC possa garantire vantaggi competitivi nell'accesso al proprio mercato alle aziende partecipate a scapito di aziende concorrenti ma non partecipate.

Le modalità di investimento del CIC non si discostano da quelle degli altri fondi sovrani di recente formazione e dei fondi pensionistici nazionali. Lo stesso Lou Jiwei nel suo discorso di apertura, durante un seminario sul ruolo dei fondi sovrani a San Pietroburgo¹⁰⁸, ha insistito su come il CIC si differenzi essenzialmente dalle tipologie di investimento dei fondi privati, il cui obiettivo è a breve termine. Secondo Lou l'accresciuta importanza dei fondi sovrani sulla scena mondiale non è che la necessaria evoluzione del sistema finanziario internazionale e il loro ruolo deve essere analizzato in una prospettiva più ampia, tenendo conto degli obiettivi a lungo termine degli investimenti.

Le procedure legate alle scelte e alle tipologie d'investimento da parte del CIC hanno inizio con la creazione del portafoglio di investimento. Esso viene definito in relazione alle priorità decise a inizio anno dal Comitato Direttivo, ma gode di un'ampia

107 Così è avvenuto nel caso di Chinalco che, grazie alla liquidità messa a disposizione dal CIC, ha contribuito a bloccare la scalata a Rio Tinto da parte di Bhp Billiton, entrambi giganti globali del settore estrattivo, incrementando la sua partecipazione in Rio Tinto.

108 Lou Jiwei, *Speech at XII St. Petersburg International Economic Forum*, San Pietroburgo, 7 giugno 2008

flessibilità, al fine di adattarsi ai cambiamenti e alle nuove esigenze imposte dalle fluttuazioni del mercato. La scelta di allocazione dei fondi ai vari componenti del portafoglio è legata al rapporto tra la tolleranza al rischio e il ritorno sull'investimento. Il CIC ha la necessità di scegliere investimenti aggressivi con una maggior possibilità di profitto, dati gli alti costi di gestione del fondo. Ne consegue una maggiore attitudine alla gestione di rischi più elevati. Il costo legato alle obbligazioni emanate dal governo cinese per finanziare il CIC all'inizio era considerato ragionevole, mentre la perdurante crisi finanziaria ha imposto al fondo sovrano cinese rischi ritenuti difficilmente tollerabili da altri omologhi esteri. Una volta definite le varie tipologie d'investimento, i responsabili di ogni dipartimento presentano al Consiglio di Amministrazione le proposte, analizzando il rapporto tra ritorno e rischi. All'analisi quantitativa delle scelte possibili, si applica un processo di selezione basato anche su giudizi qualitativi. L'obiettivo a lungo termine delle scelte di investimento nei Paesi già sviluppati permette di usufruire di strumenti quantitativi, basati sull'analisi storica delle prestazioni di società e di tendenze dei mercati, mentre nel caso di Paesi in via di sviluppo una parte considerevole dell'analisi si basa sul giudizio qualitativo che considera le specificità dei nuovi mercati e l'influsso della globalizzazione e della crisi in essere. Una volta definite le variabili chiave e il rapporto rischi/ritorno sul lungo termine, viene strutturato un modello matematico atto a sviluppare previsioni per la gestione del portafoglio. Il modello serve anche a simulare la gestione del portafoglio in caso di stress esogeni, dovuti alla crisi globale, ed endogeni, dovuti a temporanee mancanze di liquidità e a pressioni da parte del governo e dell'opinione pubblica cinese.

Riguardo alla differenziazione degli altri fondi sovrani con il CIC, quest'ultimo rientra nella tipologia dei fondi sovrani più recenti, ovvero quelli derivanti da eccessi di riserve valutarie determinati da un incremento delle esportazioni, distinguibili da quelli creati anni addietro mediante l'utilizzo di valuta proveniente dalla vendita diretta di risorse naturali¹⁰⁹.

109 Nel 2007 i fondi sovrani legati al petrolio e al gas naturale, nati nei Paesi del Golfo e del Medio Oriente, in Norvegia, Russia, Venezuela e Indonesia, hanno raggiunto la cifra stimata di 2,1 mila miliardi di dollari americani, grazie anche all'aumento esponenziale del prezzo del greggio. I fondi omologhi al CIC assommano solo a 1,2 mila miliardi di dollari, ma nel 2007 hanno subito un incremento del 36% rispetto al totale del settore che detiene il 17,5%.

Dal punto di vista della differenziazione geografica, il numero di fondi provenienti dall'Asia ha avuto negli ultimi anni una crescita esponenziale. Per i prossimi anni è prevedibile un costante incremento dei fondi asiatici non legati al petrolio. In uno studio di Morgan Stanley¹¹⁰ si prevede una crescita degli SWF nel 2016 di 12 mila miliardi di dollari¹¹¹, destinati, perciò, a diventare tra gli attori principali sulle piazze finanziarie mondiali.

È importante ora porre l'accento sugli obiettivi di questo Fondo Sovrano cinese. Seguendo quanto riportato sul suo sito ufficiale, il CIC ha sempre dichiarato apertamente che i propri obiettivi di mercato corrispondono esclusivamente alla massimizzazione del ritorno finanziario a lungo termine per il governo cinese sugli investimenti servendosi di un portafoglio di titoli esteri ben bilanciato, e, in secondo luogo, alla ricapitalizzazione di importanti istituzioni finanziarie domestiche di proprietà statale contribuendo ad incrementarne il valore.

L'orientamento del CIC è esclusivamente commerciale ed è focalizzato solo su interessi di tipo finanziario. Questo concetto viene più volte ripetuto all'interno della *mission*¹¹² descritta sul sito internet e viene ribadita in tutte le conferenze stampa, consci anche degli ingenti interventi cinesi sulle piazze finanziarie mondiali. Il CIC sottolinea il proprio impegno nel mantenere elevati standard professionali ed etici, per quanto concerne la trasparenza e le responsabilità per la *governance* aziendale. Inoltre, il CIC non ha intenzione di entrare nella gestione diretta né di influenzare l'andamento delle aziende in cui investe.

In parte per rassicurare i Paesi riceventi preoccupati per le larghe partecipazioni azionarie che il fondo andava acquisendo in compagnie o settori di importanza strategica (energia, comunicazioni, high-tech, infrastrutture, trasporti, difesa), in parte per diversificare al meglio il proprio portafoglio, il CIC decise di limitare gli investimenti fissando un tetto massimo del 10% del capitale della compagnia in

110 *Morgan Stanley Research Global*, 2007.

111 *Vedere riferimento precedente*. Tra le variabili assegnate nella stima vi sono quella del costo del petrolio, che viene fissata con un incremento annuo del 10%, e la stima dei profitti annui degli SWF intorno al 5,50%.

112 *China Investment Corporation*, www.china-inv.cn

questione.

Tra le partecipazioni domestiche, che, almeno fino al 2008, hanno un controvalore superiore ai 110 miliardi di dollari, il CIC ha subito acquistato il CHIC per 67 miliardi di dollari, subentrando in tutte le partecipazioni detenute da questa tra cui quella in Bank of China per il 68%, Industrial and Commercial Bank of China per il 35%, China Construction Bank per il 60%, China Everbright Bank per il 71%¹¹³. Il CIC è di fatto proprietario di una gran parte del sistema bancario e finanziario cinese.

Per quanto riguarda le partecipazioni estere vanno allocati i restanti 90 miliardi di dollari. Dando un occhio ai movimenti più rilevanti che il CIC intraprese a livello mondiale, nel maggio 2007, il CHIC, a nome del futuro fondo sovrano, acquisì il 9,4% dei titoli di Blackstone Group per un totale di 3 miliardi di dollari. Quest'ultimo era uno dei più promettenti fondi *private equity* americani. La sua scelta, come primo investimento estero del CIC, non è stata semplicemente dettata dal fatto che il fondo americano aveva dimostrato precedentemente ottimi risultati, ma anche dalla constatazione che il gruppo aveva già investito ingenti capitali nel mercato immobiliare e in aziende cinesi. Tuttavia, nel giro di qualche mese, il gruppo perse più del 50% del proprio valore azionario e ciò significò ingenti perdite per il CIC. Nel dicembre dello stesso anno, acquisì circa il 9,9% della banca di investimento Morgan Stanley, per un totale di 5 miliardi di dollari. Anche in questo caso, la banca subì ingenti perdite durante l'ultimo trimestre del 2007, decretando un'altra sconfitta per il fondo sovrano cinese¹¹⁴.

La *débaçle* di questi primi investimenti ha avuto una cassa di risonanza negativa, non solo a livello mediatico, ma anche presso le alte sfere governative che vedono nei futuri guadagni del fondo sovrano il capitale necessario per sovvenzionare il bilanciamento del sistema economico. All'inizio le deludenti *performance* del Fondo hanno spinto il governo centrale a forzare la tassazione sui proventi delle società, per ridistribuire la ricchezza verso le famiglie mediante un piano di incentivo fiscale. Questo modello, però, aveva una durata temporanea e sopperiva solo momentaneamente alla mancanza dei fondi prodotti dal CIC, e non può essere proposto nel lungo periodo

113 *China Investment Corporation, www.china-inv.cn*

114 *Vedere riferimento precedente.*

in quanto creerebbe un'eccessiva pressione fiscale soprattutto sulle aziende statali in fase di riqualificazione.

Alla luce di questi iniziali fallimenti e in conseguenza dell'evolvere della crisi finanziaria, il CIC revisionò le proprie strategie e decise di rifocalizzarsi sulla propria economia domestica. Sulla base di queste considerazioni, per quanto riguarda gli investimenti esteri, negli anni successivi questo Fondo Sovrano cinese si diresse verso il più proficuo settore energetico e delle risorse naturali, in linea con una strategia di lungo termine da grande potenza. Alle risorse naturali si sono affiancati anche investimenti di tipo immobiliare.

Tra gli investimenti esteri più ingenti da parte del CIC, oltre a quelli avvenuti negli Stati Uniti che abbiamo appena visto, è doveroso ricordare, ad esempio, i casi che si sono registrati in Australia e in Africa¹¹⁵.

La maggior acquisizione cinese in terra australiana è stata condotta dalla Chinalco, che si è inserita nel capitale sociale di una tra le più grosse società del settore, la Rio Tinto, a dimostrazione dell'interesse del CIC per il settore minerario¹¹⁶.

Quella africana, invece, è da tempo un'area di investimento preferenziale della Repubblica Popolare Cinese; la strategia d'investimento cinese in questi Paesi è da sempre collegata all'approvvigionamento di risorse naturali minerarie e petrolifere. L'orientamento verso possibili investimenti diretti del CIC in questa regione arriva in ritardo, in quanto vi sono posizioni già ben consolidate da parte delle altre realtà d'investimento cinesi. E' tuttavia possibile un intervento del CIC nel capitale sociale di quelle società che hanno già una strategia d'investimento ben radicata in Africa.

Per ciò che riguarda i mercati europei all'acquisizione di risorse naturali si è affiancata la disponibilità in Europa di società ad alto valore tecnologico, che possono risultare un tassello importante all'interno del piano di sviluppo e ammodernamento dei settori secondari e terziari cinesi. Alcune acquisizioni europee di valore sono state in

115 *China Investment Corporation*, www.china-inv.cn

116 Rio Tinto Group è un gruppo multinazionale anglo-australiano che si occupa di ricerca, estrazione e lavorazione di risorse minerarie. È la terza più grande società mineraria del mondo^[1]. Il gruppo è composto da due società: Rio Tinto plc quotata al London Stock Exchange in Gran Bretagna; e Rio Tinto Limited in Australia, quotata all'Australian Securities Exchange.

commesse per motori Rolls Royce per l'aviazione civile, in commesse nel settore auto tra Jaguar, Land Rover, e sempre Rolls Royce e per tecnologie relative alla telefonia mobile Sony.

Per quanto riguarda i singoli Paesi dell'Unione Europea, invece, le strategie di espansione dei mercati del CIC hanno preso in considerazione Spagna, Francia e Germania, i quali hanno organizzato incontri bilaterali con il governo cinese e i responsabili del CIC.

In particolare vi è stato inizialmente il grido dall'allarme lanciato dall'allora presidente francese, Nicolas Sarkozy, per la protezione delle aziende di punta francesi dall'interesse sfrenato del CIC. Su questa stessa linea difensiva si è trovato anche il cancelliere tedesco Angela Merkel, che ha più volte sottolineato la necessità di una più concreta regolamentazione a livello europeo dell'azione dei Fondi Sovrani, come abbiamo visto in precedenza. A seguito di queste preoccupazioni la Commissione Europea ha avviato un'indagine inerente all'azione del Fondo Cinese, con particolare riferimento al suo grado di trasparenza.

Nel caso di acquisizioni strategiche legate ad aziende in settori ad alta tecnologia, come quello aeronautico europeo, è possibile che il CIC si avvalga, ad esempio, del Fondo privato americano JC Flowers¹¹⁷. L'utilizzo di questo fondo permetterebbe al CIC di attuare le proprie strategie d'investimento senza far preoccupare eccessivamente i Paesi che ipotizzano l'invasione economica della Repubblica Popolare Cinese.

Malgrado il vigoroso agire, l'attività d'investimento del CIC frenò a partire dal 2008 e lungo il 2009. Il trend negativo avvenne a causa di una drastica scelta di Pechino. Il governo centrale, infatti, optò per una politica fiscale volta a stimolare l'economia domestica in un periodo di recessione globale, come già accennato in precedenza. Così, 600 miliardi di dollari furono spesi per far fronte al declino finanziario interno al Paese. Per di più, nello stesso periodo, il CIC ristrutturò le proprie

117 JC Flowers & Co. è un'impresa di investimento americana di *private equity*, focalizzata sugli investimenti nel settore dei servizi finanziari. L'azienda, fondata nel 2001, ha sede a New York City ed è gestita dal miliardario J. Christopher Flowers, un ex-partner di Goldman Sachs. JC Flowers gestisce due fondi di *private equity*, JC Flowers I LP, chiusa nel 2002 con 900 milioni dollari di capitale impegnato, e JC Flowers II LP, chiuso nel 2006 con \$ 7,0 miliardi di capitale impegnato. JC Flowers in Europa è guidata dal suo amministratore delegato, David Morgan.

strategie, a cui si faceva accenno prima, diversificando i propri mercati e settoribersaglio. Per quanto riguarda i primi, quelli emergenti rimpiazzarono quelli ormai saturi (Unione Europea e USA), per i secondi, invece, l'energetico e quello dei beni indifferenziati (*commodity*) figurano in cima alla lista. Svitati fattori provocarono tale revisione. Fra questi, l'approccio provocatorio del SAFE. Per l'appunto, a seguito degli iniziali fallimenti del fondo cinese (Blackstone e Morgan Stanley) il SAFE metteva in dubbio il ruolo di prim'ordine che il CIC rivestiva in Cina, ovvero il fatto di essere considerato il fondo d'investimento per eccellenza. Ciò spinse quest'ultimo a ripensare i propri obiettivi e rafforzare la propria posizione di fronte al suo maggior concorrente interno in materia di investimenti esteri. Una seconda ragione, che giustificherebbe il perché della preferenza per i settori energetico e delle materie prime, è data dal fatto che la Cina prevede un imminente innalzamento dei prezzi delle risorse naturali; in tal modo, investendo in quei settori, il fondo avrebbe potuto approfittare della situazione del mercato.

Infine, la modifica alle strategie di investimento sui mercati e delle caratteristiche del portafoglio ha comportato, a gennaio 2011, un'estensione dell'orizzonte temporale di investimento a 10 anni, al fine di render il CIC un investitore di lungo periodo. Questo cambiamento ha delle implicazioni rilevanti, se non altro perché consente una revisione del rapporto rischio-rendimento con una maggiore tolleranza verso la volatilità nel breve termine, purché accompagnata da rendimenti più elevati nel lungo.

Inoltre è aumentata la diversificazione del portafoglio sia in termini di bilanciamento geografico (con un maggiore peso dei Paesi emergenti)¹¹⁸ che settoriale¹¹⁹.

118 Il portafoglio azionario è sbilanciato verso il Nord America con circa il 42%. Tuttavia ha guadagnato terreno la regione Asia-Pacifico con il 30%, mentre l'Europa ha solo il 22%.

119 E' stato evidente lo spostamento del focus dal settore finanziario verso i settori energetico, delle *utilities* e delle materie prime. Mentre all'inizio dell'attività del CIC gli investimenti si concentravano nei settori finanziario e dei servizi, negli ultimi anni la quota di investimenti nei settori energetico, materie prime e minerario raggiunge all'incirca un terzo del numero totale degli investimenti per un controvalore in dollari di circa 26 miliardi pari a circa il 40% del totale degli stessi. Il risultato di questo cambio di destinazione settoriale è un portafoglio bilanciato tra i vari settori con il finanziamento ancora dominante (con circa il 17% del totale portafoglio azionario) seguito a breve distanza dal settore energetico (con il 13%). Sommando al settore energetico quello delle *utilities* si supera però la quota nel settore finanziario arrivando a un 16%. L'ulteriore aggiunta del settore materie prime/materiali porta la quota combinata al 28% del portafoglio. Questo risultato è ancora più

Certamente, il cambiamento strategico si rivelò profittevole dato che nel settembre 2011 il CIC fu dotato di una seconda società sussidiaria, il *CIC International*, per amministrare i propri cespiti esteri. Pertanto, nell'aprile dell'anno successivo, il fondo fu sostanzialmente rifornito, da parte della People's Bank of China, con un finanziamento addizionale di 49 miliardi di dollari che mise in evidenza l'andamento economico positivo intrapreso: ottenere un'ulteriore iniezione di capitale da parte del Ministero delle Finanze era probabilmente lo scopo principale del CIC.

Oltretutto, il consiglio di amministrazione ha approvato il piano strategico di sviluppo per il periodo 2012-2016, cioè le linee guida per la crescita degli investimenti esteri. Secondo l'ultimo rapporto annuale pubblicato nel giugno 2013, il Fondo Sovrano cinese ha raggiunto un ritorno annuale sugli investimenti del 10.6% alla fine del 2012, con un utile pari a 52 miliardi di dollari, un totale attivo di 410 miliardi e un tasso di crescita del 5.2% dalla sua creazione nel 2007¹²⁰.

Riteniamo, infine, che l'analisi del CIC non possa considerarsi completa senza fare riferimento a due importanti profili di dibattito: uno a livello domestico che riguarda le modalità attraverso cui il CIC può meglio contribuire alla crescita economica del suo Paese; l'altro a livello internazionale considerando il punto di vista del resto del mondo per capire quanti e quali dubbi e paure esso susciti fuori dai confini cinesi.

Dal punto di vista domestico è sempre più sentita l'esigenza di investire maggiormente nell'economia interna soprattutto in un momento in cui l'imperativo della crescita sembra spostarsi verso il pilastro della domanda domestica a causa delle difficoltà vissute dall'economia internazionale e, al tempo stesso, le migliori opportunità in termini di redditività sembrano profilarsi dentro i confini piuttosto che fuori. In questa direzione sembrano muoversi alcune delle ultime iniziative di investimento in Fondi che possono operare anche all'interno della Cina. E' dell'aprile 2012, per esempio, l'annuncio del lancio di un Fondo Sovrano facente capo a CIC allo scopo di investire sia in Cina che all'estero in risorse, aziende e tecnologie con ritorni per l'economia cinese.

significativo se si considera che si è raggiunto solo in un anno e mezzo.

120 *Il Fondo Sovrano CIC verso una strategia economico-politica*, Alberto Quadrio Curzio e Valeria Miceli, *Mondo Cinese*, numero 148/149 giugno 2012

A questo scopo si affiancherà anche l'obiettivo di agevolare le aziende cinesi che investono nel mondo, supportando la globalizzazione del sistema economico del dragone. Una simile iniziativa è in linea con la duplice esigenza, da un lato, di investire le risorse laddove le opportunità economiche e finanziarie sono migliori e, dall'altro, di supportare il sistema economico cinese, anche in via indiretta, attraverso investimenti esteri.

Dal punto di vista internazionale agli occhi del mondo il CIC è considerato uno strumento inteso a massimizzare la crescita economica della Cina nonché il suo status di superpotenza, il braccio finanziario del governo cinese che assieme agli altri Fondi Sovrani presenti nel Paese ha il compito di rafforzarne lo status di potenza globale. Gli obiettivi geopolitici sono quindi da considerarsi imprescindibili. Ovviamente questo non esclude che il CIC possa comportarsi come un investitore che segue la teoria di portafoglio; ma questo aspetto appare secondario rispetto al precedente. Questo fa sorgere dubbi e paure nei Paesi riceventi rispetto alle reali intenzioni di questo gigantesco Fondo Sovrano di investimento. Va rilevato, tuttavia, che non si tratta di un sentimento unanime al di fuori dei confini cinesi; basti pensare alla calda accoglienza britannica ricevuta dal CIC quando ha acquisito l'8,68% della società che gestisce l'acquedotto londinese.

Viene da chiedersi infine se, nell'attuale scenario globale, non sia più che razionale, se non addirittura legittimo, focalizzarsi su strategie di massimizzazione della crescita dell'economia reale nel lungo periodo, soprattutto alla luce dei risultati preoccupanti cui il perseguimento di logiche puramente finanziarie e di breve periodo ha portato negli ultimi anni¹²¹.

Di seguito una selezione di investimenti diretti esteri relativi al 2013¹²²: per quanto concerne l'infrastruttura, in gennaio, il CIC ha investito 276 milioni di dollari nella compagnia inglese Thames Water e, in novembre, altri 450 milioni nel gruppo Heathrow Airport Holdings Ltd. In tema di energia, invece, 300 milioni sono stati spesi in maggio per acquisire il 10% della compagnia americana EP Energy, mentre 425

121 *Vedere riferimento precedente*

122 *China Investment Corporation, www.china-inv.cn*

milioni per il 5% dell'azienda mineraria russa Polyus Gold. Il resto comprende un'acquisizione del 7% della francese Eutelsat Communications SA risalente a giugno per un totale di 386 milioni e un investimento del 4.6% nel Moscow Exchange per l'ammontare di 187 milioni di dollari. Infine, il 49% dei cespiti del fondo è impegnato in titoli americani, il 28% in quelli di economie avanzate non americane, il restante 23% in mercati emergenti. I settori più ricercati dal CIC restano comunque quello finanziario, al 22%, e tecnologico-informatico, al 12%.

Il CIC è un attivo membro del Forum Internazionale dei Fondi Sovrani e, a coronamento di questa crescita e impegno internazionale, ha ospitato il terzo meeting annuale di tale corpo a Pechino che si è tenuto nel maggio 2011; il meeting ha raccolto più di 300 delegati non solo dai Fondi Sovrani di tutto il mondo, ma anche da membri di governi non proprietari di Fondi, nonché di esponenti di istituzioni internazionali e di istituzioni di finanziarie private. In questa occasione Jin Liquan, presidente del consiglio dei supervisori del CIC da settembre 2008 a maggio 2013, ha presieduto l'assemblea ed è stato nominato presidente del suddetto Forum per 2 anni. Il CIC si sta peraltro dimostrando un attore di spicco nell'ambito dei nuovi veicoli di investimento, *Sovereign Wealth Funds*, oltre a partecipare attivamente alle attività del sopracitato Forum.

3.2 Focus sull'Italia

Per quanto riguarda il nostro Paese, invece, fin dai tempi del ministro per l'economia Padoa Schioppa, l'Italia aveva invitato apertamente il CIC a valutare il Paese come area preferenziale d'investimento. Purtroppo, però, nei primi anni di incremento e crescita di questo strumento di investimento, che sono gli SWF, non vi sono state avvisaglie di partecipazione diretta o indiretta del Fondo Sovrano cinese. Il panorama degli investimenti cinesi in Italia per parecchio tempo è rimasto legato all'iniziativa delle singole imprese, supportati da linee di credito preferenziali della Bank of China. Oltre ai grandi gruppi come Haier¹²³, Qianjiang, Huawei, Cosco, vi sono

123 Haier è un'azienda multinazionale cinese fondata nel 1984, specializzata nella produzione di elettrodomestici (frigoriferi, lavatrici, lavastoviglie, condizionatori d'aria) e nell'elettronica di consumo (televisori, lettori DVD ed mp3). La sua sede principale è Qingdao, Shandong in Cina, e il gruppo possiede 64 filiali, 29 impianti produttivi, 8 centri design e 16 parchi industriali, sparsi nel mondo. Haier è la terza più grande produttrice di beni per la casa. L'azienda ha riportato vendite per

state acquisizioni da parte cinese di aziende storiche italiane come la Tacchini, del settore abbigliamento, e la Benelli¹²⁴, settore dei motocicli.

Solo successivamente, qualche anno dopo, l'interessamento per l'Italia del Fondo *China Investment Corporation* ha toccato i settori della scienza e delle infrastrutture tecnologiche nel 2009, come citato in un quotidiano qualche anno fa¹²⁵. Nel mese di novembre il ministro dell'economia, Giulio Tremonti, ha incontrato i funzionari del governo cinese per definire con precisione i termini di questi investimenti. Le fonti parlavano della sottoscrizione di un accordo da circa 300 miliardi di dollari nei sopracitati settori tra il CIC e la Cassa Depositi e Presidi. La CDP è una società per azioni finanziaria gestita principalmente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, il quale detiene circa l'80% del capitale, il restante 20% è detenuto da fondazioni di origine bancaria. Essa gestisce una parte consistente del risparmio nazionale e i buoni e i libretti postali. E' tra i principali azionisti di società quotate a rilevanza nazionale e internazionale e possiede quote di fondi di *private equity*.

Tra il 2009 e il 2010 voci insistenti annunciavano una partecipazione importante del CIC in ENI (Ente Nazionale Idrocarburi), multinazionale attiva nei settori del petrolio, del gas naturale e della produzione di energia elettrica, dell'ingegneria e delle costruzioni. Fino al 2013 questa *partnership* non è mai stata concretizzata ma da marzo dello stesso anno la People's Bank of China ha acquisito una partecipazione rilevante della società diventando, di fatto, uno dei massimi azionisti.

Altro "*rumor*" è quello che interessa il mondo sportivo, più precisamente il calcio, con la proposta di investimento del Fondo Sovrano cinese nell'Associazione Sportiva Roma; nel novembre 2011 Unicredit, maggior azionista della squadra calcistica, è stata contattata dal CIC per progettare l'acquisizione del 20% della società sportiva. Ad oggi, però, la situazione non si è ancora risolta positivamente e vere e proprie trattative non sono state avviate. Inoltre, sembra che Unicredit non abbia fretta di dismettere parte della quota del 40% attualmente detenuta nell'A.S. Roma perché il progetto americano

oltre 17,8 miliardi di dollari nel 2008.

124 Benelli è una azienda italiana che costruisce motociclette e scooter con sede nella città di Pesaro.

125 Notizia riportata su un numero di Libero del mese di novembre 2009, www.liberoquotidiano.it

promette bene dal punto di vista finanziario, oltre che tecnico, quindi il valore della società potrebbe ancora crescere.

Infine, sempre tre anni fa, era uscita la notizia che il *China Investment Corporation* poteva essere il nuovo partner finanziario del Fondo Strategico italiano; il CIC era interessato ad una quota tra il 10% e il 20% del FSI, che a sua volta è gestito dalla Cassa Depositi e Prestiti S.p.a., della quale abbiamo accennato poco fa e che è il suo azionista di riferimento. Questo evento dava la possibilità di creare un nuovo canale di investimento cinese in Italia. I possibili coinvolgimenti del Fondo Sovrano sarebbero stati il frutto della visita in Italia del presidente del CIC, Lou Jiwei, per incontrare il Ministro dell'Economia, Tremonti, e i vertici della Banca d'Italia¹²⁶.

Questo Fondo Strategico è nato proprio nel corso del 2011 per volontà dello stesso Ministro dell'Economia, il suo scopo è quello di investire in aziende di rilevante interesse nazionale, ovvero società strategiche che hanno un ruolo chiave nell'economia nazionale in settori come la difesa, i trasporti, i servizi pubblici, l'energia, le comunicazioni, la ricerca, ecc. ma il suo obiettivo primario è quello di proteggere le imprese italiane in difficoltà dalle aggressioni estere, sull'esempio del Fondo Strategico francese creato nel 2008. Tale provvedimento è stato adottato in un momento storico in cui una serie di aziende italiane, come Parmalat e Bulgari ad esempio, sono state acquistate da concorrenti estere.

Nel maggio 2012 è stato attuato il primo investimento di 200 milioni di euro per ottenere il 46% del capitale di Reti TLC-Metroweb, gestore di reti di telecomunicazione a banda larga, e di 150 milioni di euro per l'acquisizione del 90% del capitale di Kedrion, azienda attiva nel campo della medicina e in particolare nello studio di nuove terapie e nella produzione di prodotti terapeutici derivati del plasma.

Da questa disamina si può concludere che il *China Investment Corporation* (CIC), almeno per quanto riguarda il caso italiano, non ha mai compiuto investimenti diretti, o perlomeno su di essi non si hanno informazioni certe e verificate. Deduciamo questo dal fatto che la trasparenza limitata del Fondo Sovrano e la sua *governance* non permettano la conoscenza precisa dei movimenti del CIC per ragioni politiche e/o di strategia

126 Notizia riportata sul numero del 15 settembre 2011 del Messaggero, www.ilmessaggero.it

economica. Quello che si può notare, invece, è che questo Fondo compie degli investimenti per così dire “mediati”, acquisendo partecipazioni in società “intermedie” che gli permettano di raggiungere i suoi scopi. E’ il caso evidente, ad esempio, dell’interessamento al gruppo Unicredit per poter raggiungere l’obiettivo primario dell’A.S. Roma ed entrare a pieno titolo in essa; altro caso è quello della creazione della *partnership* finanziaria con il Fondo Strategico italiano per poter aprire un nuovo canale di investimenti cinesi e stringere, in futuro, rapporti di tipo commerciale con determinate imprese italiane.

3.3 Altri veicoli di investimento cinese in Italia: il Fondo Mandarin

Circa i rapporti commerciali tra Italia e Cina, oltre al CIC, si può far riferimento anche al Fondo Mandarin.

*Mandarin Capital Partners*¹²⁷ è un fondo di *private equity* focalizzato su operazioni lungo l’asse Italia – Cina e detiene un capitale di 328 milioni di euro raccolto entro la fine del 2007. Recentemente, il team di gestione ha avviato la fase di raccolta di un secondo fondo (*Mandarin Capital Partners II*) avente caratteristiche analoghe, con l’obiettivo di raggiungere almeno 500 milioni di euro.

Mandarin Capital è stato definito un “*bridge fund*”: opera sia dall’Italia verso la Cina sia da quest’ultima verso il continente europeo per cogliere appieno la crescita del flusso d’interscambio tra Italia e Cina, che alla fine del 2011 ha superato i 50 miliardi di dollari ed è previsto in ulteriore significativa crescita. Le imprese oggetto di investimenti sono, quindi, sia cinesi, con strategie di crescita che coinvolgono l’Europa, che italiane, con piani di sviluppo che includono la Cina. I tre attori chiave in questo Fondo sono due banche cinesi, China Development Bank e China Exim Bank, e Intesa Sanpaolo come primario investitore e sponsor italiano del Fondo. Ciascuna di queste organizzazioni ha versato una quota di 75 milioni di euro, per un totale di 225 milioni.

La società di gestione e i suoi partner, con sedi a Lussemburgo, Lugano, Milano e Francoforte per l’Europa e Pechino, Shanghai e Hong Kong per la Cina, caratterizzano la politica di investimento per un approccio industriale, con specifica attenzione ai

¹²⁷ *Mandarin Capital Partners*, <http://www.mandarincp.com>

seguenti settori manifatturieri: sanitario/farmaceutico, meccanica, componentistica industriale, apparecchiature elettroniche e sistemi di automazione, beni di largo consumo con forti barriere all'ingresso, moda e abbigliamento di fascia alta, logistica e altri segmenti dove le imprese italiane godono di eccellenza e *leadership*. Le imprese in questione sono prevalentemente non quotate in Borsa e con prospettive di incremento della redditività attraverso l'interscambio Italia – Cina e l'accesso al mercato cinese.

Mandarin Capital si pone come obiettivo quello di integrare soggetti italiani e cinesi, ciascuno per i propri punti di forza e le proprie specificità: creatività, know-how, tecnologia e accesso ai canali distributivi da parte italiana ed europea, produzione e accesso al mercato domestico da parte cinese. Con la creazione di queste relazioni sinergiche, il Fondo sostiene l'internazionalizzazione delle imprese italiane in Cina e la politica di investimenti esteri di Pechino. Il target ideale del Fondo è costituito da soggetti con percentuali di export molto elevato, di dimensione medio-grande con fatturato tra i 40 e i 300 milioni di euro; le operazioni di investimento coprono una fascia compresa tra i 10 e i 30 milioni di euro.

Il primo passo della strategia di *Mandarin Capital* prevede che il Fondo acquisti una partecipazione di controllo o di minoranza in una società europea, leader nel suo settore di riferimento. *Mandarin Capital* assiste la società nell'acquisizione di un'azienda cinese o nell'attuazione di una strategia alternativa di crescita in Cina. L'intento è quello di svolgere un'assistenza a 360 gradi alle aziende europee volte ad un'espansione, a livello non solo finanziario ma anche industriale.

Il team di *Mandarin Capital* non si limita alla presenza nei Consigli di Amministrazione delle società partecipate, ma lavora in stretto rapporto con il *management* per supportarlo nelle attività operative e nello sviluppo strategico, con specifico riferimento all'espansione internazionale. In particolare, la presenza diretta in Cina di un *team* di professionisti con base a Shanghai assicura una serie di servizi di supporto necessari per l'implementazione di una strategia di espansione in Cina. D'altra parte i due *sponsor* cinesi garantiscono capacità di valutazione del tessuto industriale locale, nonché visibilità e appoggio istituzionale¹²⁸.

128 *Mandarin Capital Partners*, <http://www.mandarincp.com>

Nel periodo 2008-2012 il Fondo ha realizzato investimenti in 9 aziende europee e 1 azienda cinese. Le principali operazioni del *Fondo Mandarin* a marzo 2012 sono:

Gasket International, leader mondiale nella progettazione e produzione di seggi, sfere e componenti per valvole e per l'industria petrolchimica. Data acquisizione maggio 2008.

Zoomlion/Cifa, leader mondiale nella produzione di macchinari utilizzati nella produzione del calcestruzzo, è presente in circa settanta nazioni in tutto il mondo. Data acquisizione settembre 2008.

Euticals, società italiana con quattro impianti chimici che si occupano della produzione di ingredienti farmaceutici. Si propone come *partner* per soddisfare le richieste delle aziende che si occupano di ricerca farmaceutica. Acquisizione dicembre 2008.

Ima, leader mondiale nella progettazione e produzione di macchine automatiche per il processo e il confezionamento di prodotti farmaceutici, cosmetici, alimentari, tè e caffè. Ha depositato oltre mille brevetti nel mondo e ha lanciato numerosi nuovi modelli di macchine negli ultimi anni. Data acquisizione novembre 2009.

Dedalus, leader nazionale nel software clinico sanitario, detiene importanti posizioni in tutti i segmenti di mercato della sanità pubblica e privata. Le principali aree strategiche d'affari sono: medicina del territorio, area clinica e area sanitaria. Data acquisizione ottobre 2010.

Italmatch Chemicals, azienda chimica specializzata nella produzione di derivati del fosforo. Ha particolare competenza nei settori degli additivi all'olio lubrificante, negli additivi per plastiche e polimeri e diverse altre applicazioni industriali. Le esportazioni occupano oltre il 60% del giro d'affari della società. Data acquisizione novembre 2010.

GVS/Filter Technologies, uno dei maggiori produttori mondiali di filtri e componenti per applicazioni nel settore automobilistico, medicale, farmaceutico e industriale. Da oltre trent'anni si dedica all'innovazione dei propri processi produttivi e al miglioramento della qualità dei propri prodotti. Data acquisizione febbraio 2011¹²⁹.

129 *Il Fondo Mandarin*, Alberto Rossi, Mondo Cinese, numero 148/149 giugno 2012

CONCLUSIONI

La crisi finanziaria ed economica che ormai da qualche anno sta influenzando negativamente ogni ambito della vita dei singoli soggetti ma anche di interi Stati, sembra aver modificato anche tutti gli schemi e i modelli che si erano affermati nell'economia mondiale e a livello finanziario.

Si sta passando dal fenomeno della globalizzazione, processo evolutivo di moltissimi Paesi del mondo, ad una concezione più protezionistica e dalla "sovranità" sregolata del mercato si ricorre sempre più spesso all'intervento dello Stato.

In questo contesto anche il ruolo e il comportamento dei SWF sta cambiando. Ignorati in una prima fase, osteggiati in una seconda, accolti come benefattori del capitalismo finanziario in crisi in una terza, colpiti infine da pesanti perdite, come abbiamo visto, essi si sono mossi in una alternanza di comportamenti che il futuro dovrà chiarire.

Se l'economia mondiale uscirà dalla crisi rafforzando la cooperazione internazionale anche attraverso la riforma delle istituzioni, allora è probabile che i Fondi Sovrani decideranno di applicare in maniera precisa i *Principi di Santiago* e i Paesi riceventi i Principi dell'Ocse. Tutto ciò andrà a vantaggio dello sviluppo mondiale in una cooperazione tra sistemi economici pur molto diversi tra loro quanto a livello di democrazia.

Se, invece, l'economia mondiale uscirà dalla crisi rafforzando il nazionalismo economico, sia per l'intervento dello stato nell'economia sia per le barriere poste verso l'esterno dalle singole nazioni, allora i SWF non avranno vita facile pur non escludendosi accordi specifici tra singoli Paesi sviluppati e singoli SWF.

Di fondamentale importanza è comprendere quali relazioni esistono tra la crisi mondiale e il ricorso allo strumento finanziario dei SWF:

1. La maggior parte di essi nasce da rendite di posizione, in particolare quella petrolifera. Poiché tutte le rendite, diversamente dai profitti, sono destinate a ridursi nel tempo, l'esigenza principale dei SWF è investire in attività redditizie nel lungo termine;

2. Il grado di trasparenza dei Fondi Sovrani deve aumentare.

In tale direzione i *Principi di Santiago* del Fmi sono utili ma non vanno sopravvalutati. Le democrazie occidentali si sono fatte un'idea troppo schematica della trasparenza, mentre in realtà è facile violarla. La solidità di un Fondo Sovrano e la stabilità del suo investimento appaiono perciò non meno importanti della trasparenza. E mentre quest'ultima può essere promossa da organismi di vigilanza, indispensabili anche se non sempre efficaci, la solidità di un SWF e la stabilità del suo investimento vanno valutate dalle aziende riceventi o dai governi degli stati interessati;

3. L'UE deve darsi proprie regole, in linea con quelle del Fmi, ma con un contenuto più operativo per evitare che, riguardo ai SWF, ogni stato membro vada per la propria strada danneggiando l'unità comunitaria;

4. I Fondi Sovrani dovrebbero evolvere anche in direzione di investimenti più volti all'interno delle loro aree geoeconomiche per favorirne lo sviluppo.

Ad esempio i Paesi del Golfo hanno nei SWF un enorme ricchezza che, combinata con la tecnologia produttiva europea, potrebbe dare un formidabile contributo allo sviluppo dell'Africa mediterranea e del Medio Oriente.

La Russia dovrebbe e potrebbe fare lo stesso per un maggior sviluppo interno.

La Cina e Singapore, insieme con il Giappone, potrebbero contribuire maggiormente alla crescita dei Paesi asiatici meno sviluppati;

5. La "Zona Euro" dovrebbe darsi un suo Fondo Sovrano per agire sia in senso anticrisi sia per progredire e crescere. La difficoltà di attuare questo progetto sembrerebbe inferiore a quella della moneta unica, ad esempio, che dal Fondo Sovrano sarebbe rafforzata. Sembra mancare però un unico interesse europeo, mentre continua a prevalere un interesse nazionale vestito in maniera comunitaria.

Dando alla nostra analisi un'accezione più generale, questa appena proposta, potrebbe essere una prospettiva di ricostruzione dell'economia internazionale centrata su alcuni grandi poli geoeconomici e geopolitici. A tal proposito, anche la concorrenza asimmetrica cinese non contribuisce ad ordinate relazioni internazionali, ma almeno

fino a qualche anno fa essa aveva alcune attenuanti tra cui l'esigenza di uscire dal sottosviluppo.

La ristrutturazione dell'economia e della finanza mondiale è dunque una necessità che andrà perseguita non con il bilateralismo tra le potenze ormai consolidate da decenni, come gli Stati Uniti, e i Paesi che negli ultimi anni fungono da bilancia dell'economia e della finanza mondiale, come ad esempio la Cina, ma anche con un multilateralismo e cooperazione aperta dove anche altri Paesi, in particolare l'UE, devono e possono contare. In tutto ciò i Fondi Sovrani possono dare un contributo molto importante purché collocati in un corretto bilanciamento tra istituzioni e mercati.

Entrando nello specifico ambito dei SWF e del caso cinese con il CIC, gli investimenti continui e di una certa entità degli ultimi periodi del Fondo Sovrano cinese lasciano intravedere l'acquisizione di un ruolo di sempre maggiore rilevanza di questo Paese orientale all'interno della compagine economica internazionale.

Per ciò che è stato detto fino ad ora, la Cina si presenta all'estero come un "monolitico colosso economico la cui base, però, poggia ancora su piedi di argilla"¹³⁰. Alcuni problemi gestionali e interni caratterizzano ancora oggi la Cina e ulteriori passi avanti devono necessariamente essere fatti se questo Paese vuole continuare a crescere e se vuole confrontarsi con le altre realtà del panorama mondiale; anche le riforme, che sono state necessarie fino a questo momento, possono servire in futuro per adattare ai repentini cambiamenti la mentalità di un popolo che per millenni è rimasta chiusa in se stessa. Sul piano economico-finanziario e dello sviluppo internazionale, invece, la Cina deve essere in grado di gestire i rapporti con gli altri agenti del mercato e di ottenere beneficio dai suoi investimenti.

La sfida odierna che Pechino deve affrontare è duplice: sul versante estero è legata ad un corretto utilizzo delle proprie risorse valutarie, anche grazie all'azione importante di investimento che svolge il *China Investment Corporation*, mentre sul versante interno è connessa ad una politica di stimolo della domanda e di riqualificazione delle realtà produttive, precedentemente orientate quasi esclusivamente all'esportazione. L'eventuale e duraturo successo della politica di sviluppo della Repubblica Popolare

¹³⁰ *Il fondo sovrano cinese*, Alessandro Arduino, Barra Edizioni, Milano 2010

Cinese è funzionale a un equilibrio di questi due fattori, in cui l'attesa per l'incremento del consumo interno della propria produzione deve essere bilanciata da un flusso costante di capitale, generato da investimenti esteri ad alto ritorno. In quest'ottica, il compito attribuito al CIC da parte del governo centrale risulta di primaria importanza per la crescita di tutto il Paese, in quanto genererebbe le entrate necessarie a promuovere uno sviluppo sostenibile.

L'azione a lungo termine dei Fondi Sovrani avrebbe la possibilità di contribuire ad uno sviluppo sostenibile della società, favorendo un riassetto del sistema economico globale in cui si producono prodotti e servizi realmente necessari, riducendo il tasso di disoccupazione e, in ultima analisi, divenendo il motore del progresso globale. Questo sviluppo sostenibile a lungo termine, obiettivo anche del CIC, si rispecchia nella ricerca di una crescita che, pur rientrando nei criteri di profitto prefissi, non comprometta la possibilità delle future generazioni di raggiungere i propri obiettivi. Al contrario, l'operato di Fondi Sovrani al di fuori di un controllo e di chiare regole internazionali può potenzialmente infliggere enormi danni alle comunità e all'ambiente, come dimostrato nel 2003 con il caso di corruzione del governo britannico per la vendita di armi sovvenzionate dal Fondo Sovrano di Abu Dhabi. Allo stato attuale la crescita dei Fondi Sovrani non può che riportare alla ribalta il ruolo delle nazioni e delle relative banche centrali.

Per fare in modo che i Fondi Sovrani vengano considerati come uno strumento legato allo sviluppo e al benessere della collettività e non come creazione di profitti solo per pochi, è fondamentale assumere come principio cardine che nel mondo degli affari non vi sono solo valori economici ma anche ambientali ed etici da sviluppare attraverso apposite procedure; tutto questo vale anche per il Fondo Sovrano cinese da noi considerato.

Partendo dalla natura intrinseca del Fondo Sovrano, in cui la segretezza dei movimenti costituisce uno dei vincoli chiave dell'operato, si può notare come questo risulti in sostanziale contrasto con i principi appena enunciati.

Guido Rossi, avvocato e giurista, tra i massimi esperti di economia e finanza in Italia, ha provato a delineare un quadro completo della situazione odierna e vede nei

Fondi Sovrani uno strumento molto utile di risanamento dei mercati. Allo stesso tempo, però, punta il dito contro l'opacità delle strategie d'investimento, regole poco chiare e vigilanza spesso assente, interessi politici troppo spesso preferiti e posti in primo piano rispetto a quelli economici. Tutti aspetti che dovrebbero subire una revisione, specialmente in questo momento di crisi generale; i Paesi potrebbero fare di più attraverso un maggior spirito di collaborazione. Maggiore attenzione dovrebbe essere indirizzata specialmente a quegli Stati con una forma di governo poco democratica, ai quali appartiene un numero maggiore di Fondi Sovrani. Infine, l'applicazione di normative specifiche non deve avvenire solo su base volontaria, come i sopracitati *Principi di Santiago*, ma ci deve essere la necessità di creare norme più restrittive generalizzate per tutti gli operatori del settore. Questa potrebbe essere una possibile soluzione; in questo modo si potrebbero creare le basi per una crescita sostenibile dei Fondi, e si potrebbero definire veramente Sovrani, con i quali i Governi possano generare ricchezza e liquidità antepoendo interessi generali e di surplus economico a quelli personali.

Per quanto concerne il CIC, entra nuovamente in gioco la completa trasparenza del Fondo. In generale, tra gli addetti ai lavori, si può dire che vi è una percezione negativa dell'operato dei SWF, con rare eccezioni come quella del Fondo Sovrano norvegese. L'impatto delle operazioni di questi Fondi è causa di preoccupazione non solo per la mole di capitali in gioco, ma anche per la difficoltà a responsabilizzare uno Stato sovrano nei confronti di politiche sociali, ambientali e di sviluppo sostenibile nei confronti di un altro Paese. Se già in passato risultava arduo definire una linea comune di comportamento etico a livello globale per le aziende private, oggi risulta ancora più difficile enunciare delle linee guida a livello internazionale, cui interi Paesi aventi già una propria etica d'affari debbano obbedire. In caso di comportamenti non etici da parte di un Fondo Sovrano, sarà compito della diplomazia del Paese che riceve l'investimento interagire con la nazione a cui è legato il Fondo Sovrano in questione.

Nel nostro esempio, lo stesso investimento del CIC nella società Blackstone ha ulteriormente alzato il livello d'allarme nei confronti della Cina, in quanto già precedentemente i fondi di *private equity* erano percepiti come attori negativi sul

mercato finanziario. Per di più i fondi di *private equity* nella cui sfera compare un Fondo Sovrano, oltre ad essere percepiti come attori economici rapaci, legati al profitto a breve termine e indifferenti alle ricadute negative sulle realtà locali, acquistano un'ulteriore connotazione negativa, perché sono percepiti come agenti legati alla strategia politica di una nazione.

La paura dovuta alla possibilità di destabilizzazione, derivante dall'azione dei Fondi Sovrani, ha portato a più riprese alla richiesta di un codice di condotta comune e a regole precise su principi e modalità d'azione. Il problema non consiste tanto nell'accettare o meno la presenza di un capitalismo di Stato, quanto nel definire le regole entro cui l'azione dei Fondi Sovrani possa giovare alla ripresa del mercato globale. Se verranno implementate nuove procedure di controllo, queste avranno la necessità di inserire in maniera ferma e di comune accordo la componente etica, oltre che dettagliate norme per evitare monopoli.

Per quanto riguarda il futuro, la crisi vasta e duratura che sta attanagliando i mercati mondiali non consente di fare previsioni del tutto attendibili circa la sorte e le modalità di azione del CIC negli anni a venire.

Un aspetto appare chiaro: il ruolo che esso sta giocando non è riconducibile all'esclusivo ritorno finanziario, ma "i movimenti di capitali a esso collegati sono come pedine di un gioco più ampio, che si muove contemporaneamente sul fronte economico e politico, nazionale e internazionale"¹³¹. L'operato del CIC non solo contribuisce a favorire la penetrazione economica cinese al di fuori dei confini nazionali. Il modello cinese, nato dalla necessità di gestire la fabbrica del mondo costruita primariamente da investimenti stranieri, potrebbe continuare a stupire l'Occidente con una trasformazione rapida verso un soggetto attivo anche in campo finanziario, oltre che capace di competere nella corsa alle risorse di materie prime. La scommessa stessa del futuro della Cina si basa sulla necessità di continuare a perseguire l'obiettivo, in tempi brevi, di effettuare una trasformazione del proprio modello di crescita: da venditore a compratore, con un forte ruolo delle istituzioni finanziarie cinesi nel supportare lo Stato e le proprie aziende private in acquisizioni globali. Come già dimostra la strada

131 *Il fondo sovrano cinese*, Alessandro Arduino, Barra Edizioni, Milano 2010

intrapresa da questo Paese, il conseguimento di un ruolo preminente nella *leadership* internazionale si basa essenzialmente sulla quantità di tempo che esso impiegherà ad acquisire tutte le conoscenze necessarie per operare in maniera competitiva e in sicurezza sui mercati esteri.

Si può dimostrare come il corretto incanalamento delle riserve dei Fondi Sovrani può riportare a un livello ottimale la fiducia dei consumatori verso un futuro meno incerto. E' indubbio che la crisi dei mercati e la fragilità delle economie dei Paesi occidentali offra un'occasione irripetibile al fondo cinese, non solo per acquisire risorse a valutazione vantaggiosa, ma soprattutto per stabilire le fondamenta per una crescita organica del proprio Paese sui mercati internazionali. I maggiori rischi per il CIC in questo momento potrebbero essere legati alla mancanza di una chiara strategia di sviluppo e alla dispersione degli investimenti che, senza un chiaro obiettivo a lungo termine, può portare a un'apertura di troppi fronti difficilmente gestibili.

Dopo circa trent'anni di politiche di attrazione d'investimenti esteri, ora la Cina si trova nella condizione e nell'impellente necessità di prendere decisioni in un ambito esterno alle proprie conoscenze primarie e alle proprie zone d'influenza.

Nell'analisi e nelle previsioni sullo sviluppo del Fondo Sovrano cinese ormai proiettato costantemente verso i mercati esteri, bisogna tenere in debita considerazione il fatto che, per ottenere benefici tangibili e a lungo termine, è necessaria una chiara pianificazione delle azioni, mediante la conoscenza precisa delle modalità, delle leggi e delle persone con cui si interagisce all'estero.

Il primo trentennio di investimenti esteri in Cina è stato caratterizzato da un numero non troppo elevato di successi e da una comprensione relativamente scarsa da parte dell'Occidente della gestione del *business* in Cina.

Ora la situazione viene capovolta dall'azione del Fondo Sovrano cinese e, a questo punto, è lecito chiedersi se la Cina sia davvero preparata a comprendere le realtà d'investimento estere e, in ultima analisi, le culture differenti dalla propria.

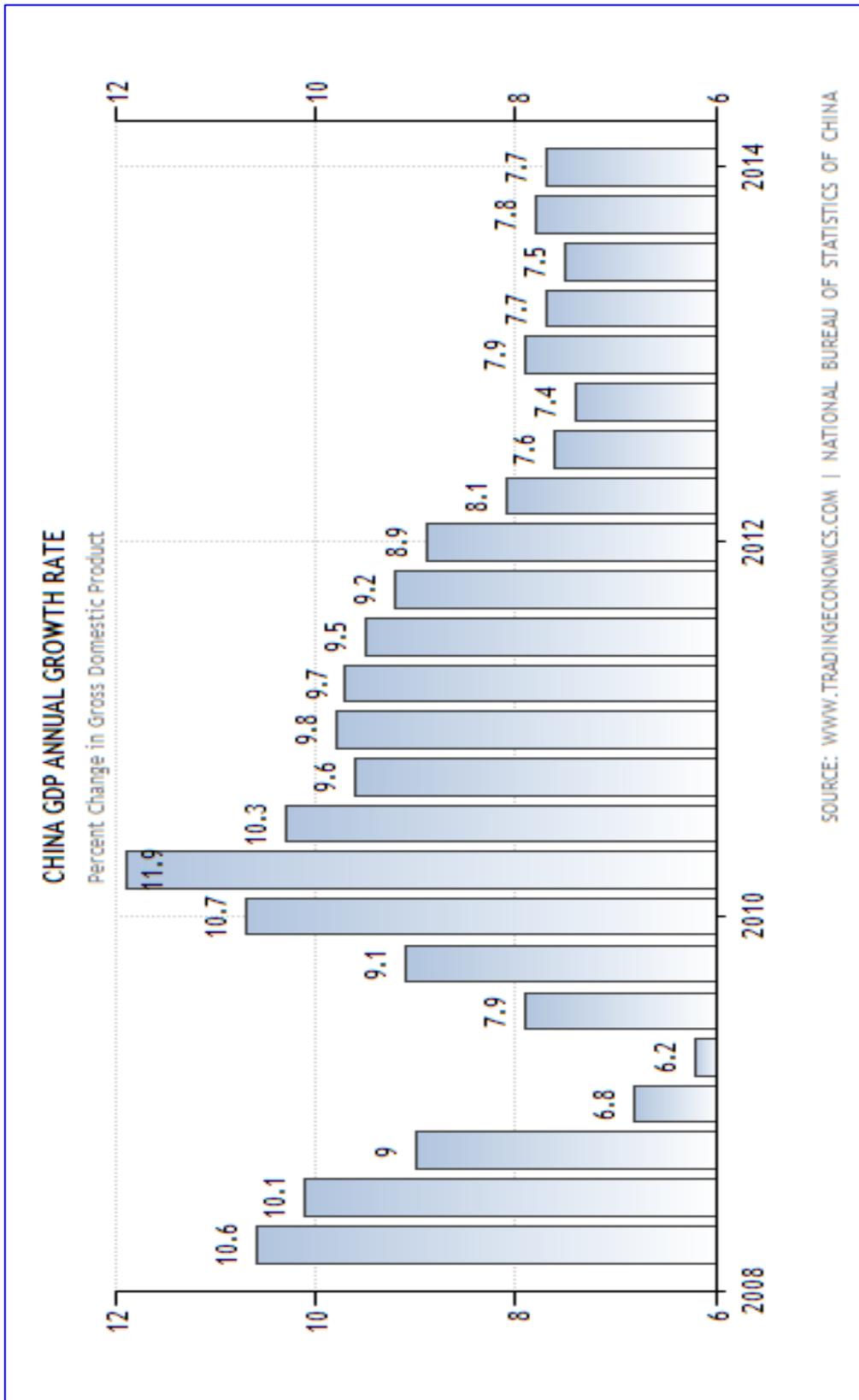
Appendice 1 – Illustrazioni e Grafici



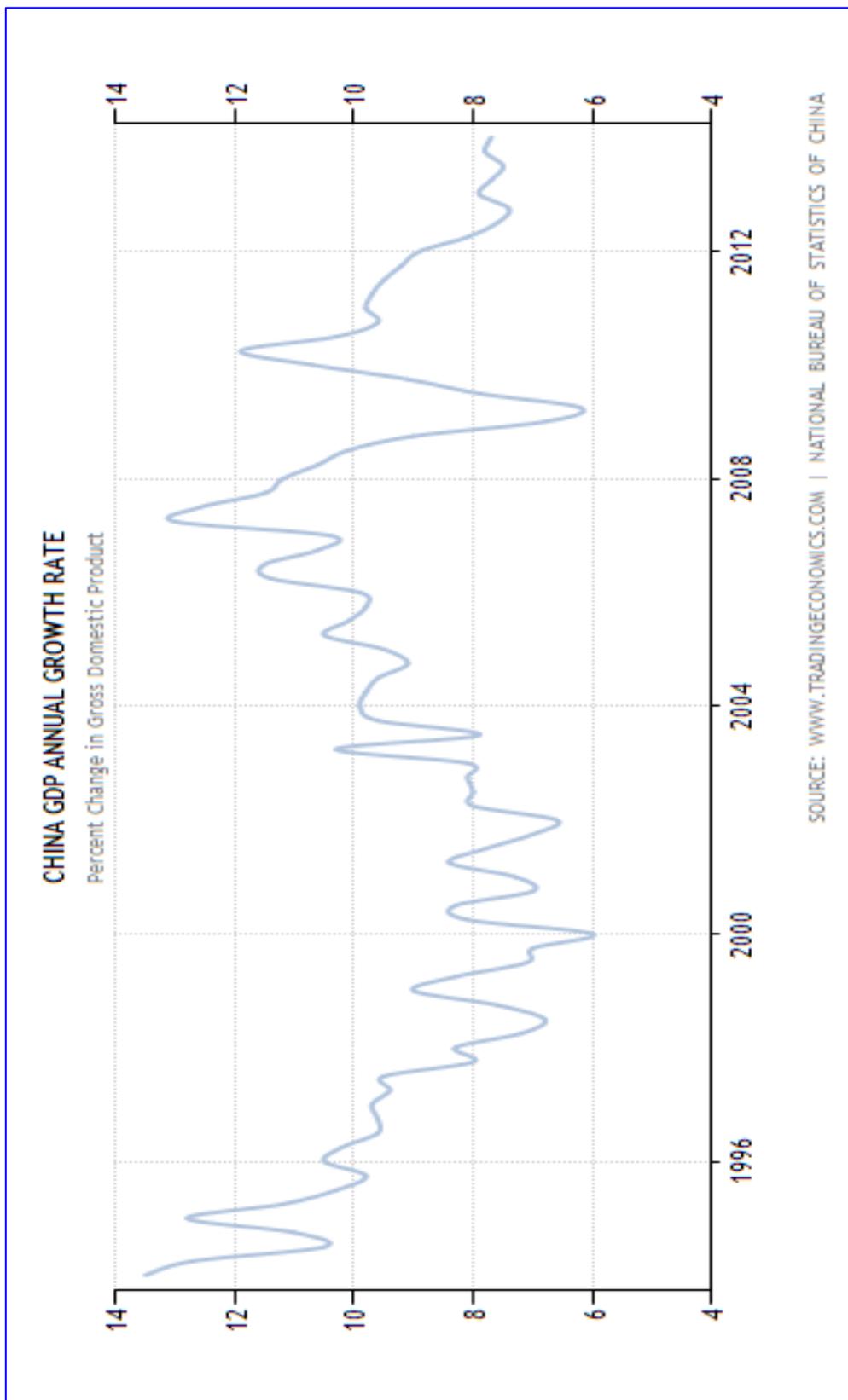
*Appendice 1.1 – Matteo Ricci con tipici abiti cinesi –
it.wikipedia.org*



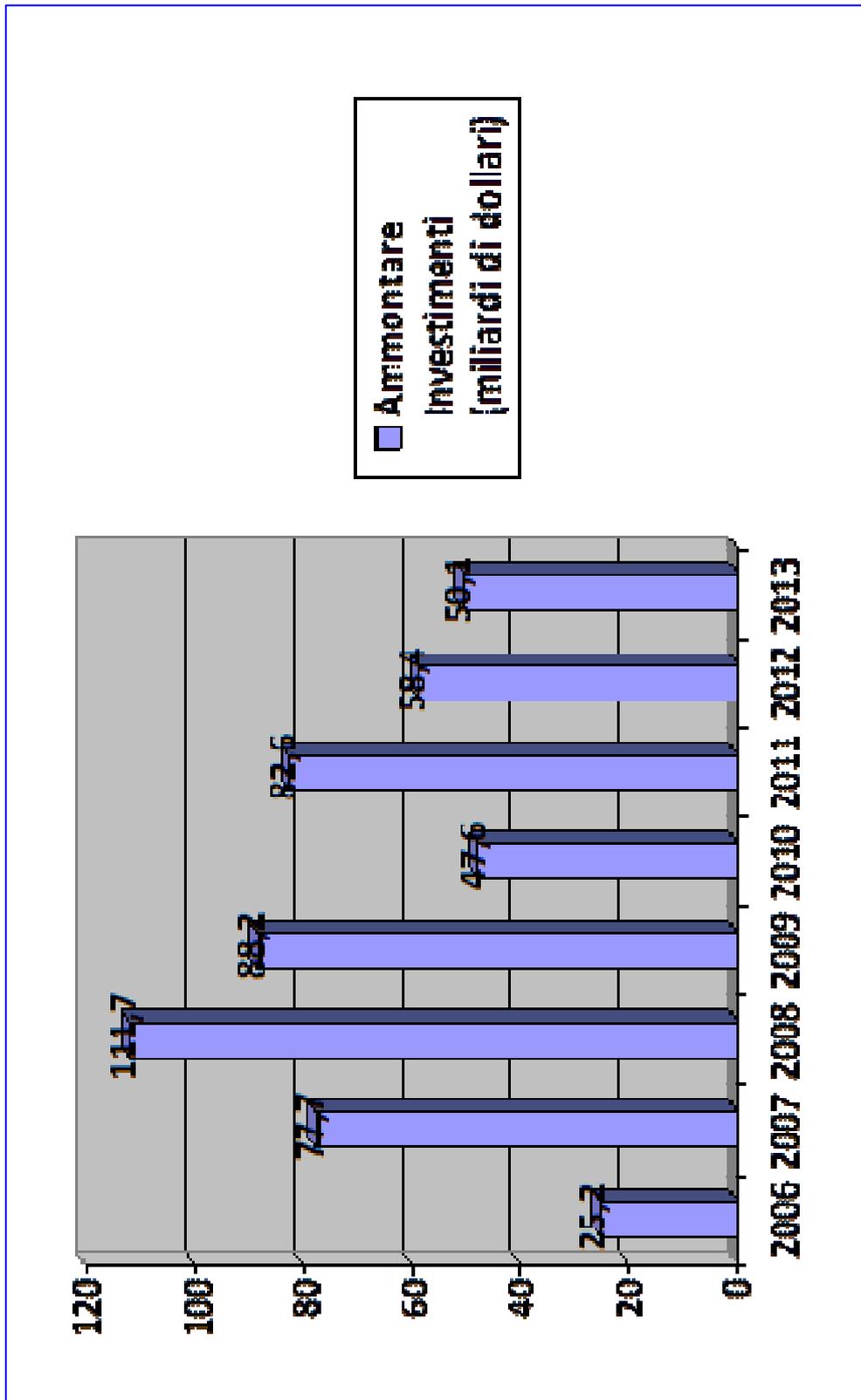
Appendice 1.2 - Mappamondo Matteo Ricci con la Cina come punto di riferimento - newnotizie.it



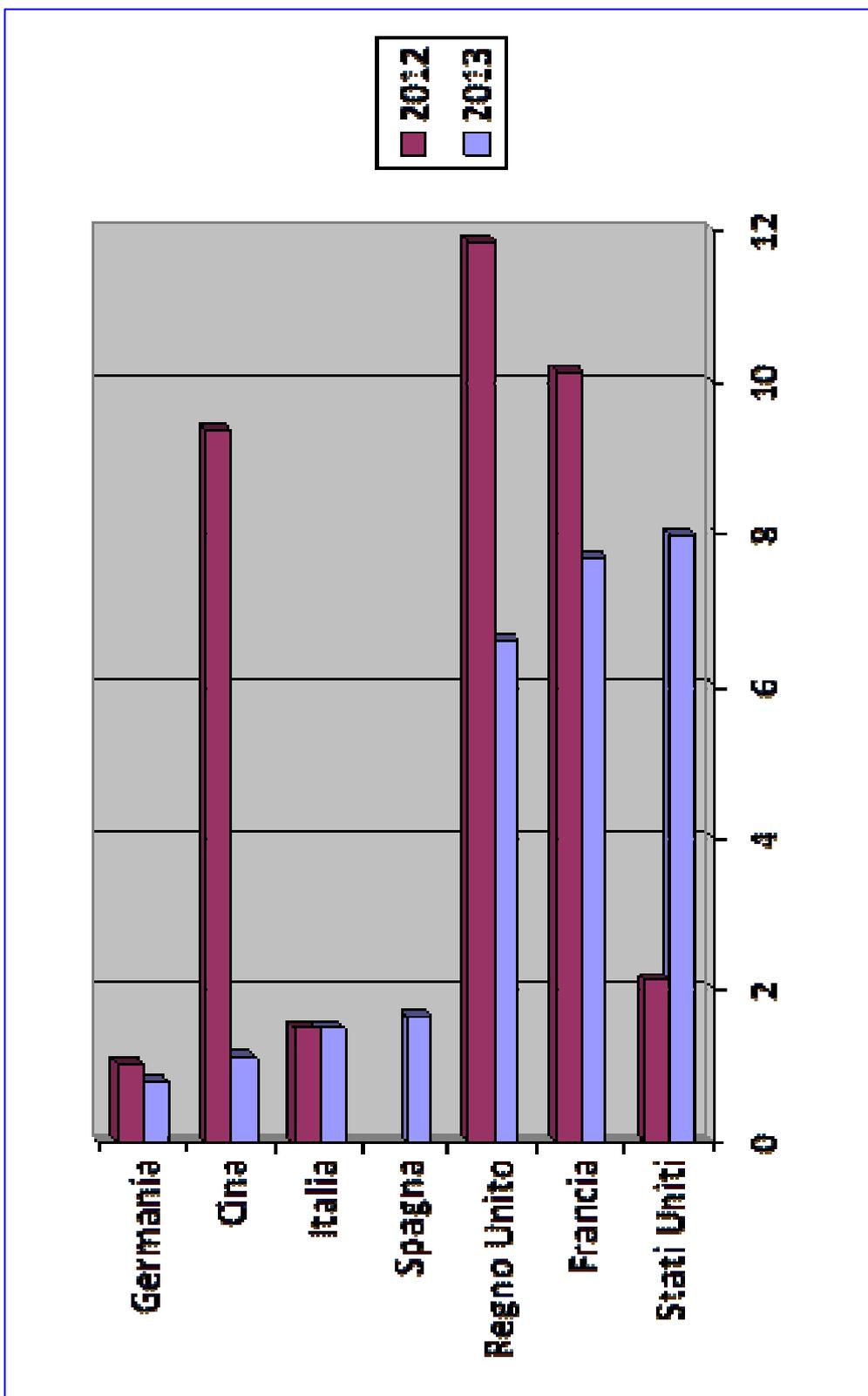
Appendice 1.3 - Prodotto Interno Lordo annuale Cina - www.tradingeconomics.com, 2014



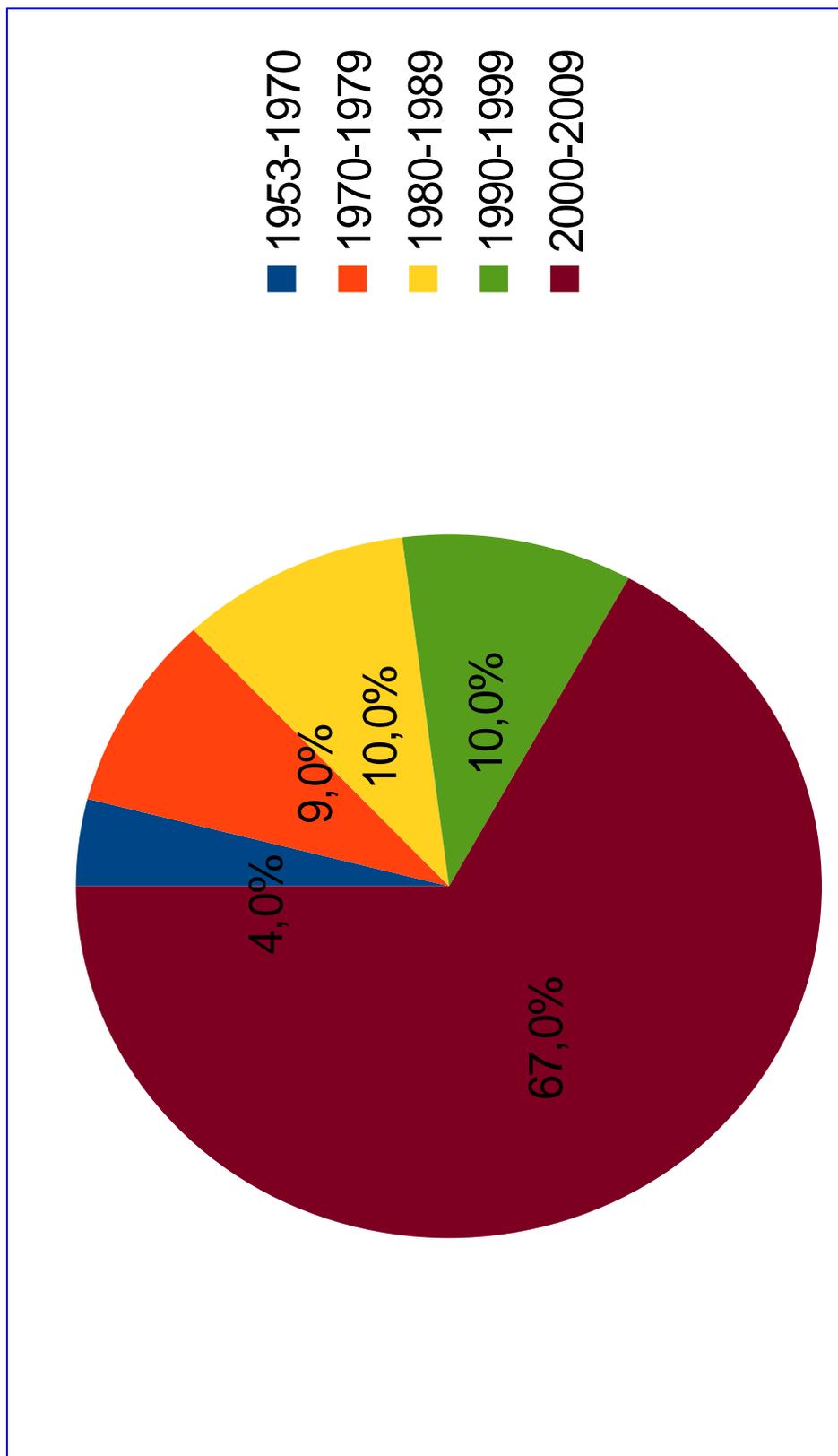
Appendice 1.4 - Andamento del Pil negli ultimi venti anni - www.tradingeconomics.com, 2014



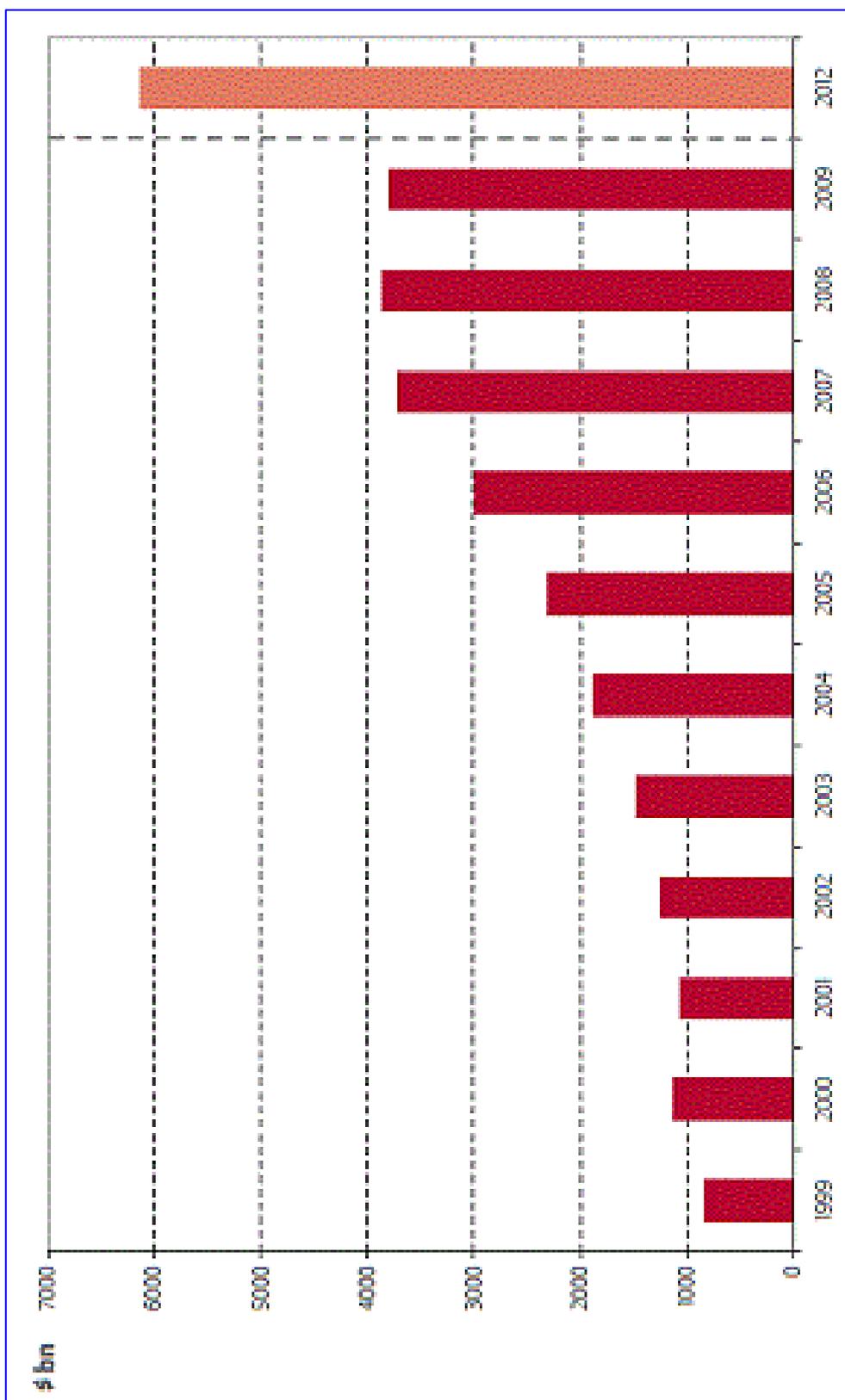
Appendice 1.5 - Trend dell'ammontare degli investimenti (miliardi di dollari)
 – Fonte Il Sole 24 Ore, 2014



Appendice 1.6 - Paesi target per ammontare degli investimenti (miliardi di dollari) – Fonte Il Sole 24 Ore, 2014



Appendice 1.7 - Distribuzione dei Fondi Sovrani per anno di istituzione - documenti CONSOB luglio 2012



Appendice 1.8 - Proiezione negli anni del valore complessivo dei Fondi Sovrani - documenti CONSOB luglio 2012

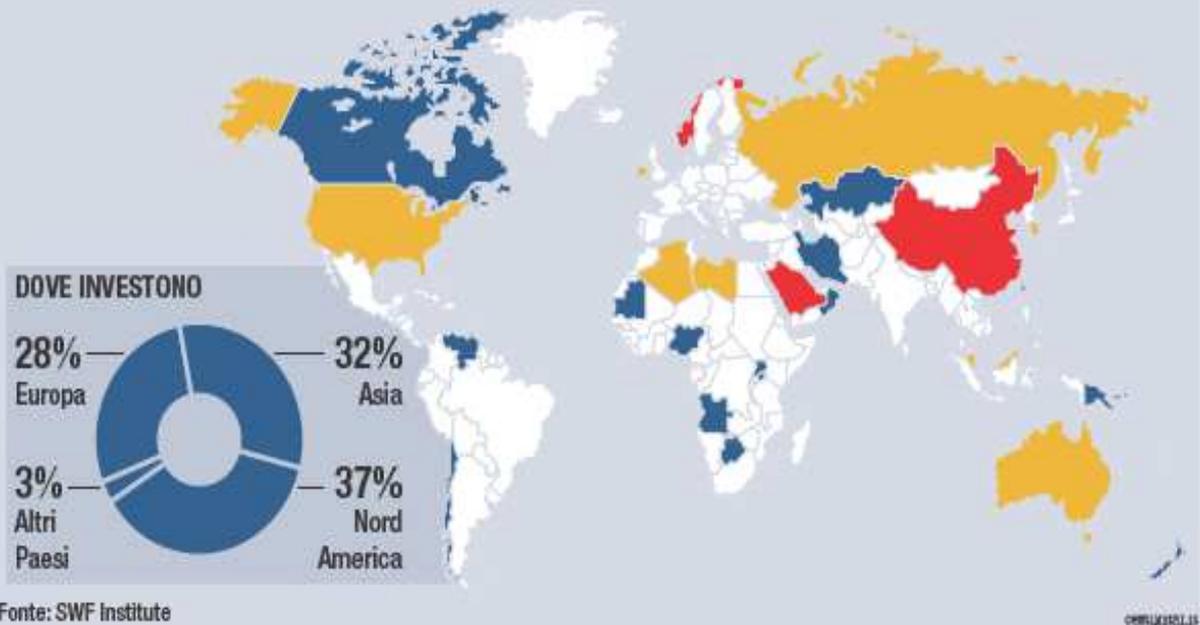
I FONDI SOVRANI

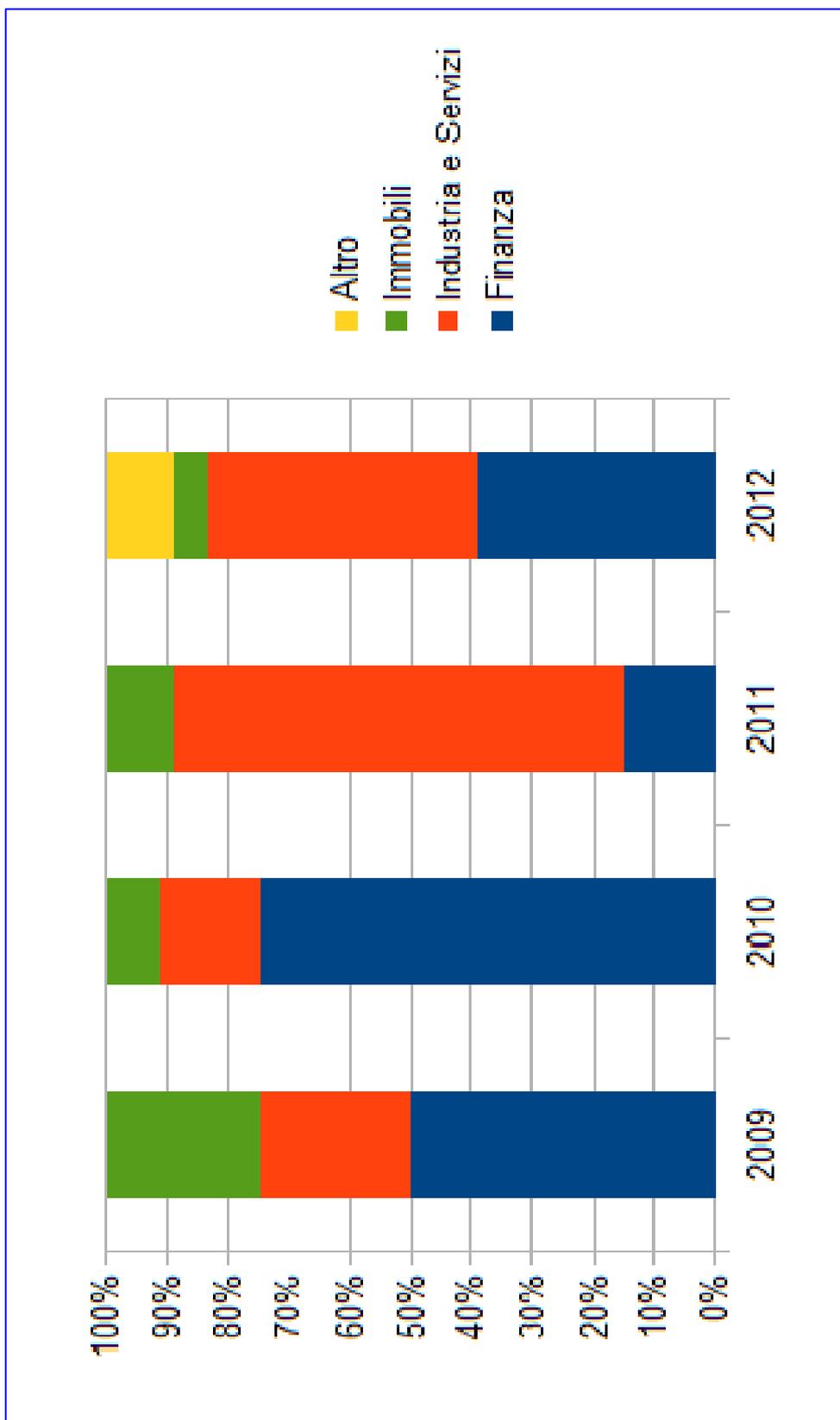
➔ Come funzionano



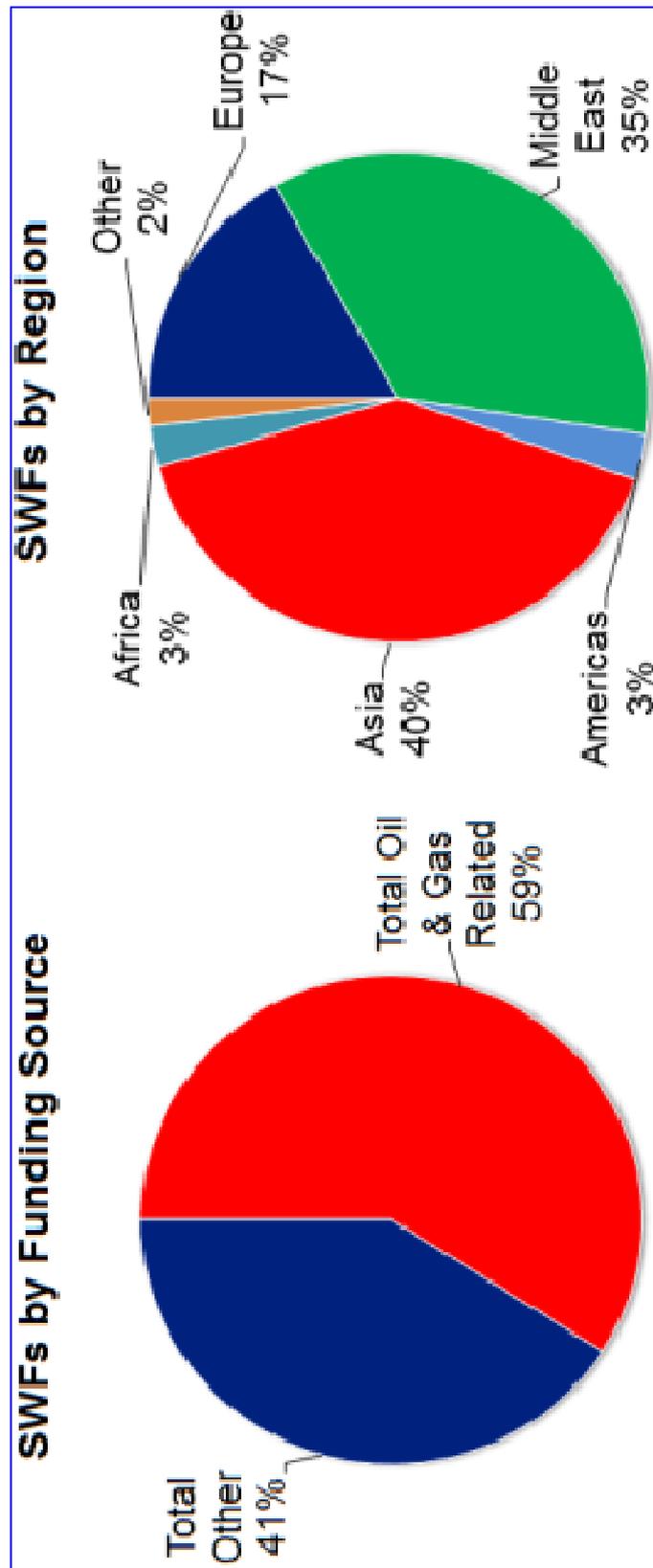
➔ La distribuzione geografica del capitale posseduto dai fondi sovrani

■ Più di 100 miliardi di dollari ■ Tra 20 e 100 miliardi di dollari ■ Meno di 20 miliardi di dollari

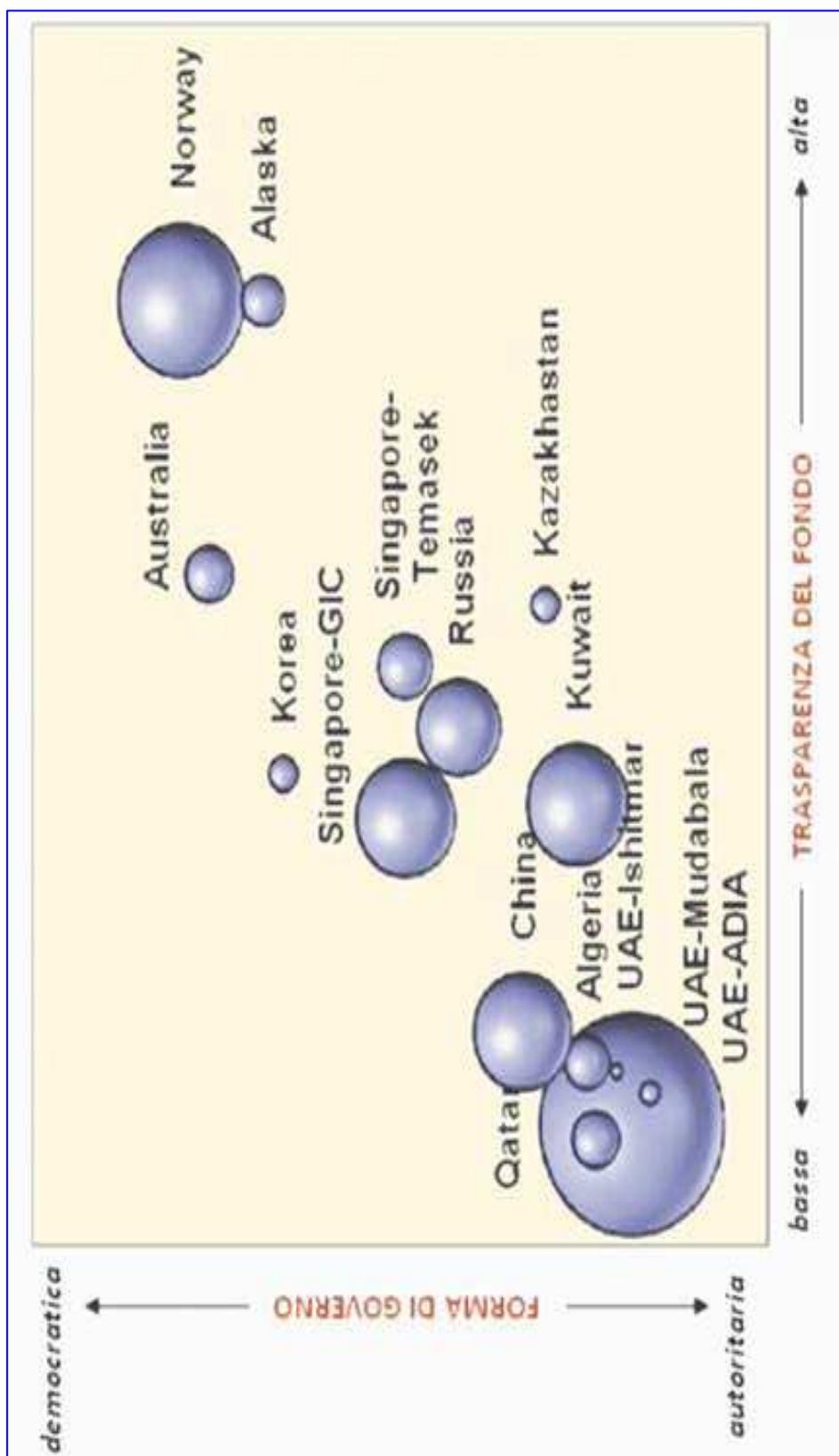




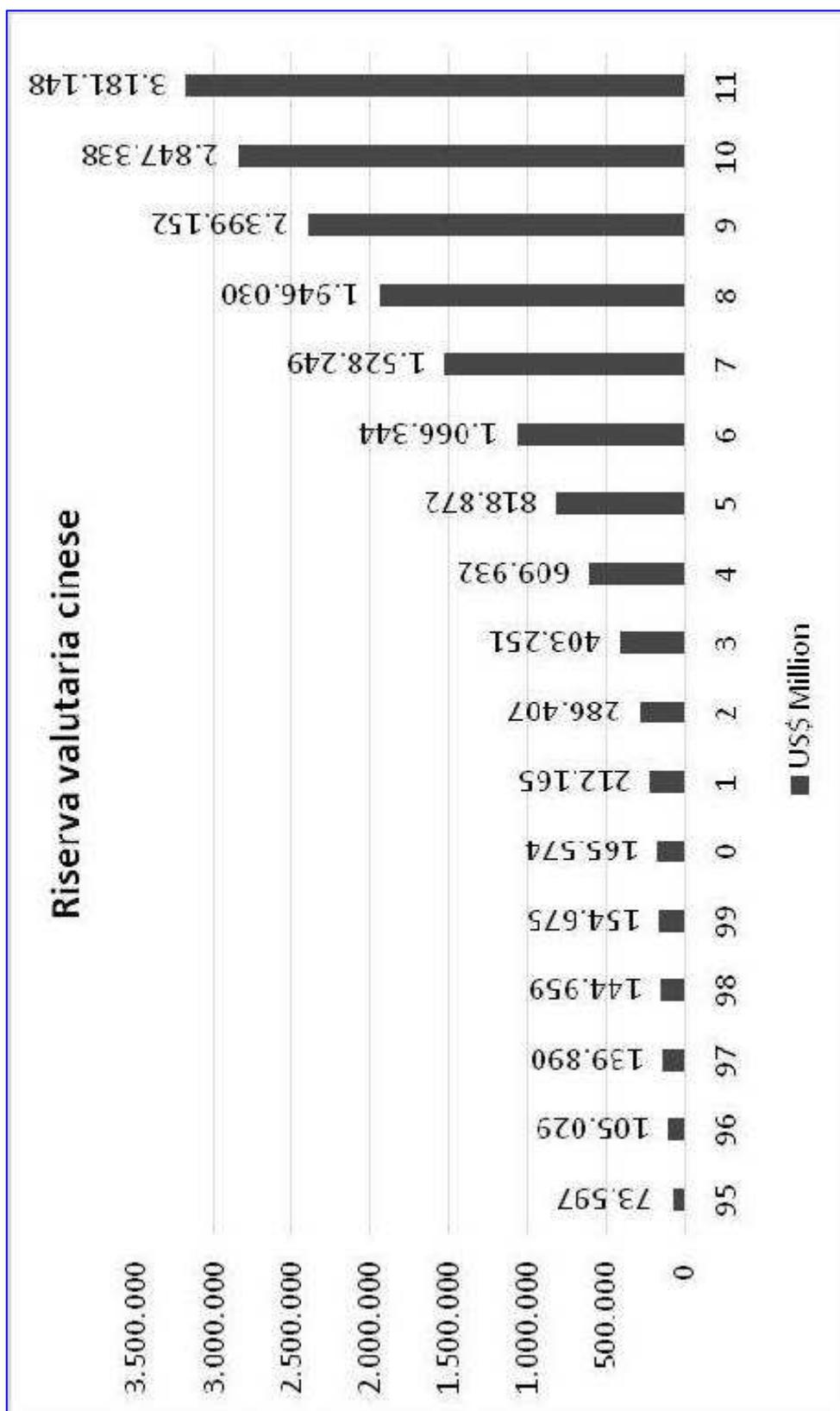
Appendice 1.10 - Ripartizione degli investimenti azionari dei Fondi Sovrani per settore industriale negli anni 2009-2012 - elaborazione su dati Monitor Group/Fondazione, 2013



Appendice 1.11 - Ripartizione investimenti azionari effettuati nel 2013 dai Fondi Sovrani per fonte del finanziamento e destinazione geografica - elaborazione dati SWF Institute, 2013



Appendice 1.12 - Connessione tra forma di governo e trasparenza del Fondo Sovrano - Center for Geoeconomics studies, 2008



Appendice 1.13 - Riserva valutaria cinese - www.eurasia.org, 2012

Appendice 2 - Tabelle

Appendice 2.1 - Patrimonio gestito dai Fondi Sovrani – elaborazioni dati Preqin e FMI 2012

Anno di riferimento	Numero Fondi	Totale patrimonio gestito (miliardi dollari)	Patrimonio gestito in % del PIL mondiale
2008	45	2.000	3,0%
2009	49	3.000	4,3%
2010	53	3.200	4,6%
2011	53	3.600	4,9%
2012	58	4.600	5,9%

Appendice 2.2 – Distribuzione Fondi Sovrani per area geografica di appartenenza – elaborazione dati Preqin 2012

Aree geografiche di provenienza	% numero di Fondi	% del patrimonio gestito
Asia	29%	44%
Medio Oriente e Nord Africa	31%	32%
Europa	8%	18%
America Latina	10%	2%
Nord America	8%	2%
Australia	7%	2%

Appendice 2.3 - Primi 30 Fondi Sovrani per patrimonio gestito – elaborazione dati SWF Insitute.org, 2013

Paese	Fondo Sovrano	Attività (miliardi di dollari)	Inizio	Origine	Linaburg-Maduell Index
<i>Abu Dhabi</i>	<i>Abu Dhabi Investment Authority</i>	<i>627\$</i>	<i>1976</i>	<i>Petrolio</i>	<i>5</i>
<i>Norvegia</i>	<i>Government Pension Fund</i>	<i>570\$</i>	<i>1990</i>	<i>Petrolio</i>	<i>10</i>
<i>Cina</i>	<i>SAFE</i>	<i>567,9\$</i>	<i>1997</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>4</i>
<i>Arabia Saudita</i>	<i>SAMA Foreign Holdings</i>	<i>520\$</i>	<i>n/a</i>	<i>Petrolio</i>	<i>4</i>
<i>Cina</i>	<i>China Investment Corporation</i>	<i>409,6\$</i>	<i>2007</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>7</i>
<i>Hong Kong</i>	<i>Hong Kong Monetary Authority Investment</i>	<i>319,6\$</i>	<i>1993</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>8</i>
<i>Kuwait</i>	<i>Kuwait Investment Authority</i>	<i>296\$</i>	<i>1953</i>	<i>Petrolio</i>	<i>6</i>
<i>Singapore</i>	<i>Singapore Investment Corporation</i>	<i>247,5\$</i>	<i>1981</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>6</i>
<i>Singapore</i>	<i>Temasek Holdings</i>	<i>157,2\$</i>	<i>1974</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>10</i>
<i>Cina</i>	<i>Fondo di Previdenza Nazionale</i>	<i>146,5\$</i>	<i>2000</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>5</i>
<i>Russia</i>	<i>Cassa Nazionale Assistenza</i>	<i>92,6\$</i>	<i>2008</i>	<i>Petrolio</i>	<i>5</i>
<i>Qatar</i>	<i>Qatar Investment Authority</i>	<i>85\$</i>	<i>205</i>	<i>Petrolio e Gas</i>	<i>5</i>
<i>Kazakhstan</i>	<i>Samruk-Kazyna JSC</i>	<i>78\$</i>	<i>2008</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>n/a</i>
<i>Australia</i>	<i>Australia Future Fund</i>	<i>77\$</i>	<i>2006</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>10</i>
<i>Algeria</i>	<i>Fondo Entrate</i>	<i>64\$</i>	<i>2000</i>	<i>Petrolio e Gas</i>	<i>1</i>

<i>Libia</i>	<i>Libyan Investment</i>	<i>53,3\$</i>	<i>2006</i>	<i>Petrolio</i>	<i>1</i>
<i>Kazakhstan</i>	<i>Fondo Nazionale Kazakhstan</i>	<i>44\$</i>	<i>2000</i>	<i>Petrolio</i>	<i>8</i>
<i>Brunei</i>	<i>Brunei Investment Agency</i>	<i>39,3\$</i>	<i>1993</i>	<i>Petrolio</i>	<i>1</i>
<i>Korea</i>	<i>Korea Investment Corporation</i>	<i>37,6\$</i>	<i>2005</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>9</i>
<i>Alaska</i>	<i>Alaska Permanent Fund</i>	<i>37,5\$</i>	<i>1976</i>	<i>Petrolio</i>	<i>10</i>
<i>Azerbaijan</i>	<i>State Oil Fund</i>	<i>30,4\$</i>	<i>1999</i>	<i>Petrolio</i>	<i>10</i>
<i>Francia</i>	<i>Strategic Investment Fund</i>	<i>29\$</i>	<i>2008</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>9</i>
<i>Irlanda</i>	<i>National Pensions Reserve Fund</i>	<i>28\$</i>	<i>2001</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>6</i>
<i>Abu Dhabi</i>	<i>Mubadala Development Company</i>	<i>27,6\$</i>	<i>2002</i>	<i>Petrolio</i>	<i>10</i>
<i>Malaysia</i>	<i>Khazanah Nasional</i>	<i>25,7\$</i>	<i>1993</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>5</i>
<i>Iran</i>	<i>Oil Stabilisation Fund</i>	<i>23\$</i>	<i>2011</i>	<i>Petrolio e Gas</i>	<i>5</i>
<i>Nuova Zelanda</i>	<i>New Zealand Superannuation Fund</i>	<i>15,7\$</i>	<i>2003</i>	<i>Finanziaria</i>	<i>6</i>
<i>Texas</i>	<i>Texas Permanent Fund</i>	<i>15,3\$</i>	<i>1954</i>	<i>Petrolio e Altro</i>	<i>5</i>
<i>Canada</i>	<i>Alberta Heritage SWF</i>	<i>15,2\$</i>	<i>2006</i>	<i>Petrolio</i>	<i>7</i>
<i>Venezuela</i>	<i>National Development Fund</i>	<i>15\$</i>	<i>1998</i>	<i>Petrolio</i>	<i>4</i>
<i>Totale</i>		<i>4.694,5</i>			

Appendice 2.4 - Asset Allocation di alcuni dei principali Fondi Sovrani per patrimonio gestito - elaborazione dati SWF Insitute.org, 2012

	Azioni	Obbligazioni	Immobili	Altro
Abu Dhabi Investment Authority	45-70%	10-20%	10%	15%
Government Pension Fund - Global	60%	40%		
SAFE Investment Company	25%	76%		
China Investment Corporation	73%	12%		12%
Singapore Investment Corporation	59%	22%	10%	9%
Kuwait Investment Authority	50%	33%		17%
Temasek Holdings	100%			
National Social Security Fund	30%	63%		7%
National Welfare Fund	10%	90%		

Appendice 2.5 - Distribuzione degli investimenti effettuati nel 2013 di alcuni dei principali Fondi Sovrani tra mercato domestico ed estero - elaborazione dati SWF Institute.org, 2013

Fondo Sovrano	Paese di istituzione del Fondo	Investimenti sul mercato domestico	Investimenti sul mercato estero
Abu Dhabi Authority	Abu Dhabi	0%	100%
Government Pension Fund	Norvegia	0%	100%
SAFE Investment	Cina	0%	100%
China Investment Corporation	Cina	>50%	<50%
Singapore Investment Corporation	Singapore	0%	100%
Kuwait Authority	Kuwait	0%	100%
Temasek Holdings	Singapore	32%	68%
National Social Security Fund	Cina	93%	7%
Dubai World	Dubai	0%	100%
Qatar Authority	Qatar	0%	100%

Appendice 3 - Allegati

Allegato 3.1: I Principi di Santiago

GAPP 1. Principio - Il quadro giuridico del SWF deve essere sano e sostenere il suo effettivo funzionamento e il raggiungimento del suo obiettivo dichiarato.

GAPP 1.1 Corollario - Il quadro giuridico del SWF deve garantire la solidità giuridica delle sue operazioni.

GAPP 1.2 Corollario - Le caratteristiche principali di base del SWF e la sua struttura, così come il rapporto giuridico tra il SWF e gli altri organi dello Stato, dovrebbe essere divulgata pubblicamente.

GAPP 2. Principio - Lo scopo della politica del SWF deve essere chiaramente definito e pubblicamente divulgato.

GAPP 3. Principio - Qualora le attività del SWF hanno importanti implicazioni macroeconomiche nazionali dirette, tali attività devono essere strettamente coordinata con le autorità fiscali e monetarie interne, in modo da garantire la coerenza con le politiche macroeconomiche globali.

GAPP 4. Principio - Ci dovrebbe essere politiche chiare e palesi, regole, procedure o accordi in materia di approccio generale del SWF al finanziamento e le operazioni di spesa.

GAPP 4.1 Corollario - La fonte di finanziamento del SWF dovrebbe essere divulgata pubblicamente.

GAPP 4.2 Corollario - L'approccio generale del SWF e la spesa per conto del governo dovrebbe essere divulgata pubblicamente.

GAPP 5. Principio - I dati statistici riguardanti il SWF devono essere segnalati tempestivamente al proprietario, o come altrimenti richiesto, per l'inclusione eventualmente in insiemi di dati macroeconomici.

GAPP 6. Principio - Il quadro di governance per il SWF deve essere sana e stabilire una ripartizione chiara ed efficace di ruoli e responsabilità, al fine di agevolare la responsabilità e l'autonomia operativa nella gestione del SWF di perseguire i suoi obiettivi.

GAPP 7. Principio - Il proprietario dovrebbe fissare gli obiettivi del SWF, nominare i membri del suo organo di governo in conformità con le procedure chiaramente definite, ed esercitare supervisione sulle operazioni del SWF.

GAPP 8. Principio - L'organo di governo dovrebbe agire nel migliore interesse del SWF, e hanno un mandato chiaro e un'adeguata autorità e competenza per svolgere le sue funzioni.

GAPP 9. Principio - La gestione operativa del SWF dovrebbe attuare le strategie del SWF in modo indipendente e in conformità con responsabilità chiaramente definite.

GAPP 10. Principio - Il quadro di responsabilità per l'attività SWF dovrebbe essere chiaramente definito nella legislazione pertinente, negli altri documenti costitutivi o contratto di gestione.

GAPP 11. Principio - Una relazione annuale e le dichiarazioni finanziarie di accompagnamento sulle operazioni e le prestazioni del SWF devono essere preparati in modo tempestivo e in conformità ai principi contabili internazionali o nazionali riconosciuti in modo coerente.

GAPP 12. Principio - Le operazioni di SWF e rendiconti finanziari devono essere controllati annualmente in conformità ai principi di revisione internazionali o nazionali riconosciuti in modo coerente.

GAPP 13. Principio - Standard etici e professionali devono essere chiaramente definiti e resi noti ai membri del corpo del SWF di governo, la gestione e personale.

GAPP 14. Principio - Trattare con terzi ai fini della gestione operativa del SWF dovrebbe essere basata su motivi economici e finanziari, e seguire le regole e procedure chiare.

GAPP 15. Principio - Operazioni dei fondi sovrani e delle attività nei Paesi di accoglienza devono essere svolte nel rispetto di tutti i requisiti normativi e di informazione applicabili nei Paesi in cui operano.

GAPP 16. Principio - Il quadro di *governance* e gli obiettivi, nonché il modo in cui la gestione del SWF è operativamente indipendente dal proprietario, dovrebbero essere resi pubblici.

GAPP 17. Principio - Informazioni finanziarie utili per quanto riguarda il SWF deve essere divulgata pubblicamente per dimostrare il suo orientamento economico e finanziario, in modo da contribuire alla stabilità dei mercati finanziari internazionali e rafforzare la fiducia nei Paesi beneficiari.

GAPP 18. Principio - La politica di investimento del SWF deve essere chiaro e coerente con gli obiettivi definiti, tolleranza al rischio e strategia di investimento, come stabilito dal proprietario o l'organo di governo, ed essere basata su principi di gestione efficiente del portafoglio.

GAPP 18.1 Corollario - La politica di investimento deve guidare esposizioni al rischio finanziario del SWF e l'eventuale utilizzo della leva finanziaria.

GAPP 18.2 Corollario - La politica di investimento dovrebbe affrontare il grado di utilizzazione dei gestori di investimenti interni e/o esterni, la gamma delle loro attività e l'autorità, e il processo con cui vengono selezionati e le loro prestazioni monitorate.

GAPP 18.3 Corollario - Una descrizione della politica di investimento del SWF dovrebbe essere divulgata pubblicamente.

GAPP 19. Principio - Decisioni di investimento del SWF dovrebbero mirare a massimizzare i rendimenti finanziari corretti per il rischio in modo coerente con la propria politica di investimento, e sulla base di motivi economici e finanziari.

GAPP 19.1 Corollario - Se le decisioni di investimento sono soggetti a considerazioni diverse da quelle economiche e finanziarie, queste dovrebbero essere chiaramente indicato nella politica di investimento ed essere divulgata pubblicamente.

GAPP 19.2 Corollario - La gestione dei beni di un SWF deve essere coerente con ciò che è generalmente accettato come principi di sana gestione patrimoniale.

GAPP 20. Principio – Il SWF non deve cercare o approfittare delle informazioni privilegiate o di un'influenza indebita da parte del governo più ampio in competizione con soggetti privati.

GAPP 21. Principio - I diritti di proprietà degli azionisti sono un elemento fondamentale del valore dei loro investimenti azionari. Se un SWF sceglie di esercitare i propri diritti di proprietà, dovrebbe farlo in un modo che è coerente con la propria politica di investimento e protegge il valore finanziario dei suoi investimenti. Il SWF deve rivelare pubblicamente il suo approccio generale ai titoli di voto delle società quotate, tra cui i fattori chiave che guidano l'esercizio dei diritti di proprietà.

GAPP 22. Principio – Il SWF deve disporre di un quadro che identifica, valuta e gestisce i rischi delle sue operazioni.

GAPP 22.1 Corollario - Il quadro di gestione del rischio dovrebbe includere informazioni affidabili e sistemi di segnalazione tempestiva, che dovrebbe consentire un adeguato monitoraggio e gestione dei rischi rilevanti all'interno di parametri e livelli accettabili, di controllo e di meccanismi di incentivazione, codici di condotta e pianificazione della continuità aziendale.

GAPP 22.2 Corollario - L'approccio generale al quadro di gestione del rischio del SWF dovrebbe essere divulgata pubblicamente.

GAPP 23. Principio - Le attività e le performance di investimento (assoluta e relativa ai benchmark, se del caso) del SWF devono essere misurati e segnalati al proprietario in base a principi o norme chiaramente definite.

GAPP 24. Principio - Un processo di revisione periodica dell'attuazione del GAPP dovrebbe essere impegnato per conto del SWF.

Bibliografia

- Agamennone Edoardo, *L'attivismo dei fondi sovrani cinesi in Europa*, Orizzonte Cina, a cura di Torino World Affairs Institute, luglio 2012
- Arduino Alessandro, *Il fondo sovrano cinese*, Milano, Barra Edizioni, 2009
- Barbera Alessandro, *La sfida di Renzi da Shangai: cambiamo aprendoci al mondo*, La Stampa, 11 giugno 2014
- Barresi Francesco, *Mafia ed economia criminale*, Roma, Edup, 1999
- Bechis Franco, *L'eldorado d'impresa resta la Cina*, Italia Oggi, 6 gennaio 2013
- Bellona P., Spigarelli F., *Pmi cinesi spinte oltre la muraglia*, Il Sole 24 Ore, 10 ottobre 2012
- Bertoni Fabio, *Fondi Sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale*, Osservatorio monetario, n. 3, 2008
- Borgomeo Vincenzo, *Clonato il SUV più famoso del mondo*, La Repubblica, 30 marzo 2006
- Bortolotti Bernardo, *Italia ancora piccola per entrare nel radar*, Il Sole 24 Ore, 27 giugno 2014
- Carboni Antonio, *La nube cinese che minaccia il clima*, Il Corriere della Sera, 15 giugno 2006
- Center on International Markets, Money and Regulation, Sovereign Investment Lab - Centro Baffi, Università Bocconi, *Sovereign Wealth Fund Annual Report 2013*
- Crespi Franco, *Manuale di sociologia della cultura*, Bari, Editori Laterza, 2003
- Del Re Giovanni Maria, *Il pericolo giallo visto da Bruxelles*, Limes n. 4, 2008
- Dominici Christian, Tavoletti Ernesto, *Il Made in Italy nella Repubblica Popolare Cinese*, Azienda e Fisco, n. 22, Ipsoa Editore, 30 novembre 2012
- Fernando Marco, *I Fondi Sovrani comprano l'Europa in saldo*, Il Sole 24 Ore, 24 giugno 2014
- Ferrando Marco, *I Fondi Sovrani puntano a Ovest*, Il Sole 24 Ore, 27 giugno 2014
- Larmer Brook, *L'uomo di ferro della Manciuria*, National Geographic, settembre 2010
- Latini Stefano, *Dalla Cindia all'unione asiatica?*, Limes n. 4, 2008
- Lemoine Françoise, *L'economia Cinese*, Bologna, Il Mulino, 2005
- Merli Alessandro, *Fmi: fondi un po' meno "sovrani"*, www.ilsole24ore.com, 14 ottobre 2008
- Palmerini Chiara, *Forte impatto di India e Cina*, Panorama, 16 febbraio 2010
- Pomeranz Kenneth, *La grande divergenza: la Cina, l'Europa e la nascita dell'economia mondiale moderna*, Bologna, Il Mulino, 2004
- Quadrio Curzio Alberto, Miceli Valeria, *I fondi sovrani*, Bologna, Il Mulino, 2009

Quadrio Curzio Alberto, Miceli Valeria, Rosenthal Thomas, *Il Fondo Sovrano CIC verso una strategia economico-politica*, Mondo Cinese, numero 148/149 giugno 2012

Rabushka Alvin, *Sfida finale per dominare il mondo*, Economy n. 32, 9 agosto 2010

Rampini Federico, *Il secolo cinese*, Milano, Arnoldo Mondadori, 2006

Richardson John, *China's Timber Trade - Illegal logging: calls to give it the chop*, viewpoints, 14 maggio 2005

Rocca Christian, *Dimenticatevi del Medio Oriente: il vero problema è la Cina*, Il Foglio, 14 giugno 2005

Rossi Alberto, *Il Fondo Mandarin*, Mondo Cinese, numero 148/149 giugno 2012

Savona Paolo, *I fondi sovrani, nuovo rischio per l'Europa*, Il Messaggero, 2007

Savona Paolo, Regola Patrizio, *Il ritorno dello Stato padrone*, Catanzaro, Rubettino Editore, 2009

Schmidt-Glitzner Helwing, *Storia della Cina*, Milano, Arnoldo Mondadori, 2005

Shiller Robert J., *La Cina risparmia, l'America spende*, Il Sole 24 Ore, 27 agosto 2011

Sideri Stefano, *La Cina in un contesto internazionale in rapida evoluzione*, ISPI-Quaderni, 2003

Sisci Francesco, *China is an enigma*, Heartland n. 1, 2011

Sisci Francesco, *Made in China*, Milano, Carocci, 2004

Studio Legale Scala, *Corporate Governance the way to sustainable long term value*, Firenze 27 giugno 2014

Vinciguerra Luca, *Economia cinese a briglia sciolta*, Il Sole 24 Ore, 19 luglio 2013

Vinciguerra Luca, *Giornalista in carcere per spionaggio in Cina*, Il Sole 24 Ore, 1 settembre 2010

Vinciguerra Luca, *Il sindacato entra nei negozi Wal-Mart*, Il Sole 24 Ore, 16 agosto 2012

Vinciguerra Luca, *Pechino rallenta il credito facile*, Il Sole 24 Ore, 22 luglio 2012

Vinciguerra Luca, *Per la Cina un maxi surplus*, Il Sole 24 Ore, 13 ottobre 2012

Weber Maria, *Cina: una crescita economica tumultuosa ma molto diseguale*, 15 luglio 2006, Il club dei grandi viaggiatori, www.cigv.it/ilviaggio/cina

Weber Maria, *Il Dragone e l'aquila, Cina e Usa la vera sfida*, Milano, Università Bocconi Editore, 2005

Weber Maria, *Il miracolo cinese*, Bologna, Il Mulino, 2003

Weber Maria, *La Cina non è per tutti: rischi e opportunità del più grande mercato del mondo*, Milano, Edizioni Olivares, 2005

Sitografia

China Investment Corporation, www.china-inv.cn

Cina e corruzione, Il Legno Storto, www.illegnostorto.it

Cina Oggi, www.cinaoggi.it

Consob, www.consob.it

Economist, www.economist.com

Ecplanet, www.ecplanet.com

Financial Times, www.ft.com

Il Post, www.ilpost.it

La Borsa Italiana, www.borsaitaliana.it

Mandarin Capital Partners, <http://www.mandarincp.com>

Matteo Ricci, in www.tuttocina.it

Morgan Stanley, www.morganstanley.com

PrometeiaAdvisor, www.prometeiaadvisor.it

RicercaLegis, www.ricercalegis.it

Shanghai Daily, www.shanghaidaily.com

Sovereign Wealth Fund Institute, www.swfinstitute.org

Sovereign Wealth Fund News, www.sovereignwealthfundsnews.com