



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 27.2.2008  
COM(2008) 115 definitivo

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO, AL PARLAMENTO  
EUROPEO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL  
COMITATO DELLE REGIONI**

**Un approccio comune europeo ai fondi sovrani**

## INDICE

I	Introduzione .....	3
II.	Gli investimenti dei fondi sovrani: definire e affrontare i problemi .....	4
2.1.	Scenario: la rapida ascesa dei fondi sovrani nel sistema finanziario internazionale....	4
2.2.	Aspetti relativi agli investimenti dei fondi sovrani .....	4
2.3.	Il dibattito internazionale sui fondi sovrani: alla ricerca di principi comuni .....	6
III.	Migliorare il quadro per gli investimenti dei fondi sovrani .....	7
3.1.	Norme internazionali e quadro europeo applicabili agli investimenti dei fondi sovrani .....	7
3.2.	Giustificazione di un approccio comune.....	8
IV.	Prospettive: principi di una risposta strategica della UE ai problemi posti dai fondi sovrani .....	9
4.1.	Opzioni di un approccio comune della UE ai problemi posti dai fondi sovrani .....	9
4.2.	Principi di un approccio comune della UE nei confronti dei fondi sovrani in quanto investitori.....	10
4.3.	Creare un clima di fiducia nell'operato dei fondi sovrani: il contributo europeo al codice di condotta per i paesi finanziatori e i fondi sovrani .....	11
V.	Conclusioni .....	12

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO, AL PARLAMENTO  
EUROPEO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL  
COMITATO DELLE REGIONI**

**Un approccio comune europeo ai fondi sovrani**

**(Testo rilevante ai fini del SEE)**

**I           INTRODUZIONE**

I fondi sovrani sono generalmente definiti come veicoli di investimento di proprietà statale che gestiscono un portafoglio diversificato di attività finanziarie interne e internazionali; le loro origini risalgono agli anni Cinquanta, quando alcuni dei principali paesi esportatori di materie prime, in particolare quelli produttori di petrolio, si posero il problema di come investire i fondi provenienti dalle loro attività in valuta estera. Benché esistano da oltre 50 anni, è nel decennio scorso che i fondi sovrani hanno registrato una rapida espansione fino a divenire una fonte di investimento di importanza sistemica. Essi infatti possono garantire investimenti e liquidità al mercato in periodi di reale pressione. Tuttavia, in quanto veicoli di investimento di proprietà statale, ci si può chiedere quale sia il rischio che investimenti di questo tipo possano interferire con il normale funzionamento delle economie di mercato. Tutte le proiezioni concordano sul fatto che i fondi sovrani continueranno a crescere per numero e dimensioni: una crescita rapida che intensifica sia le opportunità che offrono sia le preoccupazioni che suscitano.

Non è pertanto sorprendente che l'ascesa dei fondi sovrani abbia suscitato attenzione in diverse economie sviluppate e innescato un dibattito nei consessi internazionali. All'interno della UE diversi Stati membri si interrogano sull'opportunità di reagire con strategie proprie.

L'impegno a garantire un ambiente favorevole agli investimenti e la libera circolazione di capitali è un principio che la UE ha fatto proprio da molti anni ed è un elemento fondamentale per avere successo in un sistema internazionale sempre più globalizzato. In quanto prima potenza commerciale mondiale e principale fonte e destinazione di investimenti esteri diretti, l'Unione europea è il maggiore beneficiario di un sistema economico mondiale aperto ed è impegnata a fare in modo che i suoi mercati restino aperti agli investimenti<sup>1</sup>.

Una maggiore trasparenza, prevedibilità e coerenza in questo ambito appare necessaria non solo per tutelare gli interessi legittimi dei cittadini e degli operatori di mercato in Europa ma anche per garantire un contesto normativo certo agli stessi fondi sovrani. In quanto attore mondiale di primo piano l'Unione europea ha la capacità di ed è incentivata a promuovere una risposta comune alle sfide poste dai fondi sovrani e a svolgere pienamente il proprio ruolo nei dibattiti in corso nei consessi economici mondiali. Questo approccio comune dovrebbe essere visto come un complemento alle prerogative degli Stati membri in relazione all'utilizzo delle legislazioni nazionali conformemente al trattato.

---

<sup>1</sup> Questo aspetto è trattato in "Europa globale: competere nel mondo" – COM(2006) 567 del 4.10.2006 – in "L'interesse europeo: riuscire nell'epoca della globalizzazione" – COM (2007) 581 del 3.10.2007.

La presente comunicazione tratta degli aspetti relativi ai fondi sovrani in quanto categoria specifica di investimenti transfrontalieri e illustra in che modo un approccio comune possa garantire un corretto equilibrio per affrontare i problemi legati ai fondi sovrani, mantenendo al contempo i benefici condivisi di un ambiente favorevole agli investimenti.

## **II. GLI INVESTIMENTI DEI FONDI SOVRANI: DEFINIRE E AFFRONTARE I PROBLEMI**

### **2.1. Scenario: la rapida ascesa dei fondi sovrani nel sistema finanziario internazionale**

Lo scorso decennio ha visto una rapida crescita dei fondi sovrani, che in origine erano limitati a un numero ristretto di paesi. Oggi più di 30 paesi dispongono di fondi sovrani<sup>2</sup> e a partire dal 2000 sono stati costituiti 20 nuovi fondi. Gli elevati profitti generati dalle economie produttrici di petrolio e da quelle asiatiche hanno portato alla costituzione di riserve di gran lunga superiori a quelle necessarie per la gestione del tasso di cambio, che sono state in parte destinate ai fondi sovrani. Si stima che le attività gestite dai fondi sovrani ammontino a 1,5-2,5 trilioni di dollari statunitensi – equivalenti a circa la metà delle riserve globali ufficiali o all'insieme delle attività detenute da tutti gli hedge funds e le società di private equity. I fondi sovrani detengono quindi una piccola ma significativa quota della capitalizzazione globale dei mercati finanziari, che ammonta a 50 trilioni di dollari. Anche se le stime sulle dimensioni future dei fondi sovrani divergono, è chiaro che la tendenza al rialzo continuerà<sup>3</sup>.

La caratteristica che distingue i fondi sovrani da altri veicoli di investimento è il fatto di essere finanziati dallo Stato. In generale i fondi sovrani sono alimentati dalle riserve in valuta estera degli Stati che li finanziano ma sono gestiti in maniera distinta dalle riserve ufficiali. Generalmente i fondi sovrani hanno una strategia di investimento diversificata e accettano un livello di rischio maggiore alla ricerca di rendimenti più elevati. I portafogli dei fondi sovrani detengono un'ampia gamma di attività finanziarie, tra le quali titoli a reddito fisso ma anche azioni e investimenti immobiliari e alternativi.

### **2.2. Aspetti relativi agli investimenti dei fondi sovrani**

#### ***Gli investimenti dei fondi sovrani offrono opportunità ai paesi destinatari...***

Se da un lato gli investimenti dei fondi sovrani sono rivolti in buona parte alle economie dei paesi che li detengono, dall'altro sono attivi anche a livello internazionale. In questo modo essi incidono positivamente sul funzionamento del mercato mondiale dei capitali e forniscono fondi per gli investimenti globali. Anche la strategia di investimento dei fondi sovrani, generalmente orientata sul lungo termine, può contribuire alla stabilità del sistema finanziario internazionale.

La situazione finanziaria attuale ha permesso di mettere in luce i potenziali effetti positivi dei fondi sovrani in quanto forza stabilizzatrice. I problemi che hanno interessato i mercati finanziari a partire dalla metà del 2007 hanno determinato una crisi di liquidità in alcuni settori fondamentali di tali mercati e esercitato una pressione crescente sul capitale delle

---

<sup>2</sup> I principali fondi sono finanziati dagli Emirati Arabi Uniti (due fondi) e da Norvegia, Russia, Arabia Saudita, Kuwait, Cina e Singapore (due fondi).

<sup>3</sup> Secondo alcune previsioni il valore dei fondi sarà quadruplicato nel prossimo decennio, tanto che le attività da essi gestite potrebbero ammontare a 12 trilioni di dollari nel 2015.

istituzioni finanziarie, diverse delle quali hanno proceduto a una ricapitalizzazione con l'intervento di fondi sovrani. Gli investimenti dei fondi sovrani hanno quindi contribuito a rafforzare il sistema bancario mondiale e a sostenere la fiducia nel sistema finanziario internazionale nel suo complesso.

Un altro possibile effetto positivo dell'attività dei fondi sovrani, di rilevanza specifica per la UE, è collegato all'euro. Data la loro propensione a investire in un'ampia gamma di strumenti, gli investimenti dei fondi sovrani potrebbero sostenere il ruolo internazionale dell'euro nel medio termine. Nel caso delle riserve in valuta estera, l'obiettivo di detenere attività liquide e sicure denominate in una valuta con ridotti costi di conversione tende a favorire il dollaro statunitense. I fondi sovrani, invece, hanno maggiore libertà nella scelta degli investimenti e ciò può implicare, con molta probabilità, che nel loro portafoglio sarà presente una quota più elevata di attività denominate in euro rispetto a quella presente nelle riserve. Se tuttavia un aumento dell'uso dell'euro a livello internazionale apporterebbe sicuri benefici, si dovrebbe evitare un brusco spostamento verso la valuta europea da parte dei fondi sovrani che rischierebbe di esercitare una indesiderata pressione al rialzo sull'euro.

### *ma suscitano anche preoccupazioni...*

Nonostante i benefici riconosciuti degli investimenti dei fondi sovrani, nei paesi destinatari, compresi quelli della UE, sono emersi anche motivi di preoccupazione. A livello macroeconomico l'ascesa dei fondi sovrani illustra la gravità degli attuali squilibri delle partite correnti nell'economia mondiale originati dalla gestione dei tassi di cambio operata da alcuni paesi in attivo. L'accumulazione di riserve da destinare agli investimenti dei fondi sovrani non dovrebbe diventare un fine in sé e i detentori di fondi sovrani dovrebbero dimostrare che non ostacolano l'apprezzamento delle loro valute per accumulare ulteriori attività estere da destinare ai loro fondi.

Un motivo di preoccupazione più specifico suscitato dagli investimenti azionari dei fondi sovrani è il modo opaco in cui alcuni di essi funzionano e il loro possibile uso come strumenti per acquisire un controllo strategico. Questi aspetti marcano la differenza tra i fondi sovrani e altri tipi di fondi di investimento. Più specificamente suscita apprensione il fatto che – quali che fossero le motivazioni originarie – gli investimenti dei fondi sovrani in determinati settori possano essere utilizzati per fini diversi da quelli di massimizzare il rendimento economico. Ad esempio le scelte di investimento possono riflettere l'obiettivo di ottenere tecnologia e competenze a beneficio degli interessi strategici nazionali, anziché essere motivati da normali interessi di natura commerciale verso nuovi prodotti e mercati. Analogamente i fondi sovrani potrebbero influenzare le decisioni di società che operano in settori di interesse strategico o gestiscono canali di distribuzione che presentano un interesse per i paesi finanziatori dei fondi. Più in generale le decisioni economiche e di investimento potrebbero essere influenzate dall'interesse politico dei paesi possessori di fondi sovrani. Benché nella maggior parte dei casi i fondi sovrani siano investitori di portafoglio e abbiano evitato di acquisire maggioranze di controllo o di assumere un ruolo decisionale formale all'interno delle società, si è fatta strada la preoccupazione che essi possano cercare di ottenere la maggioranza di controllo in determinate società. I motivi di sicurezza nazionale sono stati riconosciuti da alcuni detentori di fondi sovrani che richiedono chiarezza e certezza sugli investimenti praticabili e sui settori che invece sono preclusi a tali fondi.

### **2.3. Il dibattito internazionale sui fondi sovrani: alla ricerca di principi comuni**

La questione degli investimenti dei fondi sovrani non tocca esclusivamente l'Europa. Anzi, per loro stessa natura, tali fondi hanno rilevanza internazionale. Il loro ruolo all'interno del sistema finanziario internazionale è stato oggetto di discussioni sia tra i detentori di fondi sovrani che tra i paesi destinatari dei loro investimenti.

Questi ultimi hanno ribadito che i fondi sovrani dovrebbero basare le loro decisioni di investimento esclusivamente su obiettivi di tipo economico e dovrebbero competere su una base di equità con gli investitori del settore privato. A tal fine i paesi destinatari hanno invitato i fondi sovrani a una maggiore trasparenza. Ciò implica affrontare aspetti quali gli obblighi di informazione sulle attività in gestione, gli obiettivi e le strategie di investimento, la ripartizione mirata del portafoglio, i sistemi di gestione del rischio e i controlli interni. Una maggiore trasparenza è inoltre necessaria affinché i fondi sovrani siano inclusi nei meccanismi globali di sorveglianza dei mercati. I paesi destinatari degli investimenti hanno inoltre chiesto che i fondi sovrani si dotino di adeguate strutture di governance, in modo da assicurare una chiara ripartizione dei diritti e delle responsabilità tra governi sponsor e gestori dei fondi, e di un efficace sistema di pesi e contrappesi in relazione alle decisioni di investimento. A loro volta i paesi destinatari hanno riconosciuto che eventuali vincoli imposti agli investimenti dei fondi sovrani dovrebbero essere basati su una valutazione obiettiva dei fatti in un contesto stabile di norme e procedure.

Alcuni paesi hanno già preso in considerazione decisioni in tal senso o hanno indicato la loro intenzione di esaminare gli investimenti dei fondi sovrani per tutelare i loro legittimi interessi nazionali. Gli Stati Uniti hanno modificato la legislazione relativa alla supervisione di determinate transazioni soggette al controllo di governi stranieri e aventi una incidenza sulla sicurezza nazionale, sottolineando la responsabilità sia dei paesi sponsor che dei paesi destinatari e illustrando i principi che a loro avviso gli investitori dovrebbero seguire. Nell'ottobre 2007 i ministri delle finanze del G7 hanno invitato le principali organizzazioni multilaterali, quali il FMI e l'OCSE, a avviare una riflessione sul ruolo dei fondi sovrani e sui meccanismi per affrontare le sfide che essi pongono.

Il FMI sta elaborando attualmente un codice di condotta per i fondi sovrani, in collaborazione con i detentori dei fondi. Tale codice potrebbe riguardare la struttura istituzionale e della governance, la gestione del rischio, la trasparenza e la comunicazione di informazioni e la responsabilità. Alcuni detentori di fondi sovrani sono sensibili alle preoccupazioni espresse e hanno appoggiato l'idea di un codice di condotta o dell'elaborazione di migliori pratiche. Nel novembre 2007 il FMI ha organizzato una tavola rotonda con i gestori dei fondi sovrani e delle riserve pubbliche, nella quale è stata affrontata in particolare la questione della trasparenza dei fondi sovrani. L'organismo sta inoltre effettuando un'indagine sulle pratiche attuali dei fondi sovrani e elaborerà un documento sulle migliori pratiche. Anche in seno all'OCSE è in atto una riflessione, con la partecipazione di diversi paesi destinatari, finalizzata a individuare le migliori pratiche in materia di contesto normativo per gli investimenti dei fondi sovrani sulla base dei principi di non discriminazione, trasparenza, prevedibilità e responsabilità.

### **III. MIGLIORARE IL QUADRO PER GLI INVESTIMENTI DEI FONDI SOVRANI**

#### **3.1. Norme internazionali e quadro europeo applicabili agli investimenti dei fondi sovrani**

Il fatto che recentemente si sia aperto un nuovo dibattito sulla governance dei fondi sovrani non significa tuttavia che tali fondi operino oggi in un vuoto normativo. In Europa, prendendo in considerazione sia la UE che i singoli Stati membri, esiste un regime organico che disciplina lo stabilimento e l'operato degli investitori esteri e che tratta i fondi sovrani con le stesse identiche modalità riservate a qualsiasi altro investitore estero. Se decidono di investire in attività europee, i fondi sovrani devono rispettare la stessa legislazione socioeconomica comunitaria e nazionale, alla quale sono soggetti tutti gli altri investitori.

**Il quadro giuridico internazionale** non è pienamente sviluppato, ma una combinazione delle norme OCSE e OMC e degli accordi bilaterali e settoriali definisce una serie di vincoli internazionali che circoscrivono l'ambito d'azione della UE.

Qualora prendano in considerazione l'adozione di misure relative agli investimenti dei fondi sovrani o a qualsiasi altro tipo di investimenti, la CE e i suoi Stati membri devono attenersi a tali obblighi internazionali. Allo stesso tempo tutti gli accordi conclusi in sede di OMC e gli accordi bilaterali stipulati dalla CE prevedono eccezioni per ragioni di ordine o sicurezza pubblici, che consentono di adottare misure dettate da genuine ragioni di sicurezza nazionale.

**Per quanto concerne il quadro giuridico della UE**, gli investimenti dei fondi sovrani nell'Unione europea sono soggetti alle stesse norme e controlli cui devono sottostare tutte le altre forme di investimento, interno o estero, e a essi si applicano i principi della libera circolazione di capitali tra Stati membri e tra Stati membri e paesi terzi sanciti dall'articolo 56 del trattato CE.

La libera circolazione di capitali non è però assoluta. Un fondamentale principio del trattato stabilisce che essa può essere disciplinata in maniera duplice a livello europeo, come stabilito dall'articolo 57, paragrafo 2, del trattato CE: in primo luogo la Comunità può adottare a maggioranza qualificata misure concernenti i movimenti di capitali provenienti da paesi terzi che comportano investimenti diretti. In secondo luogo non è escluso che la Comunità possa introdurre, all'unanimità, misure per limitare gli investimenti diretti.

Il regolamento sulle fusioni consente agli Stati membri di adottare le opportune misure per tutelare interessi legittimi diversi dalla concorrenza. Tali misure devono essere necessarie, non discriminatorie e proporzionate oltre che compatibili con altre disposizioni del diritto comunitario. Sono considerati interessi legittimi la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione, le norme prudenziali; la Commissione può considerare legittimi altri interessi che le sono notificati e che essa esamina singolarmente.

**Guardando alla legislazione nazionale**, gli Stati membri dispongono di strumenti che potrebbero essere usati per controllare e condizionare gli investimenti dei fondi sovrani o di tutti gli altri investitori e possono inoltre mettere a punto altre misure per affrontare situazioni particolari che dovessero presentarsi, nella misura in cui dette misure siano compatibili con il trattato, proporzionate e non discriminatorie e non siano in contrasto con obblighi assunti a livello internazionale.

La Corte europea di giustizia ha fornito ulteriori orientamenti sulle modalità con cui gli Stati membri possano adottare le citate misure nazionali in piena compatibilità con il trattato,

sottolineando che motivazioni di natura puramente economica non possono mai servire come giustificazione per ostacoli vietati dal trattato<sup>4</sup>. La Corte ha inoltre indicato i criteri per valutare la proporzionalità dei sistemi di autorizzazione: essi devono essere finalizzati alla protezione di un legittimo interesse generale e prevedere termini rigorosi per l'esercizio del diritto di opposizione; le decisioni relative agli attivi strategici e alla gestione devono essere specificamente elencate e i criteri stabili e obiettivi del sistema devono essere sottoposti a un efficace controllo giurisdizionale<sup>5</sup>.

Infine vi è la possibilità di monitorare e controllare in via permanente l'operato dei fondi sovrani in quanto investitori utilizzando il quadro normativo che offre strumenti efficaci per tutelare gli interessi pubblici, quali che siano i detentori delle attività. Questo vale soprattutto per le industrie di rete.

### **3.2. Giustificazione di un approccio comune**

La UE pertanto dispone degli strumenti per affrontare i problemi che possono risultare dall'operato dei fondi sovrani. Analogamente il trattato conferisce agli Stati membri poteri adeguati per gestire situazioni inerenti alla sicurezza o all'ordine pubblici. In più fino a oggi i fondi sovrani si sono dimostrati investitori affidabili e le loro attività non hanno causato problemi al funzionamento del mercato interno. Gli eventi recenti dimostrano tuttavia che l'operato poco trasparente di alcuni fondi sovrani rischia di suscitare reazioni difensive. In effetti negli ultimi mesi diversi Stati membri sono stati incitati a aggiornare la legislazione nazionale e a prendere in considerazione la possibilità di applicare deroghe ai principi di libera circolazione dei capitali e di libertà di stabilimento. Tale pressione non potrà che aumentare se, come previsto, i fondi sovrani continueranno a crescere di dimensioni e importanza. È opportuno pertanto migliorare la trasparenza, la prevedibilità e la responsabilità delle operazioni dei fondi sovrani. Eliminando preoccupazioni inutili sarà più facile mantenere un clima favorevole agli investimenti che consenta alla UE e ai suoi Stati membri di continuare a cogliere i benefici delle attività dei fondi sovrani.

Un comune approccio della UE ai fondi sovrani è necessario per tre ragioni.

- In primo luogo, poiché i fondi sovrani hanno una dimensione globale, le soluzioni multilaterali offrono molti più vantaggi delle singole risposte nazionali. Un approccio internazionale può garantire un livello adeguato di certezza, consentendo ai fondi sovrani di adottare le decisioni di investimento sapendo di essere in presenza di una linea di condotta comune. Le iniziative attualmente in corso a livello multilaterale favoriranno una visione comune delle sfide poste dai fondi sovrani e dei possibili meccanismi per affrontarle. Un approccio comune della UE consentirebbe di massimizzare l'influenza europea nei dibattiti in corso a livello globale. Analogamente ciò permetterebbe di rafforzare il dialogo con i paesi terzi, inclusi quelli che detengono e/o gestiscono fondi sovrani.
- In secondo luogo, l'esigenza imperativa di mantenere un mercato interno funzionante basato su norme aperte e non discriminatorie richiede l'adozione di un approccio comune.

---

<sup>4</sup> Inoltre, come stipulato dall'articolo 58, paragrafo 3, del trattato CE le misure adottate dagli Stati membri non devono costituire un mezzo di discriminazione arbitraria, né una restrizione dissimulata al libero movimento dei capitali, di cui all'articolo 56 del trattato CE..

<sup>5</sup> Cfr. Sentenza del 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione delle Comunità europee contro Regno del Belgio*, parr. 48-52.



Una serie non coordinata di risposte porterebbe a una frammentazione del mercato interno e arrecherebbe danno all'economia europea nel suo complesso. In un mercato unico integrato i vantaggi garantiti da misure individuali possono essere illusori. La diversità di interpretazione e metodologia rischia di creare nuove possibilità di aggirare la normativa e di dirottare gli investimenti al di fuori dell'Europa – con un effetto disincentivante che potrebbe diffondersi dai fondi sovrani a altri potenziali investitori. Si tratta di rischi reali se gli Stati membri dovessero agire individualmente, e in modo sordinato, e mettessero a punto meccanismi gravosi e vincolanti per controllare o condizionare gli investimenti. Applicare le disposizioni del trattato costituisce la risposta giusta a tali rischi.

- Infine uno degli obiettivi principali della politica commerciale della UE è quello di aprire i mercati dei paesi terzi agli investitori della UE sulla base degli stessi principi che regolano il mercato interno. Questo obiettivo sarebbe più difficile da perseguire se si ritenesse che l'UE impone ingiustificate barriere all'interno dell'Europa.

#### **IV. PROSPETTIVE: PRINCIPI DI UNA RISPOSTA STRATEGICA DELLA UE AI PROBLEMI POSTI DAI FONDI SOVRANI**

##### **4.1. Opzioni di un approccio comune della UE ai problemi posti dai fondi sovrani**

L'approccio UE ha l'obiettivo di mantenere un contesto normativo chiaro, prevedibile e affidabile per sostenere a livello globale mercati dei capitali e investimenti aperti. L'Unione europea e i suoi Stati membri possono e dovrebbero essere in grado di tutelare i propri legittimi obiettivi strategici senza cadere nella trappola del protezionismo. Allo stesso tempo la UE deve preservare un equilibrio tra le misure adottate nei confronti degli investimenti dei paesi terzi e gli interventi nell'ambito del mercato interno relativi agli investimenti UE.

Dal dibattito pubblico sulle modalità possibili di una risposta europea alle sfide poste dai fondi sovrani sono emersi diversi suggerimenti, tra i quali si possono citare l'istituzione di un comitato UE sugli investimenti esteri analogamente a quanto avviene negli USA, di un meccanismo europeo di controllo o di un meccanismo basato sulle "golden share" per gli investimenti esteri non UE. Si tratta di ipotesi che rischiano di inviare un segnale fuorviante – ovvero che l'Unione europea sta abdicando al suo impegno per un regime di investimento aperto, cosa che peraltro sarebbe difficile da conciliare con il diritto e gli impegni internazionali della Comunità.

La Commissione ritiene invece che l'approccio corretto sia quello di favorire un impegno coordinato dei paesi destinatari e dei fondi sovrani e dei paesi che li finanziano per stabilire una serie di principi a garanzia della trasparenza, prevedibilità e responsabilità degli investimenti dei fondi sovrani. È essenziale che tutte le parti interessate siano attivamente coinvolte e contribuiscano alla creazione di un quadro equilibrato e stabile per gli investimenti dei fondi sovrani.

Si tratta di un approccio bidimensionale. La Comunità europea si aspetta da un lato che i fondi sovrani si impegnino volontariamente al rispetto di determinate norme in materia di trasparenza e governance – garantendo così la chiarezza sufficiente a dissipare le preoccupazioni dell'opinione pubblica. In questo ambito devono essere pienamente appoggiati gli sforzi in atto presso il FMI per definire un codice di condotta per i fondi sovrani e l'OCSE per individuare le migliori pratiche che gli investimenti dei fondi sovrani nei paesi destinatari devono seguire. L'UE dovrebbe essere la forza trainante di ulteriori interventi in materia a

livello internazionale. Allo stesso tempo il rispetto di queste norme da parte dei fondi sovrani permetterà di garantire ai paesi investitori un contesto normativo chiaro, prevedibile e stabile per i loro investimenti all'interno della UE e dei suoi Stati membri, come pure in altri paesi destinatari.

La Commissione propone pertanto un approccio comune, che dovrebbe costituire il contributo della UE agli sforzi in atto a livello internazionale per definire un quadro finalizzato a migliorare la trasparenza, la prevedibilità e la responsabilità dei fondi sovrani.

#### **4.2. Principi di un approccio comune della UE nei confronti dei fondi sovrani in quanto investitori**

L'approccio comune della UE nei confronti dei fondi sovrani in quanto investitori dovrebbe essere basato sui principi elencati di seguito.

- **Impegno a favore di un clima favorevole agli investimenti:** in linea con la strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione, la UE dovrebbe riaffermare il proprio impegno per mercati aperti ai capitali esteri e un clima favorevole agli investimenti. Qualsiasi intervento di tipo protezionistico, o percepito come tale, potrebbe indurre i paesi terzi a adottare misure analoghe e avviare una spirale protezionistica negativa. L'Unione europea trae la propria prosperità dall'apertura verso il resto del mondo – e dagli investimenti esteri – e sarebbe quindi la prima a patire l'instaurarsi di tendenze protezionistiche. Allo stesso tempo la UE dovrebbe fare in modo che i paesi detentori di fondi sovrani si aprano agli investitori della UE e garantiscano loro un trattamento equo e paritario, in particolare negoziando accordi di libero scambio.
- **Sostegno alle attività multilaterali:** la UE dovrebbe promuovere attivamente il lavoro effettuato dalle organizzazioni internazionali, in particolare il FMI e l'OCSE. L'Unione europea vede con favore un dialogo aperto con i detentori di fondi sovrani e riconosce i benefici di un approccio globale per definire un quadro comune per gli investimenti di tali fondi.
- **Utilizzo degli strumenti esistenti:** l'Unione europea e i suoi Stati membri dispongono già di strumenti specifici per formulare risposte adeguate alle sfide o ai rischi costituiti dagli investimenti transfrontalieri, inclusi quelli dei fondi sovrani, per ragioni di sicurezza o politica pubbliche.
- **Rispetto degli obblighi imposti dal trattato CE e degli impegni internazionali:** L'Unione europea e i suoi Stati membri continueranno a agire nel pieno rispetto dei principi enunciati nel trattato che istituisce la Comunità europea e degli impegni assunti dalla UE a livello internazionale.
- **Proporzionalità e trasparenza:** le misure adottate in materia di investimenti per ragioni di interesse pubblico non dovrebbero andare oltre lo stretto necessario per conseguire un obiettivo giustificato, nel rispetto del principio di proporzionalità, e il quadro normativo dovrebbe essere prevedibile e trasparente.

Questi principi fondamentali dovrebbero definire l'approccio comune della UE, da proporre come base di un'intesa tra i paesi destinatari, in materia di trattamento degli investimenti dei fondi sovrani. Recepito a livello internazionale, questo approccio comune dovrebbe attingere ai principi sopraelencati di apertura agli investimenti transfrontalieri, preferenza per le

soluzioni multilaterali, rispetto degli impegni assunti a livello internazionale, proporzionalità e prevedibilità delle norme.

#### **4.3. Creare un clima di fiducia nell'operato dei fondi sovrani: il contributo europeo al codice di condotta per i paesi finanziatori e i fondi sovrani**

Due sono le chiavi per affrontare in modo efficace le preoccupazioni sulla natura incerta e imprevedibile dei fondi sovrani e esse dovrebbero costituire il fulcro del contributo europeo agli sforzi globali per definire un quadro comune per gli investimenti dei fondi sovrani. La prima è la necessità di una maggiore chiarezza e comprensione della governance dei fondi sovrani e la seconda l'esigenza di una maggiore trasparenza delle loro attività e investimenti. Questi due elementi fondamentali devono essere affrontati dai paesi finanziatori e dai fondi sovrani.

##### **a) Governance**

Fare chiarezza sul livello delle possibili interferenze politiche nell'operato dei fondi sovrani è un prerequisito per dissipare i dubbi sull'esistenza di valutazioni di tipo politico e non commerciale nella gestione dei fondi. Il testo pubblicato nel 2001 dal FMI *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management (Orientamenti per la gestione delle riserve in valuta estera)*<sup>6</sup> fissa alcuni importanti principi che potrebbero essere estesi ai fondi sovrani. Analogamente, il testo dell'OCSE *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises (Principi della governance d'impresa delle società di proprietà statale)*<sup>7</sup> illustra principi applicabili ai fondi sovrani che realizzano investimenti transfrontalieri.

I principi della buona governance includono:

- la chiara ripartizione e separazione delle responsabilità nella struttura interna della governance di un fondo sovrano;
- l'elaborazione e la pubblicazione di una politica di investimento che definisca gli obiettivi globali delle attività dei fondi;
- l'autonomia operativa del fondo per conseguire gli obiettivi fissati;
- la diffusione pubblica dei principi generali che disciplinano i rapporti tra i fondi sovrani e le autorità governative;
- la comunicazione dei principi generali di governance interna che forniscano assicurazioni sull'integrità dei fondi;
- l'elaborazione e la pubblicazione di politiche di gestione del rischio.

##### **b) Trasparenza**

La trasparenza esercita un effetto di disciplina sulla gestione delle attività dei fondi sovrani, in quanto le parti interessate sono in grado di esercitare una certa supervisione sull'operato degli investitori e verificare se i fondi si attengono o meno ai loro obiettivi dichiarati. La

<sup>6</sup> <http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm>

<sup>7</sup> <http://www.oecd.org/dataoecd/46/51/34803211.pdf>

trasparenza già di per sé favorisce l'affidabilità. Nel caso dei fondi sovrani la trasparenza serve non solo a aumentare la disciplina di mercato ma anche a disincentivare gli interventi governativi. Essa è pertanto un fattore fondamentale per garantire la fiducia connaturata a un clima favorevole agli investimenti.

Poiché i fondi sovrani sono gestiti in modo indipendente dalle riserve di valuta estera di un paese, essi non sono soggetti ai meccanismi di trasparenza che il FMI applica a tali riserve (IMF Special Data Dissemination Standard, SDDS – NDDS - Norme per la Diffusione dei Dati Statistici del FMI). Dovrebbe essere presa in considerazione l'estensione ai fondi sovrani di specifiche norme di trasparenza. Gli orientamenti del FMI e dell'OCSE già contengono tali norme e alcuni fondi sovrani, come quelli della Norvegia e di Singapore, sono gestiti con principi che si potrebbero definire esemplari. Tuttavia non si può pretendere che i fondi sovrani adottino in materia di trasparenza prassi più rigorose di quelle definite dall'OCSE e dal FMI e già applicabili a analoghi veicoli di investimento di proprietà statale.

In materia di trasparenza potrebbero essere prese in considerazione le seguenti pratiche:

- comunicazione annuale delle posizioni di investimento e della ripartizione delle attività, soprattutto nel caso di investimenti che vedono una partecipazione maggioritaria;
- esercizio dei diritti di proprietà;
- informazioni sul ricorso all'effetto leva e sulla composizione monetaria;
- dimensioni e fonti delle risorse di un'entità;
- informazioni sulla normativa del paese detentore e tipo di supervisione cui è soggetto il fondo sovrano.

## V. CONCLUSIONI

Il Consiglio europeo di primavera offre agli Stati membri l'opportunità di sostenere un approccio comune in relazione ai fondi sovrani e alle preoccupazioni che di recente hanno suscitato. Un tale approccio coordinato non inficia i poteri e le prerogative nazionali in materia di protezione di obiettivi e interessi strategici pubblici. Tale approccio mira a concretizzare le aspettative condivise di trasparenza, prevedibilità e responsabilità delle operazioni dei fondi sovrani e a aumentare l'influenza del contributo europeo alla ricerca globale di soluzioni in tal senso.

Nel rispetto dei principi del trattato e in linea con la strategia di Lisbona rinnovata, l'Europa deve proseguire il suo tradizionale impegno di apertura agli investimenti di capitali, in quanto essi costituiscono una fonte vitale della forza dell'economia europea in un mondo globalizzato. Allo stesso tempo l'impegno europeo a favore dell'apertura deve essere sostenuto esortando i fondi sovrani a impegnarsi congiuntamente per migliorare le proprie norme di governance e la qualità delle informazioni che forniscono ai mercati. E tutto questo non è solo finalizzato a favorire la UE ma è nel reciproco interesse dei paesi destinatari come di quelli finanziatori.

L'approccio comune della UE dovrebbe apportare un contributo agli sforzi prodigati dal FMI per definire un codice di condotta per i fondi sovrani e i loro detentori e dall'OCSE per

elaborare i principi che i paesi destinatari dovrebbero applicare nei loro rapporti con i fondi sovrani. Esso dovrebbe contribuire al raggiungimento di un accordo, idealmente entro la fine del 2008, su una serie di orientamenti per creare la necessaria fiducia nella gestione equa e trasparente dei fondi sovrani.